



Universidade de Aveiro

2021

**MATILDE  
ALMEIDA  
NETO**

**PRÁTICAS DE *CAPITAL BUDGETING* NA  
INDÚSTRIA DO ALOJAMENTO TURÍSTICO EM  
PORTUGAL**



Universidade de Aveiro  
2021

**MATILDE  
ALMEIDA  
NETO**

**PRÁTICAS DE *CAPITAL BUDGETING* NA  
INDÚSTRIA DO ALOJAMENTO TURÍSTICO EM  
PORTUGAL**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão e Planeamento em Turismo, realizada sob a orientação científica do Doutor Rui Augusto da Costa, Professor Auxiliar do Departamento de Economia, Gestão, Engenharia Industrial e Turismo da Universidade de Aveiro e coorientação científica do Doutor Jorge Humberto Fernandes Mota, Professor Auxiliar Convidado do Departamento de Economia, Gestão, Engenharia Industrial e Turismo da Universidade de Aveiro

## **o júri**

presidente

**Prof.<sup>a</sup> Doutora Ana Filipa Fernandes Aguiar Brandão**

professora auxiliar convidada, Universidade de Aveiro

**Prof. Doutor Fernando António de Oliveira Tavares**

professor adjunto, IS CET – Instituto Superior de Ciências Empresariais e do Turismo

**Prof. Doutor Rui Augusto da Costa (orientador)**

professor auxiliar, Universidade de Aveiro

## **agradecimentos**

Para que fosse possível terminar este trabalho de investigação tive um grande apoio. Tentarei agradecer a todos os que de algum modo me ajudaram, sabendo que nunca será o suficiente.

Agradeço a todos os investigadores, entidades do Turismo, empresas de consultoria e empresas da área do alojamento turístico em Portugal que se disponibilizaram para responder às entrevistas exploratórias para realização deste trabalho, pois o seu contributo foi indispensável para os resultados obtidos.

O meu muito obrigada aos professores Rui Costa e Jorge Mota, por todo o apoio que me deram durante a orientação, por todas as reuniões e horas despendidas para me ajudar, por toda a paciência e por acreditarem até ao fim nas minhas capacidades. Obrigada pela confiança.

À IDTOUR, onde estagiei no início deste trabalho, pela boa disposição e por todo o apoio que me deram ao longo do processo. Agradeço a constante disponibilidade em me ajudarem em tudo o que eu precisasse.

À FORGESP, onde laboro atualmente, por toda a flexibilidade dada e pelo apoio oferecido. A compreensão e entusiasmo de todos permitiram a finalização desta dissertação.

Às minhas amigas Inês e Eduarda. Fico muito agradecida de as ter encontrado e de ter estudado, trabalhado e convivido com elas dia e noite durante a minha passagem pela Universidade de Aveiro e pela Aveiro Smart Business.

Ao Jorge, por todo o carinho e suporte, por toda a ajuda prestada em momentos mais difíceis, pela motivação incansável e pelo companheirismo demonstrados a toda a hora.

À minha família, especialmente aos meus pais e irmãos, obrigada por todo o apoio, carinho e encorajamento para terminar esta etapa. Foi muito importante ter-vos ao meu lado.

Muito obrigada a todos!

## palavras-chave

*Capital budgeting*, avaliação de projetos, alojamento turístico, tomada de decisão, indicadores

## resumo

A indústria do alojamento turístico em Portugal, constituída maioritariamente por micro, pequenas e médias empresas (PMEs), está em constante crescimento, o que poderá trazer uma maior competitividade ao setor do Turismo. De forma que este crescimento seja sustentável, tanto para quem investe como para os destinos e populações, é necessário utilizar técnicas que apoiem no processo de tomada de decisões de investimento.

Várias investigações abordam a utilização de práticas de *capital budgeting* no processo de avaliação da viabilidade de projetos de investimento, em vários setores de atividade.

O presente estudo tem como objetivo identificar as práticas que permitem avaliar a viabilidade de projetos (*capital budgeting*) no subsetor do alojamento turístico de forma a apoiar os investidores/CFOs na tomada de decisões, tendo em conta perspetivas financeiras e não financeiras. Também será foco de análise as características das empresas e dos investidores que influenciam a escolha de determinadas práticas de *capital budgeting*.

Para a obtenção dos resultados do estudo, a metodologia adotada, numa primeira fase, contemplou a realização de uma Revisão Sistemática da Literatura e, numa segunda fase, a realização de entrevistas exploratórias a peritos, entidades e empresas do subsetor.

Os resultados deste estudo são considerados uma mais-valia para o subsetor em Portugal, uma vez que este tema, no subsetor do Alojamento turístico português, se encontra pouco explorado. Foi possível apurar, entre outros, que existem técnicas identificadas na literatura que não são utilizadas, nem conhecidas, pelos investidores de alojamentos turísticos; que existem técnicas económico-financeiras e não económico-financeiras utilizadas na prática que não foram identificadas na literatura; e que existem características, tais como a dimensão da empresa e a educação/qualificação do investidor, que influenciam a utilização de certas práticas nas empresas de alojamento turístico portuguesas. Espera-se que estes resultados possam apoiar os investidores na sua tomada de decisão.

**keywords**

*Capital budgeting*, project evaluation, tourism accommodation, decision making, indicators

**abstract**

The tourism accommodation industry in Portugal, consisting, mostly, of micro, small and medium-sized enterprises (SMEs), is constantly growing, which may increase the competitiveness of the tourism sector. In order to have a sustainable growth, either for investors or destinations and populations, it is necessary to use techniques that support the investment decision-making process.

Several investigations present the use of *capital budgeting* practices in the process of assessing the viability of investment projects, in several sectors of activity.

This study aims to identify the practices that allow assessing the viability of projects (*capital budgeting*) in the tourism accommodation subsector to support investors/CFOs in the decision-making process, considering financial and non-financial perspectives. This thesis also focus on the companies and investors' characteristics that influence the choice of certain *capital budgeting* practices.

To obtain the results of the study, the methodology adopted, in a first phase, contemplate a Systematic Literature Review and, in a second phase, an exploratory interview with experts, entities and companies of the subsector.

The results of this study are considered a valuable input for the sub-sector in Portugal, since this topic, in the tourism accommodation sub-sector, is little explored. It was possible to find, among others, that there are financial and non-financial techniques identified in the literature that are neither used nor known by tourist accommodation investors; that there are techniques used in practice that were not found in the literature; and that there are characteristics, such as company size and investor education/qualification, which influence the use of certain practices on the portuguese tourism accommodation companies. It is expected that these results can support investors in their decision making.

## ÍNDICE

<b>ÍNDICE.....</b>	<b>I</b>
<b>ÍNDICE DE TABELAS .....</b>	<b>IV</b>
<b>ÍNDICE DE GRÁFICOS .....</b>	<b>VI</b>
<b>ÍNDICE DE FIGURAS .....</b>	<b>VII</b>
<b>LISTA DE SIGLAS E ACRÓNIMOS .....</b>	<b>VIII</b>
<b>CAPÍTULO 1   INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
1.1. ENQUADRAMENTO DA INVESTIGAÇÃO .....	1
1.2. MOTIVAÇÕES DA INVESTIGAÇÃO .....	4
1.3. METODOLOGIA, PERGUNTA DE INVESTIGAÇÃO E OBJETIVOS .....	5
1.4. ESTRUTURA DA INVESTIGAÇÃO .....	7
<b>CAPÍTULO 2   REVISÃO DA LITERATURA .....</b>	<b>9</b>
2.1. INTRODUÇÃO .....	9
2.2. CARACTERIZAÇÃO DA INDÚSTRIA DO ALOJAMENTO TURÍSTICO EM PORTUGAL .....	9
2.2.1. <i>Dimensão e tipologia dos alojamentos.....</i>	<i>10</i>
2.2.2. <i>Distribuição geográfica no país.....</i>	<i>12</i>
2.2.3. <i>Caracterização económica do subsector .....</i>	<i>14</i>
2.3. CONTEXTUALIZAÇÃO/ IMPORTÂNCIA DA AVALIAÇÃO DE PROJETOS .....	18
2.4. REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA .....	21

2.4.1. <i>Caracterização dos artigos a analisar</i> .....	24
2.4.2. <i>Análise dos artigos selecionados</i> .....	29
2.5. DIMENSÕES DE AVALIAÇÃO E RESPECTIVOS INDICADORES DE <i>CAPITAL BUDGETING</i> .....	45
2.5.1. <i>Dimensão económico-financeira</i> .....	46
2.5.2. <i>Dimensão não económico-financeira</i> .....	54
2.5.3. <i>Técnicas de CB utilizadas na indústria do alojamento turístico</i> .....	58
2.6. CONCLUSÃO .....	60
<b>CAPÍTULO 3   METODOLOGIA</b> .....	<b>63</b>
3.1. INTRODUÇÃO .....	63
3.2. INSTRUMENTO DE RECOLHA DE DADOS .....	67
3.3. DEFINIÇÃO DAS ENTIDADES A ENTREVISTAR .....	71
3.4. TRATAMENTO DOS DADOS.....	74
3.5. CONCLUSÃO .....	78
<b>CAPÍTULO 4   ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS</b> .....	<b>79</b>
4.1. INTRODUÇÃO .....	79
4.2. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS .....	79
4.2.1. <i>Importância da avaliação de projetos</i> .....	80
4.2.2. <i>Impactos da avaliação de projetos</i> .....	82
4.2.3. <i>Indicadores de capital budgeting</i> .....	84
4.2.4. <i>Características que influenciam a utilização de diferentes indicadores</i> .....	91

4.3. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	95
4.3.1. Avaliação de projetos.....	96
4.3.2. Vantagens e desvantagens da avaliação de projetos.....	98
4.3.3. Indicadores de CB na indústria do alojamento turístico.....	100
4.3.4. Características dos alojamentos e dos gestores.....	105
4.4. CONCLUSÃO.....	109
<b>CAPÍTULO 5   SÍNTESE E CONCLUSÕES.....</b>	<b>111</b>
5.1. INTRODUÇÃO.....	111
5.2. PRINCIPAIS CONCLUSÕES.....	111
5.3. PRINCIPAIS CONTRIBUTOS.....	114
5.4. LIMITAÇÕES DA INVESTIGAÇÃO.....	115
5.5. PERSPETIVAS PARA INVESTIGAÇÕES FUTURAS.....	115
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>117</b>
<b>APÊNDICE 1 – GUIÃO DE ENTREVISTA E LISTA DE INDICADORES.....</b>	<b>126</b>

## ÍNDICE DE TABELAS

TABELA 1: Nº DE ALOJAMENTOS TURÍSTICOS POR TIPOLOGIA EM PORTUGAL DE 2018 A 2020 .....	10
TABELA 2: ESTABELECIMENTOS DE ALOJAMENTO TURÍSTICO (N.º) POR LOCALIZAÇÃO GEOGRÁFICA (NUTS 2 - 2013) E TIPOLOGIA, EM 2019 .....	13
TABELA 3: CAPACIDADE DE ALOJAMENTO (N.º) NOS ESTABELECIMENTOS DE ALOJAMENTO TURÍSTICO POR LOCALIZAÇÃO GEOGRÁFICA (NUTS - 2013) E TIPOLOGIA, EM 2019 .....	14
TABELA 4: VAB GERADO PELO TURISMO EM PROPORÇÃO DO VAB TOTAL (BASE 2016 - %); EM 2018, 2019, 2020 .....	15
TABELA 5: PROVEITOS TOTAIS NOS ESTABELECIMENTOS DE ALOJAMENTO TURÍSTICO POR LOCALIZAÇÃO GEOGRÁFICA (NUTS - 2013) E TIPOLOGIA, EM 2019 .....	17
TABELA 6: NÚMERO DE ARTIGOS PUBLICADOS POR REVISTA .....	29
TABELA 7: TÉCNICAS DE <i>CAPITAL BUDGETING</i> FINANCEIRAS NOS PAÍSES DESENVOLVIDOS ...	31
TABELA 8: TÉCNICAS DE <i>CAPITAL BUDGETING</i> FINANCEIRAS NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO .....	32
TABELA 9: TÉCNICAS DE <i>CAPITAL BUDGETING</i> FINANCEIRAS NA ÁFRICA DO SUL (PAÍS EM DESENVOLVIMENTO).....	33
TABELA 10: TÉCNICAS DE <i>CAPITAL BUDGETING</i> FINANCEIRAS EM ESTUDO SEM IDENTIFICAÇÃO DE PAÍS .....	33
TABELA 11: TÉCNICAS DE <i>CAPITAL BUDGETING</i> NÃO ECONÓMICO-FINANCEIRAS.....	34
TABELA 12: TÉCNICAS DE CB DE NON-DCF CLASSIFICADAS POR IMPORTÂNCIA, NOS ARTIGOS DA R. S. LITERATURA .....	36
TABELA 13: TÉCNICAS DE CB DE DCF CLASSIFICADAS POR IMPORTÂNCIA, NOS ARTIGOS DA R. S. LITERATURA .....	38

TABELA 14: TÉCNICAS AVANÇADAS DE CB CLASSIFICADAS POR IMPORTÂNCIA, NOS ARTIGOS DA R. S. LITERATURA .....	41
TABELA 15: TÉCNICAS DE CB AVANÇADAS MAIS SOFISTICADAS CLASSIFICADAS POR IMPORTÂNCIA, NOS ARTIGOS DA R. S. LITERATURA .....	42
TABELA 16: TÉCNICAS QUE ESTIMAM O <i>COST OF CAPITAL</i> E O <i>COST OF EQUITY CAPITAL</i> QUE APOIAM NO PROCESSO DE CB, CLASSIFICADAS POR IMPORTÂNCIA, NOS ARTIGOS DA R. S. LITERATURA.....	43
TABELA 17: CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS E DOS CEOs/CFOs/INVESTIDORES QUE INFLUENCIAM A UTILIZAÇÃO DIFERENCIADA DAS PRÁTICAS DE CB.....	44
TABELA 18: PERGUNTA CENTRAL E PRESSUPOSTOS DE INVESTIGAÇÃO .....	64
TABELA 19: OBJETIVOS GERAIS E ESPECÍFICOS DA PRESENTE INVESTIGAÇÃO .....	65
TABELA 20: VANTAGENS E DESVANTAGENS DO INQUÉRITO POR ENTREVISTA .....	68
TABELA 21: ÁREAS DE ANÁLISE DA ENTREVISTA .....	69
TABELA 22: ESTRUTURA DA ENTREVISTA.....	70
TABELA 23: ENTIDADES ENTREVISTADAS.....	74
TABELA 24: VANTAGENS E DESVANTAGENS DO <i>SOFTWARE NVIVO</i> .....	75
TABELA 25: CÓDIGOS DEFINIDOS PARA ANALISAR ENTREVISTAS NO <i>NVIVO</i> .....	77
TABELA 26: FREQUÊNCIA ABSOLUTA E MODA DAS RESPOSTAS DOS ENTREVISTADOS SOBRE OS INDICADORES ECONÓMICO-FINANCEIROS .....	87
TABELA 27: FREQUÊNCIA ABSOLUTA E MODA DAS RESPOSTAS DOS ENTREVISTADOS SOBRE OS INDICADORES NÃO ECONÓMICO-FINANCEIROS .....	90
TABELA 28: “IMPORTÂNCIA DA AVALIAÇÃO DE PROJETOS”: OBJETIVO E PRESSUPOSTO .....	96
TABELA 29: MOTIVOS QUE EXPLICAM A IMPORTÂNCIA DA AVALIAÇÃO DE PROJETOS .....	97

TABELA 30: “IMPACTOS DA AVALIAÇÃO DE PROJETOS”: OBJETIVO E PRESSUPOSTO .....	98
TABELA 31: IMPACTOS POSITIVOS E NEGATIVOS DA AVALIAÇÃO DE PROJETOS IDENTIFICADOS NA LITERATURA E NAS ENTREVISTAS .....	100
TABELA 32: “ÍNDICADORES DE <i>CAPITAL BUDGETING</i> ”: OBJETIVO E PRESSUPOSTOS .....	100
TABELA 33: INDICADORES ECONÓMICO-FINANCEIROS IDENTIFICADOS NA REVISÃO DA LITERATURA QUE SÃO UTILIZADOS NA PRÁTICA.....	102
TABELA 34: “CARACTERÍSTICAS QUE INFLUENCIAM A UTILIZAÇÃO DE DIFERENTES INDICADORES”: OBJETIVO E PRESSUPOSTOS .....	105
TABELA 35: CARACTERÍSTICAS DOS ALOJAMENTOS, QUE INFLUENCIAM A UTILIZAÇÃO DE DIFERENTES INDICADORES, IDENTIFICADAS NA TEORIA E NA PRÁTICA .....	107
TABELA 36: CARACTERÍSTICAS DOS INVESTIDORES QUE INFLUENCIAM A UTILIZAÇÃO DE DIFERENTES INDICADORES IDENTIFICADAS, NA TEORIA E NA PRÁTICA .....	108

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: DORMIDAS POR TIPOLOGIA DE ALOJAMENTO EM PORTUGAL EM 2019.....	11
GRÁFICO 2: INVESTIMENTO HOTELEIRO EM PORTUGAL E NA EUROPA (% DO TOTAL) .....	15
GRÁFICO 3: PESSOAL AO SERVIÇO (N.º) NOS ESTABELECIMENTOS HOTELEIROS POR LOCALIZAÇÃO GEOGRÁFICA (NUTS - 2013), EM 2018 .....	18
GRÁFICO 4: NÚMERO DE ARTIGOS PUBLICADOS POR ANO.....	25
GRÁFICO 5: NÚMERO DE DOCUMENTOS POR PAÍS DE ANÁLISE .....	26
GRÁFICO 6: PERCENTAGEM DE DOCUMENTOS POR TIPOLOGIA.....	27
GRÁFICO 7: PERCENTAGEM DE DOCUMENTOS POR ÁREA DE ESTUDO.....	28

## ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1: RESUMO DA METODOLOGIA UTILIZADA NA FILTRAÇÃO DOS ARTIGOS .....	24
FIGURA 2: PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS QUE LEVARAM À IDENTIFICAÇÃO DOS RESULTADOS.....	67
FIGURA 3: ILUSTRAÇÃO DO <i>SOFTWARE NVIVO</i> .....	77
FIGURA 4: NUVEM DE PALAVRAS DA TOTALIDADE DAS ENTREVISTAS .....	95

## LISTA DE SIGLAS E ACRÓNIMOS

ADR - *Average discount rate*

AL – Alojamento local

APV - *Adjusted present value*

ARR – *Accounting rate of return*

CAPM – *Capital asset pricing model*

CB – *Capital budgeting*

CBT – *Capital budgeting techniques*

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Financial Officer*

CoC - *Cost of capital*

CST – Conta Satélite do Turismo

DCF – *Discount cash flow*

DPB – *Discount payback period*

EMA – *Earnings multiple approach*

ERR - *Equity return rate*

EU – European Union (União Europeia)

EVA - *Economic value added*

HR – *Hurdle Rate*

IDE – Investimento direto estrangeiro

INE - Instituto Nacional de Estatística

IRR – *Internal rate of return*

N/A – Não aplicável

NC – Não conhece

NPV - *Net Present Value*

PB – *Payback Period*

PI – *Profitable Index*

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Micro, pequena e média empresa

RNB – Rendimento Nacional Bruto

ROI – *Return on investment*

ROV – *Real options valuation*

RRR – *Required rate of return*

SA – *Scenario analysis*

SNA – *Sensitivity analysis*

UR - *Use of ratios*

VAB – Valor acrescentado bruto

VaR – *Value at risk*

VDR - *Variable discount rate*

WACC – *Weighted average cost of capital*



## CAPÍTULO 1 | INTRODUÇÃO

### 1.1. Enquadramento da Investigação

Ao longo dos anos, a forma como a humanidade vê o mundo foi-se alterando, devido, principalmente, à globalização. A perceção sobre o turismo, a nível mundial e em todas as gerações, sofreu mudanças positivas, sendo a prática deste considerada como muito relevante para a formação de um ser humano. Esta tendência permitiu que o setor do turismo crescesse, se diversificasse e se desenvolvesse cada vez mais, tornando-se numa das atividades económicas mais importantes e com um crescimento mais rápido (UNWTO, 2019).

Esta dinâmica tornou o setor do turismo num motor fundamental para o desenvolvimento acentuado e repentino dos diferentes destinos e das respetivas populações (UNWTO, 2019). Portugal não foi e não é exceção. De acordo com os dados publicados, pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), na Conta Satélite do Turismo (CST), em 2019, o consumo turístico representou 15,4% do PIB nacional e o Valor Acrescentado Bruto (VAB) do turismo representou 8,4% do VAB nacional (Seguro, 2020).

No ranking global do Índice de Competitividade de Viagens e Turismo, índice que *“mede o conjunto de fatores e políticas que permitem o desenvolvimento sustentável do sector das viagens e do turismo, o que contribui para o desenvolvimento e a competitividade de um país”* (Calderwood & Soshkin, 2019, p. xiii) apresentado no *“Travel & Tourism Competitiveness Report 2019”*, de acordo com as autoras, Portugal, em 2019, encontrava-se na 12.<sup>a</sup> posição, num total de 140 países analisados, e na 6.<sup>a</sup> posição, no total dos países europeus (UE28). Ainda neste relatório, Portugal destaca-se nas primeiras posições em rankings mais específicos, como (Calderwood & Soshkin, 2019) no de:

- Infraestruturas: Infraestruturas de Serviços Turísticos (1.<sup>a</sup> posição)
- Capacidade Ambiental: Proteção e segurança (9.<sup>a</sup> posição)

- Políticas e Condições Favoráveis às Viagens e ao Turismo: Prioridade às viagens e ao turismo (12.<sup>a</sup> posição)
- Recursos Naturais e Culturais: Recursos Culturais e Viagens de Negócios (15.<sup>a</sup> posição)

Em termos empresariais, Portugal caracteriza-se por possuir uma predominância de micro, pequenas e médias empresas (PMEs) e por revelar uma tendência crescente de população no setor terciário, onde se inclui o turismo. Em 2018, segundo a base de dados estatísticos PORDATA (2020), as PMEs (consideram-se como PMEs as “empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros” (INE, n.d.)) representavam 99,9% do total das empresas do país e empregavam 78% do pessoal ao serviço nas empresas. De acordo com a CST, existem sete eixos nesta atividade económica, sendo um deles o eixo do alojamento. No que diz respeito à dimensão das empresas de alojamento, em 2018, as microempresas predominaram (96,0% do total) e foram sucedidas pelas pequenas (2,8%), pelas médias (0,7%) e por último pelas grandes empresas, com uma percentagem residual (0,1%) (INE, 2020).

No ano de 2020, a pandemia Covid-19 teve um forte impacto na economia mundial, inclusive em Portugal. No entanto, no que se refere à atração de investimento, de acordo com Farinha e Pinto (2021) no “EY Attractiveness Survey Portugal 2021”, Portugal teve um ano excecional, diminuindo apenas 3% em relação ao ano anterior. O país, em 2019, foi o oitavo recetor de investimento direto estrangeiro (IDE) na União Europeia e, em 2020, com 154 projetos registados, entrou na lista europeia dos 10 primeiros destinos de investimento, posicionando-se como um país atrativo para o IDE (Farinha & Pinto, 2021).

Portugal, em 2021, está no Top10 dos destinos europeus mais atrativos para o investimento estrangeiro, de acordo com o estudo “Attractiveness Survey Portugal 2021” (EY), que detalha que 70% dos investidores são europeus e 30% são originários de outros países, sendo que os EUA foram o país responsável pelo maior número de projetos de IDE, seguido de Espanha, França, Alemanha, Reino Unido e Bélgica (Farinha & Pinto, 2021).

A indústria hoteleira não foi exceção e também tem sido alvo de grande investimento. Em 2019, o investimento na hotelaria atingiu 34% do investimento total nos vários setores em Portugal, mais 21 pontos percentuais do que no ano anterior (Chambel & Castro, 2019).

De acordo com Farinha e Pinto (2021), a maioria dos investidores (90%) estão confiantes de que o impacto na atratividade portuguesa, após a pandemia, durará menos de 3 anos, 50% consideram que a atratividade do país irá, nos próximos 3 anos, melhorar e 37% dos investidores estão a planear estabelecer ou expandir operações durante o ano de 2022 em Portugal (Farinha & Pinto, 2021).

Considerando a procura e as tendências de investimento, os gestores precisam de estar informados. Uma vez que a maioria das empresas em Portugal são microempresas, que pela definição do INE (n.d.) o “*volume de negócios anual ou balanço total anual não excede 2 milhões de euros*”, os empresários portugueses, de uma forma geral, não possuem capital próprio para investirem em novos projetos. Acrescentando que a disponibilidade de fundos de investimento é escassa e que a tentativa de aceder aos mesmos é precária (Bodlender, 1984), é muito importante, para as empresas que vão investir em projetos, que executem uma análise adequada, rigorosa e minuciosa de avaliação da viabilidade dos mesmos, para que estes tenham retornos e efeitos positivos a longo prazo, sem consequências diretas para quem investe e consequências colaterais na respetiva população e destino (Brown & Kwansa, 1999; Guilding & Lamminmaki, 2007).

De forma a analisar a viabilidade de projetos, existem várias práticas de *capital budgeting* (avaliação de projetos) a ter em consideração. Pela pesquisa efetuada na literatura, grande parte dos indicadores de avaliação de projetos estudados e utilizados são económico-financeiros. Este tema já é debatido na literatura há algum tempo (Batra & Verma, 2017), mas tornou-se um tema central e replicado por vários países, desde a publicação do estudo de Graham e Harvey (2001) “The theory and practice of corporate finance: evidence from the field” nos Estados Unidos da América.

No entanto, poderá ser relevante identificar outras dimensões/indicadores de avaliação (não económico-financeiras), que complementem os indicadores já utilizados para que os investidores tomem decisões mais acertadas quanto ao projeto em que irão investir e que contemplem várias áreas de análise.

## 1.2. Motivações da Investigação

De seguida, analisam-se as motivações que levaram à investigação do presente estudo. É de notar que, para além do interesse para o subsetor, o estudo também aborda temáticas de interesse pessoal para a investigadora.

Através da pesquisa inicial de reconhecimento do tema, foram encontradas lacunas existentes nas investigações realizadas nesta área, envolvendo o setor do turismo e práticas de *capital budgeting*.

- Poucas investigações centradas na indústria do alojamento turístico (Brown & Kwansa, 1999; Guilding & Lamminmaki, 2007).

Na vasta literatura existente sobre práticas/técnicas de *capital budgeting*, há poucos documentos que se centram na análise do setor do turismo, mais especificamente, do subsetor do alojamento. Na sua maioria, referem apenas o setor dos serviços ou, ainda de um modo mais geral, o setor da “não indústria”. Com este estudo, pretende-se identificar as principais práticas utilizadas nos projetos de alojamento turístico, indústria em constante crescimento em Portugal.

- Batra e Verma (2017) e Moutinho & Lopes (2010) afirmam que há muito tempo que as técnicas de *capital budgeting* na vertente financeira são estudadas, no entanto, não são tidas em conta outras áreas de impacto. Poucas investigações se focam nas práticas de *capital budgeting* não económico-financeiras.

A extensa literatura existente relacionada com técnicas de avaliação da viabilidade de projetos de investimento, que apoiam a tomada de decisão de quem investe, aborda essencialmente práticas económico-financeiras, que apenas avaliam a sustentabilidade económica do projeto. No entanto, as decisões de investimento não devem ser tomadas apenas de acordo com análises económicas, uma vez que estas não avaliam tudo o que envolve a sustentabilidade de um projeto (Batra & Verma, 2017; Moutinho & Lopes, 2010). Nesta investigação, serão estudados os indicadores mais importantes/utilizados de avaliação da viabilidade não económico-financeira, que complementam os primeiros.

- Disparidade entre a prática e a teoria (Andrés et al., 2015; Bennouna et al., 2010)

Alguns autores afirmam que a teoria aponta para o uso de técnicas de *capital budgeting* simples, sofisticadas e avançadas. No entanto, realizaram-se estudos semelhantes em vários países e tem-se vindo a perceber que, dependendo de certas características, os investidores/CFOs utilizam práticas diferentes às que são abordadas em estudos na investigação do tema (Andrés et al., 2015; Bennouna et al., 2010). A possibilidade de existência de disparidades entre os conceitos teóricos e o que realmente os investidores utilizam será alvo de estudo nesta investigação.

### **1.3. Metodologia, pergunta de investigação e objetivos**

Com esta investigação, pretende-se identificar e analisar as principais técnicas, tanto económico-financeiras como não económico-financeiras, de avaliação da viabilidade de projetos de investimento e identificar que outras técnicas podem ser acrescentadas ao processo de *capital budgeting*, no caso específico do subsetor do alojamento turístico em Portugal. Para tal, adotou-se uma metodologia baseada numa análise qualitativa exploratória, devido à pouca investigação realizada na indústria do alojamento turístico, com recurso à realização de uma revisão sistemática da literatura e de entrevistas exploratórias semiestruturadas.

A presente investigação está centrada nas respostas, que serão abordadas ao longo do documento, à seguinte questão:

#### **Quais são as dimensões/indicadores de avaliação de viabilidade (técnicas de *capital budgeting*) de projetos de alojamento turístico em Portugal?**

Na sequência da questão apresentada e decorrente da vertente qualitativa deste estudo, colocam-se os seguintes pressupostos de investigação:

- A avaliação de projetos de investimento é considerada importante?

- Será que a avaliação de projetos tem impactos negativos?
- Em Portugal, utilizam-se todos os indicadores económico-financeiros referidos na teoria?
- Os indicadores não económico-financeiros utilizam-se na prática?
- Será que os alojamentos mais pequenos são avaliados com indicadores diferentes dos alojamentos maiores?
- O *background* académico do investidor/gestor tem influência na utilização de diferentes indicadores?

De forma a responder à questão inicialmente colocada, apontam-se os seguintes objetivos gerais para esta investigação:

- Identificar as dimensões/indicadores de análise de viabilidade de projetos de alojamentos turísticos identificadas pelos autores e utilizadas pelos investidores;
- Identificar quais as dimensões/indicadores de análise de viabilidade que podem ser acrescentados aos que já existem na literatura.

Paralelamente, foram definidos os seguintes objetivos específicos, motivados pela revisão de literatura e por outros dados secundários:

- Conhecer as empresas do setor do alojamento turístico em Portugal;
- Contextualizar e analisar a importância de avaliar a viabilidade de projetos de investimento;
- Sistematizar os indicadores de *capital budgeting* identificados na literatura;
- Sistematizar os indicadores de *capital budgeting* identificados na literatura no setor do Turismo;
- Conhecer a perceção que os investidores/peritos/consultoras/entidades do turismo têm sobre indicadores de avaliação de alojamentos turísticos;

- Compreender que indicadores/técnicas são utilizados e o grau de pertinência que lhes é atribuída;
- Identificar se os indicadores abordados na literatura são os que os gestores/investidores utilizam aquando da prática de avaliação de projetos de investimento;
- Identificar as características que influenciam a utilização diferenciada de indicadores/técnicas de *capital budgeting*.

#### **1.4. Estrutura da Investigação**

O presente estudo encontra-se dividido em duas vertentes: a teoria e a prática. A componente teórica inclui a Revisão da Literatura, complementando-se com a componente prática de recolha e análise de dados, realizada através de entrevistas exploratórias. Está dividido em cinco capítulos, sendo que o primeiro capítulo serve de introdução a todo o estudo apresentado.

No Capítulo 2 é abordado, de uma forma aprofundada, o estado da arte do tema em questão. O segundo subcapítulo, deste Capítulo 2, apresenta uma breve caracterização do subsetor do alojamento turístico em Portugal, identificando os indicadores mais relevantes entre os anos de 2018 a 2020. O ano que será analisado é 2019, por ser o ano completo anterior ao início desta investigação e se destacar dos outros já que é o ano com os melhores resultados de sempre no setor do turismo em Portugal.

O terceiro subcapítulo contempla uma breve contextualização da avaliação de projetos de investimento e refere a sua importância tanto no setor do Turismo como em qualquer outro.

No quarto subcapítulo, foi elaborada uma Revisão Sistemática da Literatura sobre as técnicas de *capital budgeting* utilizadas nas micro, pequenas, médias e grandes empresas, tanto dos países desenvolvidos como dos países em desenvolvimento, para avaliar a

viabilidade de projetos, identificadas nos artigos publicados desde 2016 até 2021 na base de dados Scopus.

No quinto subcapítulo, são abordados os indicadores de *capital budgeting* económico-financeiros encontrados na literatura existente e as características das empresas e dos empresários que remetem para uma utilização diferenciada dos mesmos. São mencionadas, também, as técnicas de *capital budgeting* não económico-financeiras, para todos os setores de atividade existentes na literatura, e são referidos os indicadores de avaliação da viabilidade de projetos utilizados, especificamente, no subsector do alojamento turístico, tema deste trabalho.

O Capítulo 3, da Metodologia, apresenta os procedimentos metodológicos utilizados para a realização da Revisão Sistemática da Literatura e para a recolha e análise dos dados obtidos. Neste projeto, foi apenas utilizado um instrumento de recolha de dados – as entrevistas exploratórias com guião semiestruturado. Para além da descrição do instrumento de recolha de dados, também foi descrito o processo de definição das entidades a entrevistar e o processo de tratamento das respostas obtidas através do *software* NVivo.

No Capítulo 4 é feita a análise dos dados obtidos através das respostas às questões colocadas nas entrevistas exploratórias realizadas e são discutidos os resultados à luz da literatura existente, de forma a responder aos pressupostos de investigação.

No último capítulo, Capítulo 5, são identificadas as conclusões gerais associadas à questão, aos objetivos gerais e objetivos específicos da investigação, a síntese dos principais contributos, as limitações encontradas e as perspetivas para investigações futuras.

## **CAPÍTULO 2 | REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1. Introdução**

A Revisão da Literatura, e a consequente identificação do estado da arte de qualquer tema é, de extrema relevância para qualquer trabalho científico, para se possa avançar na investigação realizada, ao invés de estagnar.

Assim, vai ser realizada, neste capítulo, uma identificação do que é dito na literatura sobre as técnicas de *capital budgeting* utilizadas na avaliação da viabilidade de investimentos e sobre a indústria do alojamento turístico em Portugal.

Desta forma, a investigação teórica apresentada foca-se em quatro principais temáticas: caracterização e desempenho do subsetor do alojamento turístico em Portugal, entre os anos de 2018 a 2020 (do pré ao pós pandemia da Covid-19); contextualização e importância da avaliação de projetos de investimento; revisão sistemática da literatura; dimensões de avaliação e respetivos indicadores de viabilidade de projetos (no geral) e de projetos de alojamentos turísticos (em particular).

### **2.2. Caracterização da indústria do alojamento turístico em Portugal**

Tal como já foi referido anteriormente, um dos subsectores do Turismo é o alojamento. Este eixo é o que se encontra em análise neste estudo. Sendo assim, a revisão da literatura inicia-se com a caracterização atualizada do subsetor, permitindo fazer o ponto da situação em que se encontra a indústria do alojamento turístico, desde 2018 até à atualidade. Serão apresentadas as dimensões e as tipologias dos alojamentos em Portugal, a distribuição geográfica dos estabelecimentos pelo país, e a caracterização económica do subsetor.

Devido à pandemia Covid-19, o ano essencial de análise será 2019, pois é o ano em que o turismo atingiu os resultados mais elevados na transversalidade dos indicadores, sendo 2018 e 2020 os anos de comparação e de perceção da evolução da indústria em estudo. Como esta investigação se iniciou em 2020, o ano completo anterior de análise foi 2019.

### 2.2.1. Dimensão e tipologia dos alojamentos

De acordo com o Decreto-Lei n.º 80/2017, publicado no Diário da República a 30 de junho de 2017, o alojamento turístico em Portugal divide-se em dois grupos: empreendimentos turísticos e alojamento local. No seu conceito, os empreendimentos turísticos integram estabelecimentos hoteleiros (hotéis, hotéis-apartamento e pousadas), aldeamentos turísticos, apartamentos turísticos, empreendimentos de turismo de habitação, empreendimentos de turismo no espaço rural e parques de campismo e caravanismo (Assembleia da República, 2017). Nesta investigação foi retirada a análise dos parques de campismo e caravanismo. O alojamento local também integra outras modalidades, no entanto, irá ser estudado no seu conjunto.

De acordo com os dados do INE, em Portugal, no subsetor do alojamento turístico, destaca-se uma tipologia de alojamento: o alojamento local, que corresponde a, aproximadamente, 47% do total dos alojamentos em 2019. Esta tipologia é seguida pelos alojamentos de turismo no espaço rural e de habitação e pelos hotéis. A tipologia que menos existe em Portugal é Pousadas/Quintas da Madeira (Tabela 1).

Tabela 1: N.º de alojamentos turísticos por tipologia em Portugal de 2018 a 2020

Estabelecimentos	2018	2019	2020
	N.º	N.º	N.º
Hotéis	1400	1449	1205
Hotéis-apartamentos	152	157	119
Pousadas/Quintas da Madeira	46	46	19
Apartamentos turísticos	211	215	171
Aldeamentos turísticos	56	56	55
Alojamento local	3534	3223	2240
Turismo no espaço rural e de habitação	1469	1687	1374
Total	6868	6833	5183

Fonte: Adaptado de INE (2021)

Das tipologias acima referidas, os hotéis são os mais escolhidos pelos turistas quando pernoitam em Portugal, pois, pelos dados do INE, existe um maior número de dormidas em hotéis (59,6% das dormidas em 2019), sendo o alojamento local o segundo tipo mais escolhido (14,5%, em 2019), seguido dos hotéis-apartamento (11,3%), como é possível observar no gráfico 1.

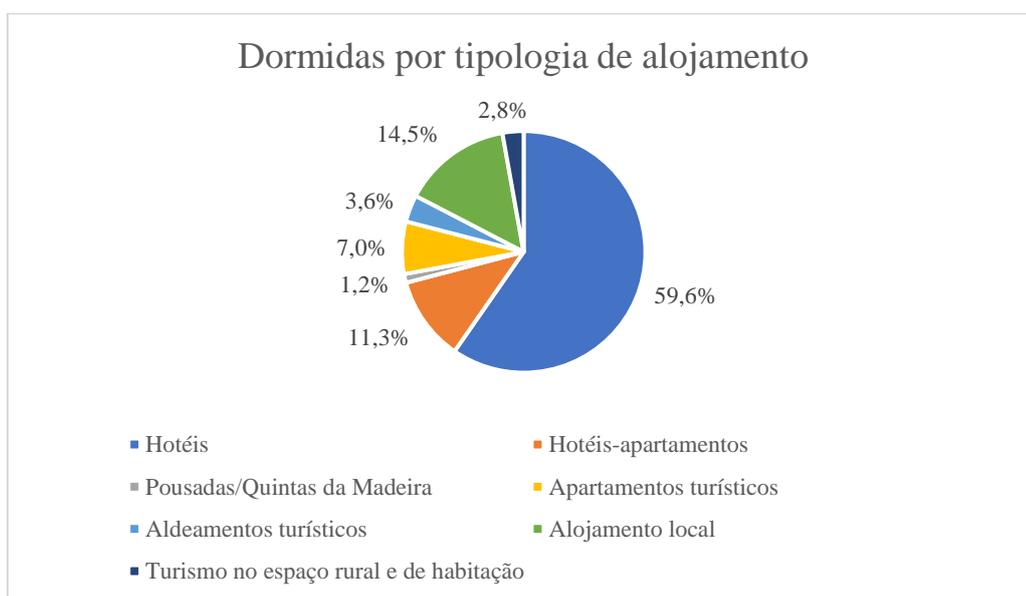


Gráfico 1: Dormidas por tipologia de alojamento em Portugal em 2019

Fonte: Adaptado de INE

Em Portugal, os setores que mais sentiram o impacto da pandemia Covid-19, devido ao encerramento das fronteiras e às restrições de circulação, foram o turismo e a hotelaria. De acordo com o Instituto Nacional de Estatística, em 2020, houve uma queda de 61% de hóspedes e uma diminuição de 63% em dormidas, comparando com 2019. Passaram 27 anos desde a última vez que tinha sido atingido um número tão baixo (Farinha & Pinto, 2021).

### **2.2.2. Distribuição geográfica no país**

Tendo em conta as tipologias de alojamento turístico apresentadas anteriormente, nesta subsecção pretende-se apresentar geograficamente a distribuição dos alojamentos pelo país lusitano.

A tabela 2 resume, por NUTS II, o número de alojamentos por tipologia que cada uma das sete regiões portuguesas possui em 2019. De destacar, pelos dados do INE, que as unidades de alojamento local são maioritárias na área metropolitana de Lisboa, correspondendo a cerca de 69% do alojamento na região, e no Norte (cerca de 41% do alojamento na região). A tipologia de hotel está em maioria no Norte (26% dos hotéis encontram-se nesta região) e no Centro (com 24% das unidades hoteleiras do país). Os alojamentos de Turismo no espaço rural e de habitação encontram-se maioritariamente no Norte (cerca de 38% desta tipologia) e no Centro, em que aproximadamente 24% da tipologia está registada nesta região de Portugal.

Pela análise dos dados da tabela 2, também é possível constatar que o Algarve se destaca por ser a região com maior número de hotéis-apartamentos (49%), apartamentos turísticos (60%) e aldeamentos turísticos (63%) e que as Pousadas/Quintas da Madeira encontram-se em maior número na Região Autónoma da Madeira (24%). A região do Norte é a NUTS II com maior concentração de alojamentos turísticos no país (26% dos alojamentos), seguida da do Centro (20%).

Tabela 2: Estabelecimentos de alojamento turístico (N.º) por localização geográfica (NUTS 2 - 2013) e tipologia, em 2019

	Hotéis	Hotéis-apartamentos	Pousadas/Quintas da Madeira	Apartamentos turísticos	Aldeamentos turísticos	Alojamento local	Turismo no espaço rural e de habitação	Total
<b>Norte</b>	380	8	9	17	5	725	641	1785
<b>Centro</b>	349	10	8	9	5	584	400	1365
<b>Área Metropolitana de Lisboa</b>	291	19	4	18	6	794	23	1155
<b>Alentejo</b>	102	8	9	9	4	266	355	753
<b>Algarve</b>	164	77	3	130	35	478	103	990
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	75	4	2	19	0	196	108	404
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	88	31	11	13	1	180	57	381
<b>Total</b>	1449	157	46	215	56	3223	1687	6833

Fonte: Adaptado do INE (2021)

No entanto, analisando a capacidade de alojamento nos estabelecimentos de alojamento turístico nas mesmas regiões (número máximo de indivíduos que os estabelecimentos podem alojar num determinado momento ou período, sendo este determinado através do número de camas existentes e considerando como duas as camas de casal), através dos dados do INE, observa-se que a região do Algarve é a que apresenta uma maior capacidade para albergar turistas, em 2019, com 30% da capacidade de alojamento do país (tabela 3).

Tabela 3: Capacidade de alojamento (N.º) nos estabelecimentos de alojamento turístico por localização geográfica (NUTS - 2013) e Tipologia, em 2019

	Hotéis	Hotéis-apartamentos	Pousadas/Quintas da Madeira	Apartamentos turísticos	Aldeamentos turísticos	Alojamento local	Turismo no espaço rural e de habitação	Total
<b>Norte</b>	43429	934	704	771	303	18463	9383	73987
<b>Centro</b>	37739	1355	734	597	1254	15875	6119	63673
<b>Área Metropolitana de Lisboa</b>	58489	3876	575	2089	1145	25682	318	92174
<b>Alentejo</b>	8441	...	674	1254	...	5771	6459	25941
<b>Algarve</b>	45428	29343	328	28334	14330	14392	1887	134042
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	9826	...	...	1008	0	3210	1264	15791
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	21409	...	...	1342	...	4604	1153	37549
<b>Total</b>	224761	35508	3015	35395	17032	87997	26583	443157

Fonte: Adaptado do INE

A Área Metropolitana de Lisboa é a que possui maior disponibilidade de camas em hotéis (26% das camas de hotel no país), seguida do Algarve (20%); em relação à capacidade de alojamento em Alojamento local, continua a destacar-se a Área Metropolitana de Lisboa (29% da capacidade de AL no país), seguida da região Norte (21%); e no que se refere ao Turismo no espaço rural e de habitação existe uma maior capacidade para albergar turistas no Norte (35%), seguido do Alentejo (24%) e da região Centro (23%).

### 2.2.3. Caracterização económica do subsector

De forma a clarificar o impacto que a indústria do alojamento turístico tem em Portugal, nesta subsecção irão ser apresentados alguns indicadores de vertente económica, destacando o ano de 2019. De acordo com o Instituto Nacional de Estatística, em 2019 foi atingido o maior valor de VAB gerado pelo Turismo em Portugal, em proporção do VAB total nacional, com 8,4% (Tabela 4).

Tabela 4: VAB gerado pelo turismo em proporção do VAB total (Base 2016 - %); em 2018, 2019, 2020

Ano	VAB gerado pelo turismo em proporção do VAB total
2020	4,6%
2019	8,4%
2018	8,0%

Fonte: Adaptado do INE

De acordo com um estudo realizado pela *Colliers International – Hotel Market Report 2019* - em 2019, houve um investimento na hotelaria de 34%, em Portugal, contrastando com o investimento hoteleiro de 8%, na Europa no mesmo ano (Gráfico 2). Em 2018, Portugal, em investimento hoteleiro tinha apresentado uma percentagem de apenas 13% e em 2017 uma percentagem de 5%, denotando-se assim o crescimento repentino da indústria hoteleira neste país (Chambel & Castro, 2019).

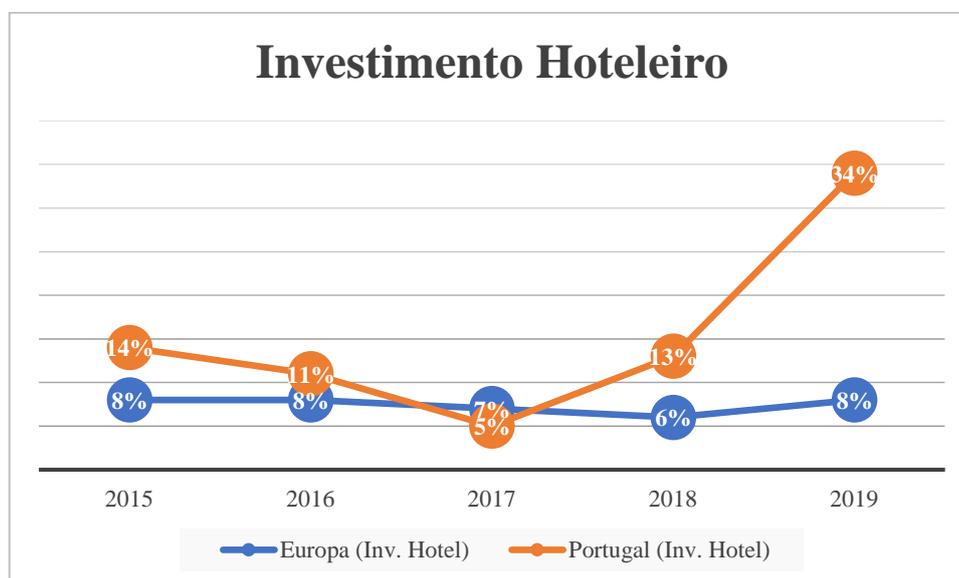


Gráfico 2: Investimento hoteleiro em Portugal e na Europa (% do total)

Fonte: Adaptado de *Hotel Market Report 2019* elaborado pela *Colliers International*

De acordo com as respostas dos principais *players* da indústria hoteleira apresentadas no “Atlas da Hotelaria 2020” produzido pela Deloitte (2020, p. 28), as principais fontes de investimento na hotelaria em Portugal são as indicadas a seguir (dentro de parêntesis são indicadas as percentagens dos *players* interrogados que referiram aquela fonte de investimento): *Private Equity*/ Capital de Risco (50%); Grupos hoteleiros internacionais (50%); Sociedades gestoras de fundos (31%); Investidores institucionais (19%); Fundos de pensões (6%); Companhias de seguros (6%); Fundos soberanos (0%).

No mesmo estudo, a Deloitte (2020, p. 28) apresenta os principais riscos para a indústria hoteleira portuguesa nos próximos 5 anos, com base na opinião dos principais *players* da indústria: Aumento da oferta de produtos alternativos (56%); Mão-de-obra qualificada (50%); Crescimento dos mercados concorrentes (44%); Crescimento da economia (31%); Legislação laboral (19%); Outro (19%).

No contexto europeu, a Deloitte (2020, p. 31) apresenta os cinco principais riscos associados à Indústria hoteleira, nos próximos 5 anos, por ordem decrescente de importância: “Crescimento da economia; “*Black and grey swans*”; Ataques terroristas; Tensão política; Relação entre a população local e turistas (“*overtourism phenomenon*”)”. Expõe, ainda, no mesmo documento, os cinco principais desafios para a mesma indústria, nos próximos 5 anos, por ordem decrescente de importância (Deloitte, 2020, p. 31): “Capacidade de retenção de recursos humanos qualificados; Capacidade de atração e fidelização de clientes (*millennials*); Oportunidade de crescimento (aumento da margem operacional); Oportunidade de investimento na Europa; Capacidade de adaptação a novas tecnologias”.

No que diz respeito aos proveitos totais nos estabelecimentos de alojamento turístico, por localização geográfica e tipologia de alojamento turístico, em 2019, através dos dados apresentados pelo INE, em Portugal, a tipologia de alojamento Hotéis foi a que apresentou proveitos totais mais elevados (69% dos proveitos em alojamento no país) seguida da dos Hotéis-apartamentos com cerca de 10% dos proveitos (Tabela 5). A Área Metropolitana de Lisboa e o Algarve foram as regiões que se destacaram nos proveitos totais dos estabelecimentos de alojamento turístico.

Tabela 5: Proveitos totais nos estabelecimentos de alojamento turístico por Localização geográfica (NUTS - 2013) e Tipologia, em 2019

	Hotéis	Hotéis-apartamentos	Pousadas/Quintas da Madeira	Apartamentos turísticos	Aldeamentos turísticos	Alojamento local	Turismo no espaço rural e de habitação	Total
<b>Norte</b>	497346	7415	15716	4771	2323	79877	35487	642935
<b>Centro</b>	257197	8981	9303	2806	8216	44900	24011	355414
<b>Área Metropolitana de Lisboa</b>	1100463	60706	18474	22224	14927	153362	2036	1372192
<b>Alentejo</b>	79108	...	9273	4774	...	16697	32328	174956
<b>Algarve</b>	667535	239234	6232	136441	104487	60151	11666	1225746
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	93996	...	...	6740	0	8410	4193	117115
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	280587	...	...	5309	...	18238	8989	407457
<b>Portugal</b>	2976234	417886	79683	183065	138602	381634	118711	4295814

Fonte: Adaptado do INE

Em relação ao pessoal ao serviço nos estabelecimentos hoteleiros, por NUTS II, de acordo com o INE, em 2018 (últimos dados disponíveis), a região do Algarve é a que se destaca com 29% das pessoas ao serviço nos estabelecimentos hoteleiros no país (21 328 pessoas). A Área Metropolitana de Lisboa e o Norte precedem as anteriores, com 23% (16 810) e 15% (10 700) do total das pessoas ao serviço de estabelecimentos hoteleiros em Portugal, respetivamente (Gráfico 3).

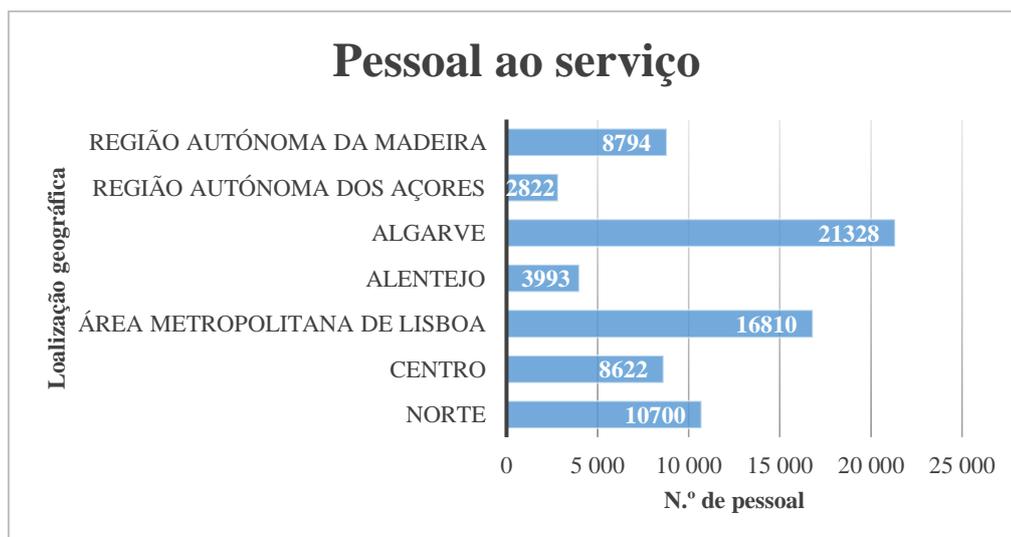


Gráfico 3: Pessoal ao serviço (N.º) nos estabelecimentos hoteleiros por localização geográfica (NUTS - 2013), em 2018

Fonte: Adaptado do INE

### 2.3. Contextualização/ Importância da avaliação de projetos

Ao processo que se usa para decidir questões relativas a investimentos nos ativos de uma organização, a longo prazo, denomina-se *capital budgeting*. De uma forma geral, o conceito refere-se à ideia de que o capital ou os fundos a longo prazo, angariados pelas empresas, são utilizados para investir em ativos que permitirão à empresa criar valor económico no futuro. Muitas vezes, os fundos angariados para investir em tais ativos não são ilimitados, nem estão infinitamente disponíveis. Assim, a empresa deve planear a forma como estes fundos são investidos (Neelakantam, 2015).

Na perspetiva de Latimer (1980, p. 30), pode-se definir um ‘projeto’ como: “*a decisão e as suas consequências de utilizar recursos escassos para atingir um fim definido*”. Como os recursos são escassos, o investidor deve assegurar-se de que as receitas são superiores aos custos e de que o projeto que estão a escolher é o melhor dentro das limitações dadas.

A decisão de investimento de capital em projetos (*capital budgeting*) é uma das áreas de gestão financeira mais importante e complexa em qualquer tipo de empresa, seja ela pequena, média, grande ou mesmo multinacional (Egbide et al., 2013). Para Al-Mutairi et al. (2018), o processo de *capital budgeting* é um mecanismo de planeamento utilizado pelas empresas que serve para apoiar a tomada de decisões aquando da avaliação de como alocar recursos a diversos projetos de investimento. Os recursos têm de ser estrategicamente alocados a projetos viáveis, de forma a alavancar o potencial de *cash flow* do investimento (Egbide et al., 2013).

A qualidade desta decisão requer aptidões e competências, uma vez que determina não só a tomada de outras decisões consequentes, como também o sucesso e a rentabilidade futura da organização (Egbide et al., 2013; Neelakantam, 2015; Wnuk-Pel, 2014). Kengatharan (2016, p. 17) declara que o “*capital budgeting* é a coluna vertebral da gestão financeira”. Decisões acertadas permitem gerir a mudança estratégica de uma empresa e sustentar o seu desempenho por períodos superiores a um ano, pois projetos viáveis poderão criar benefícios que irão ajudar as empresas a obter receitas ou a reduzir custos futuros (Michelon et al., 2020).

Considera-se como decisões de investimento de capital, entre outras, as seguintes: “aquisições, investimento em novas instalações, desenvolvimento de novos produtos, aplicação de novas tecnologias, adoção de novos processos empresariais, ou alguma combinação destes” (Emmanuel et al., 2010, p. 477).

Para Latimer (1980, p. 30), planear um projeto “é uma filosofia, um hábito induzido de avaliar cada despesa de recursos com vista às alternativas, ao calendário e aos efeitos dos sistemas”. A utilização de técnicas de *capital budgeting* permite que os gestores não façam investimentos apenas porque os resultados indicam que os projetos serão rentáveis, mas também porque serão necessários para a continuidade e a competitividade da organização, ou seja, devem estar em conformidade com objetivos maiores, para além do lucro pontual do projeto (Souza et al., 2016).

De acordo com Pandey (2005) (cited by Egbide et al., 2013) e Egbide et al (2013), existem cinco razões que explicam o motivo pelo qual a avaliação das decisões de investir num projeto são importantes.

Em primeiro lugar, a decisão de investimento de capital influencia significativamente a taxa de crescimento de uma organização, isto é, as consequências de uma má decisão de investimento, para a entidade investidora, podem causar um impacto muito negativo, especialmente para empresas com baixa capacidade para aguentar resultados adversos ou enormes perdas, como as PME's. Uma decisão de investimento inadequada, insuficiente ou um sobreinvestimento pode estrangular a empresa e torná-la não competitiva.

Em segundo lugar, essas decisões requerem, normalmente, grandes quantias de fundos, o que torna imperativo que determinem a melhor forma de angariar e reembolsar estes fundos e que se realize uma avaliação muito cuidada da viabilidade do projeto (Egbide et al., 2013).

A terceira razão resume-se ao facto de que é difícil prever o futuro, logo é arriscado comprometer fundos durante um longo período de tempo. Desta forma, torna-se necessário que os projetos sejam avaliados em termos de risco e retorno.

Em quarto lugar, a maioria das decisões tem um carácter irreversível, pois existe dificuldade em encontrar um mercado de segunda mão para os bens de capital adquiridos, e requerem um compromisso a longo prazo. Por fim, observa-se que estas decisões são as mais complexas de tomar, tanto em termos de incertezas em relação às estimativas de fluxo de caixa futuro, bem como em relação aos impactos sociais, tecnológicos, económicos e políticos nas estimativas, não esquecendo que o *timing* das decisões de *capital budgeting* é importante. Quando são angariados grandes montantes de fundos, as empresas devem prestar muita atenção aos mercados financeiros, pois o custo do capital está diretamente relacionado com a taxa de juro atual (Egbide et al., 2013; Neelakantam, 2015).

Como nos vários setores económicos, o desenvolvimento na indústria do turismo envolve, necessariamente, uma despesa de tempo, esforço e dinheiro e antecipa um retorno desse investimento, compreendendo componentes financeiras, económicas e sociais. Dependendo da natureza da organização (ou organizações) investidora, o significado de uma ou mais destas componentes irá predominar (Kendell, 1982). Nesta indústria, a abordagem de planeamento de projetos tenta incutir uma análise quantitativa, ou, pelo menos, uma análise baseada na avaliação prévia de todas as alternativas e consequências (Latimer, 1980).

Desta forma, o cálculo de estimativas precisas dos custos de financiamento do alojamento é essencial para determinar se um projeto proposto é viável ou não. Além disso, a estimativa incorreta dos custos de financiamento pode resultar na apresentação de propostas pouco sensatas por parte de potenciais investidores no alojamento - quer proponham preços demasiado baixos ou demasiado altos. Mesmo ligeiras flutuações ascendentes ou descendentes nas taxas de juros hipotecárias podem ter um efeito substancial no pagamento do serviço da dívida. Por essas razões, as partes interessadas no investimento devem esforçar-se por avaliar com precisão os custos de financiamento de um alojamento (O'Neill, 2000).

Para este processo de *capital budgeting* existe uma grande variedade de técnicas disponíveis para os investidores/gestores utilizarem (Andrés et al., 2015). Vários estudos identificaram que os investidores não utilizam todos os mesmos indicadores e que há uma diferença significativa entre os que usam práticas mais simples e os que usam práticas sofisticadas e avançadas apresentadas na literatura, identificando assim uma lacuna entre a prática e a teoria (“*theory-practice gap*”). Alguns estudos sugerem que existem características inerentes às empresas e ao perfil dos investidores/gestores que influenciam a utilização de diferentes práticas de *capital budgeting* (Andrés et al., 2015; J. Graham & Harvey, 2001; Hermes et al., 2007).

## **2.4. Revisão Sistemática da Literatura**

De acordo com Michelin et al. (2020, p. 3), “*uma revisão sistemática é um meio de avaliar e interpretar toda a investigação disponível relevante para uma questão de investigação, área temática, ou fenómeno de interesse*”. Essa revisão tem como principal objetivo avaliar um tema de investigação, utilizando uma metodologia o mais fiável e rigorosa possível (Michelon et al., 2020).

Assim, este subcapítulo pretende identificar as principais investigações na temática em análise, de forma a cumprir o objetivo do presente estudo: identificar as dimensões/indicadores de análise de viabilidade de projetos de alojamentos turísticos identificadas pelos autores.

Para tal, foi elaborada uma Revisão Sistemática da Literatura sobre as técnicas de *capital budgeting*, utilizadas nas micro, pequenas, médias e grandes empresas, tanto dos países desenvolvidos como dos países em desenvolvimento, para avaliar a viabilidade de projetos, identificadas nos artigos publicados desde 2016 até 2021 na base de dados Scopus.

O processo de Revisão de Literatura iniciou-se com a definição da utilização de apenas uma base de dados científica: a Scopus.

Após algumas pesquisas exploratórias do tema, foram definidas duas palavras-chave para a pesquisa dos artigos na base de dados:

- *capital budgeting*
- practice\*

Estas palavras-chave foram introduzidas no painel de pesquisa da Scopus da seguinte forma: “*capital budgeting*” AND “practice\*”.

A pesquisa foi realizada no início da investigação em janeiro 2021 e novamente em setembro de 2021. Desta segunda vez, verificou-se a adição de novos artigos que foram incorporados na análise.

Pesquisando na Scopus estas palavras-chave com a definição “Article title, Abstract, Keywords”, obtiveram-se 312 documentos.

De forma a reduzir o número de artigos para analisar na Revisão Sistemática da Literatura, definiram-se alguns critérios de limite utilizando as opções dadas pela Scopus. A pesquisa foi limitada a:

- Documentos escritos em língua inglesa;
- Documentos nas áreas de estudo *Business, Management and Accounting; Economics, Econometrics and Finance; Social Sciences; Decision Sciences;*
- Documentos na tipologia de artigos e de capítulos de livros.

Com estes limites, foram obtidos 229 documentos. Uma vez que o número era elevado, optou-se por analisar os títulos, resumos e palavras-chave dos 229 documentos, apenas aproveitando aqueles que, de alguma forma, referissem o processo de *capital budgeting* e/ou indicadores. Após esta análise, a amostra decresceu para 149 documentos.

De forma a restringir novamente este número, voltou-se a ir à base de dados Scopus e a restringir os 149 documentos através da área de estudo, escolhendo apenas os que estavam enquadrados nas áreas de *Business, Management and Accounting* e *Economics, Econometrics and Finance*. Apenas se observou a redução de 4 documentos.

Nestes 145 documentos foi encontrado, um artigo publicado em 2021, com uma revisão sistemática da literatura realizada entre os anos de 1966 e 2016, com as técnicas de *capital budgeting* registadas nos 80 artigos identificados e publicados durante esses anos. Já estando esse trabalho realizado por Siziba & Hall (2021), definiu-se complementar o estudo do mesmo analisando os documentos de 2016 até 2021 que estavam inseridos na amostra dos anteriores 145 documentos. Assim, foram identificados 33 documentos.

De seguida, decidiu-se restringir a revisão sistemática apenas a documentos na tipologia de “artigo científico” e a excluir os artigos que não identificassem indicadores/técnicas de *capital budgeting*.

Assim, foram identificados 23 artigos a analisar, incluindo o artigo dos autores Siziba & Hall (2021). Após a sua recolha, os 23 artigos foram analisados e encontraram-se os indicadores económico-financeiros, não económico-financeiros, o grau de importância atribuída pelas empresas, nos países em estudo, e as características das empresas e dos empresários que levam a uma utilização de diferentes indicadores no processo de *capital budgeting*.

Para a realização da restante revisão da literatura, partiu-se da revisão sistemática da literatura e avançou-se num processo de “*snowball*”, em que houve identificação de outros artigos através das referências dos 23 artigos iniciais. Na Figura 1 encontra-se sistematizado este processo metodológico de filtração dos artigos, indicando o seu número por fase.

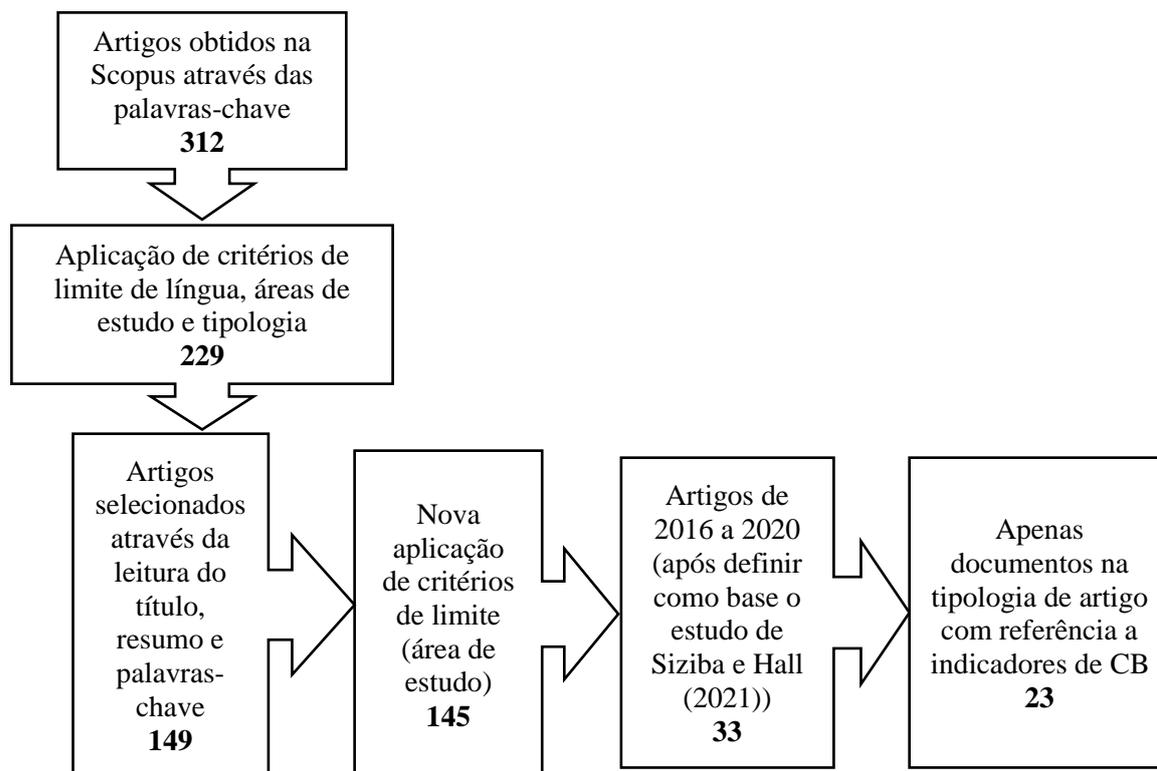


Figura 1: Resumo da metodologia utilizada na filtração dos artigos

Fonte: Elaboração própria

#### 2.4.1. Caracterização dos artigos a analisar

Nesta secção é apresentada uma análise quantitativa da base de artigos que foram selecionados que se vai focar em aspetos relacionados com a distribuição da publicação dos artigos por anos, a distribuição dos artigos por país de análise, a distribuição por tipologia de documento, a distribuição por área de estudo e a distribuição por revista em que foram publicados.

Foram selecionados 23 artigos para análise, segundo a metodologia explicada no início do capítulo 2.4 desta investigação. Relativamente à distribuição da publicação dos artigos por anos, é possível verificar, através do Gráfico 4 que, dentro dos 23 documentos selecionados, foram publicados mais artigos nos anos de 2016, 2017 e 2018, sabendo que o

ano de 2021 ainda não terminou. Em 2019 e 2020, apenas foram publicados três artigos com referências a técnicas de *capital budgeting* na avaliação de projetos de investimento.

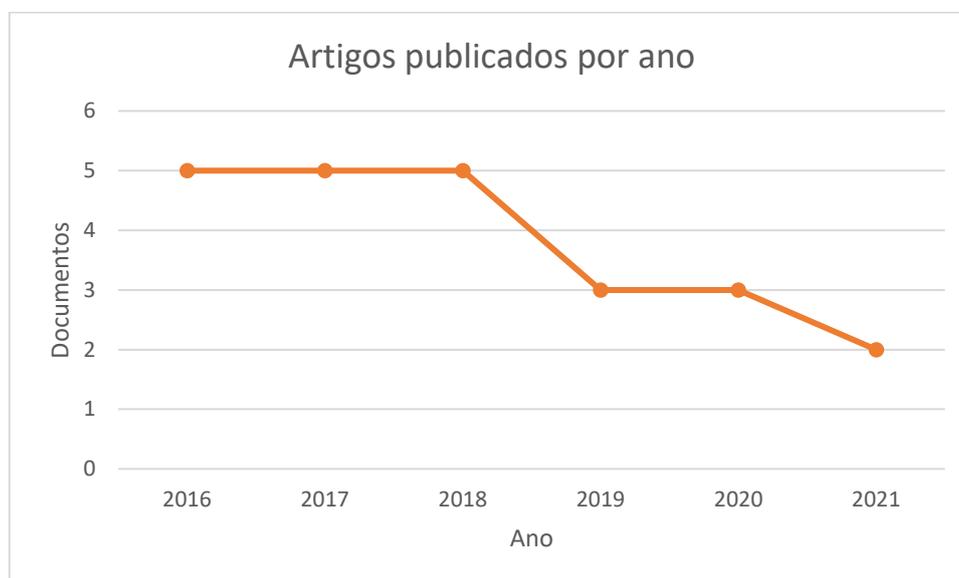


Gráfico 4: Número de artigos publicados por ano

Fonte: Elaboração própria

No que se refere à distribuição dos artigos por país de análise, é de notar que no Gráfico 5 apenas se apresentam os 10 primeiros resultados. Dos 14 países em análise, o Brasil, o Kuwait, a Sri Lanka, a Índia, a Alemanha e a Suíça são os mais estudados, dentro dos 23 artigos selecionados. Da totalidade dos países, 6 são países desenvolvidos e 8 são países em desenvolvimento, de acordo com a definição do *The World Bank* (2021), explicada no próximo subcapítulo. É também possível verificar que existem 4 artigos em que o país em estudo não é identificado, sendo artigos que analisam o tema de uma forma abrangente.

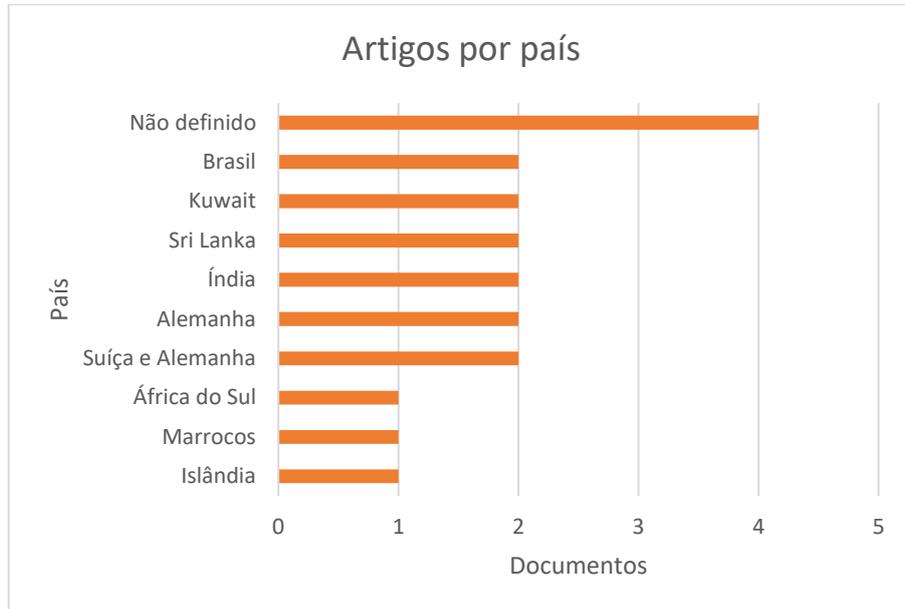


Gráfico 5: Número de documentos por país de análise

Fonte: Elaboração própria

Relativamente à distribuição por tipologia de documento, um dos critérios de seleção de documentos definidos na metodologia da revisão sistemática da literatura foi selecionar apenas documentos na tipologia de artigo científico, eliminando livros, capítulos de livros, teses, entre outros. Assim, na pesquisa elaborada na Scopus foram eliminados todos os documentos que não fossem artigos científicos. Desta forma, os 23 documentos selecionados correspondem a artigos científicos refletindo-se na percentagem de 100% apresentada no Gráfico 6.



Gráfico 6: Percentagem de documentos por tipologia

Fonte: Elaboração própria

No que se refere à distribuição dos artigos por área de estudo, é possível verificar, através do Gráfico 7, que estão distribuídos por cinco grandes áreas de estudo: Negócios, Gestão e Contabilidade; Economia, Econometria e Finanças; Ciências Sociais; Energia; e Engenharia.

Destas cinco áreas onde foram realizados estudos de indicadores de *capital budgeting*, entre os anos de 2016 e 2021, destacam-se as áreas de Negócios, gestão e contabilidade (53%) e Economia, econometria e finanças (36%), com as percentagens mais elevadas de documentos.

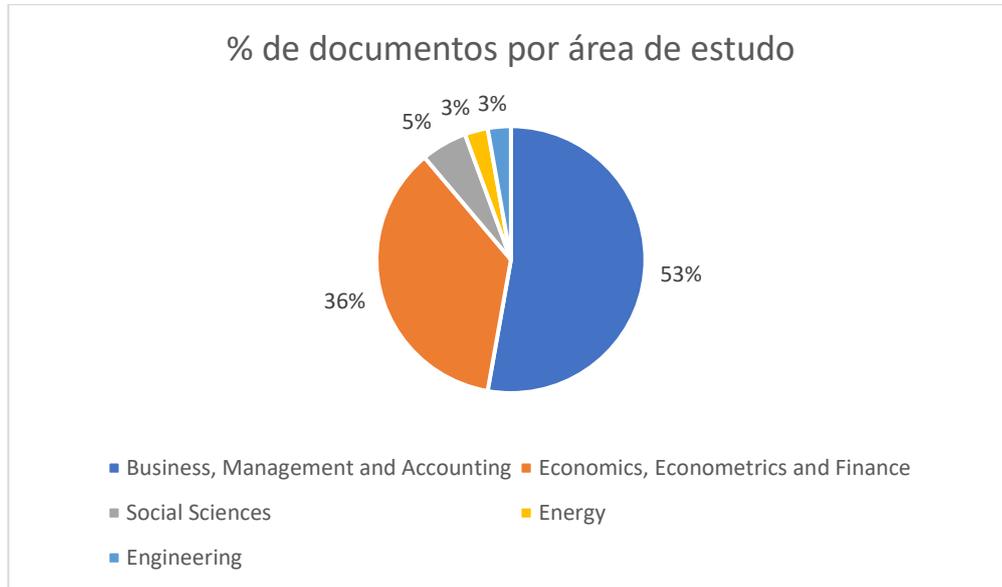


Gráfico 7: Percentagem de documentos por área de estudo

Fonte: Elaboração própria

O propósito de apresentar as revistas onde foram publicados os artigos científicos em análise é identificar as revistas que foram recetivas à investigação de práticas de *capital budgeting* e que dedicaram espaço a publicações sobre o tema em questão (Michelon et al., 2020). Observou-se que os 23 artigos selecionados foram publicados em 18 revistas diferentes. Pela Tabela 6, é possível verificar que se destaca a revista “*Managerial Finance*”, com 3 artigos, seguida dos “*International Journal of Business and Globalisation*”, “*Asian Journal of Business and Accounting*” e “*Global Business and Economics Review*”, com 2 artigos cada.

Tabela 6: Número de artigos publicados por revista

<b>Revista:</b>	<b>N.º de artigos</b>
Managerial Finance	3
International Journal of Business and Globalisation	2
Asian Journal of Business and Accounting	2
Global Business and Economics Review	2
Asian Economic and Financial Review	1
Cogent Economics and Finance	1
Contaduría y Administración	1
Corporate Ownership and Control	1
Global Finance Journal	1
IIMB Management Review	1
International Journal of Recent Technology and Engineering	1
Journal of Advances in Management Research	1
Journal of Applied Business Research	1
Journal of Asian Finance, Economics and Business	1
Journal of Banking and Finance	1
Public Budgeting and Finance	1
Qualitative Research in Accounting and Management	1
World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development	1
<b>Total de artigos</b>	<b>23</b>

Fonte: Elaboração própria

#### 2.4.2. Análise dos artigos selecionados

Após a identificação e a caracterização quantitativa dos artigos selecionados da base de dados internacional Scopus, foi realizada uma análise qualitativa, de forma a identificar os indicadores/técnicas envolvidos no processo de *capital budgeting*, o seu grau de importância e as características das empresas e dos investidores que se encontram nos 23 artigos em análise.

De modo semelhante ao que foi realizado pelos autores Siziba e Hall (2021) no seu artigo, a identificação dos indicadores referidos nos artigos encontra-se dividida por países desenvolvidos, países em desenvolvimento e África do Sul.

O grau de desenvolvimento de cada país foi atribuído de acordo com a definição do “The World Bank”. Para o Banco Mundial, o Rendimento Nacional Bruto (RNB) *per capita* (em dólares americanos, convertido a partir da moeda local utilizando o método do Atlas do Banco Mundial) é o indicador que melhor resume o nível de desenvolvimento de um país, devido à sua estreita correlação com outras medidas não monetárias de qualidade de vida, como a esperança de vida à nascença, taxas de mortalidade em criança e taxas de matrícula na escola. Assim, os países do mundo estão divididos em quatro grupos de rendimento (dados de 2020): baixo rendimento (até \$1.045), médio-baixo rendimento (\$1.046 a \$4.095), médio-alto rendimento (\$4.096 a \$12.695), alto rendimento (a partir de \$12.696) (The World Bank, 2021). Os países desenvolvidos correspondem aos países que se inserem no grupo de alto rendimento, sendo os países em desenvolvimento todos os que se encontram nos restantes grupos de rendimento.

Nas tabelas seguintes (Tabela 7, Tabela 8, Tabela 9 e Tabela 10) foram identificados os autores dos artigos selecionados para análise, o país/países em análise no artigo e os indicadores/técnicas de *capital budgeting* (CB) económico-financeiros encontrados pelos autores reconhecidos como técnicas simples, sofisticadas, avançadas (que avaliam o risco) e que estimam o *cost of capital* e o *cost of equity* (taxas de desconto), utilizadas no processo de *capital budgeting*.

Tabela 7: Técnicas de *capital budgeting* financeiras nos países desenvolvidos

<b>Autor e ano</b>	<b>País desenvolvido</b>	<b>Técnicas de CB</b>
<b>Siziba &amp; Hall, (2021): 1966-2016</b>	<b>Países desenvolvidos</b>	<b>DCF, PB, ARR, IRR, NPV, ROI, ROV</b>
Schlegel, D., Frank, F., Britzelmaier, B. (2016)	Alemanha	ROI, PB, NPV, IRR, DPB, Cost comparison, Earnings comparison, Qualitative assessment, EVA, Hurdle rates (HR)
AlKulaib, Y.A., Al-Jassar, S.A., Al-Saad, K. (2016)	Kuwait	NPV, IRR, MIRR, PB, DPP, HR, use of ratios, sensitivity analysis (SNA), value at risk (VaR), scenario analysis (SA), ROV, variable discount rate, average discount rate (ADR)
Graham, P., Sathye, S. (2018)	Indonésia e Austrália	NPV; IRR; DPB; PB; ROI; ROV; Probability analysis; Simulations; Certainty equivalents (CE); SA; Discount rate adjustment; SNA
Al-Mutairi, A., Naser, K., Saeid, M. (2018)	Kuwait	ARR, PB, NPV, PI, IRR
Khalfan, T., Sturluson, J.P. (2018)	Islândia	PB, NPV, IRR, accounting method, costing method, ROV, cost of debt, WACC, CAPM, Arbitrage Pricing Theory (APT)
Hürlimann, C., Al-Ali, J., Bengoa, D.S. (2019)	Suíça, Alemanha	IRR, NPV, SA, SNA, Equity return rate (ROE), HR, Project return rate, PB, Multiple approach, Valuing opportunities and synergy possibilities, Monte Carlo simulations, PI, ROV, VaR, WACC; CAPM; Earnings/price ratio; CE; APT
Hürlimann, C., Al-Ali, J., Bengoa, D.S.(2020)	Suíça e Alemanha	IRR, NPV, ERR, HR, project return rate, PB, SA, SNA, Monte Carlo simulations, WACC; CAPM, CE
Britzelmaier, B., Pöpplow, U., Andraschko, L. (2020)	Sudoeste da Alemanha, Baden-Württemberg	DPB, Annuity method, IRR, NPV, PB, ROI, earnings comparison, cost comparison
Kim, T., Lee, H., Park, K., Waggle, D. (2021)	Coreia do Sul	NPV, IRR, DPB, PI, HR, APV, ARR, Earnings multiple (EMA), Simulation, VaR, PB, CAPM

Fonte: Elaboração própria

A Austrália é um país desenvolvido e a Indonésia está categorizada como um país em desenvolvimento (The World Bank, 2021), no entanto, como são analisados no mesmo artigo científico, optou-se por colocar o mesmo artigo nas tabelas dos países desenvolvidos e em desenvolvimento (Tabelas 7 e 8), em simultâneo.

Tabela 8: Técnicas de *capital budgeting* financeiras nos países em desenvolvimento

<b>Autor e ano</b>	<b>País em desenvolvimento</b>	<b>Técnicas de CB</b>
<b>Siziba &amp; Hall, (2021): 1966-2016</b>	<b>Países em desenvolvimento</b>	<b>DCF, PB, ARR, IRR, NPV, ROV</b>
Souza, Lunkes (2016)	Brasil	NPV, IRR, MIRR, PI, PB, DPB, ARR, ROV, SA, SNA, Monte Carlo simulation, Decision tree, WACC, random rate, average return rate of similar projects
Batra, R., Verma, S. (2017)	Índia	PB, ARR, NPV, IRR, MIRR, HR, EMA, APV, DPB, PI, NPV adjusted with real options analysis, EVA, WACC, CAPM, SNA, SA, CE, probability theory, decision tree analysis, and Monte Carlo simulation
Lima, A.C., Da Silveira, J.A.G., Matos, F.R.N., Xavier, A.M. (2017)	Brasil	Detailed management, cost analysis, unit cost, marginal profit, IRR, cost-benefit analysis, PB, productivity index
Baker, H.K., Jabbouri, I., Dyaz, C. (2017)	Marrocos	IRR, ARR, PB, NPV, PI, DPB, APV, MIRR, ROV, SNA, SA, decision trees, Simulation analysis, Adjust the PB, Change the required return, Mathematical programming, CE, Accounting return on equity, Earning/price ratio, CAPM, Multi-factor asset pricing model,
Kengatharan, L. (2018)	Sri Lanka	PB, ARR, IRR, NPV, APV, DPB, PI, HR, EMA, SNA, VaR, ROV; Average Historical Return on Stock; CAPM, Regulatory decisions, Discounted model/ Earnings model
Graham, P., Sathye, S. (2018)	Indonésia e Austrália	NPV; IRR; DPB; PB; ROI; ROV; Probability analysis; Simulations; CE; SA; Discount rate adjustment; SNA
Kengatharan, L., Nurullah, M. (2018)	Sri Lanka	DPB, ARR, PB; Probability Analysis, SA, Adjusted RRR, IRR, Uncertainty absorption in cash flows, SNA, NPV, ROV, Game Theory Decisions, Decision Trees, CAPM
Jha, A., Arora, S. (2019)	Índia	Monte Carlo simulation, NPV, SNA, SA
Mubashar, A., Tariq, Y.B. (2019)	Paquistão	NPV, IRR, PI, HR, PB, DPB, EMA, APV, MIRR, ARR, WACC, CAPM, Cost of debt, SA, SNA, Decision tree analysis, ROV
Sarsour, W.M., Sabri, S.R.M. (2020)	Malásia	MIRR

Fonte: Elaboração própria

Como referido anteriormente, apesar da África do Sul ser considerado um país em desenvolvimento, foi apresentado numa tabela à parte (Tabela 9) de forma a estar em semelhança com o estudo apresentado no artigo do Siziba e Hall (2021).

Tabela 9: Técnicas de *capital budgeting* financeiras na África do Sul (país em desenvolvimento)

Autor e ano	África do Sul	Técnicas de CB
Siziba & Hall, (2021): 1966-2016	África do Sul	DCF, PB, ARR, IRR, NPV, ROI
Hall, J.H., Sibanda, T. (2016)	África do Sul	IRR, NPV, EVA, ARR, PI, DPB, PB, WACC

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 10 encontram-se as técnicas de *capital budgeting* apresentadas nos artigos sem identificação de país, isto é, artigos que não realizaram casos de estudo num determinado país, optando por uma investigação mais geral.

Tabela 10: Técnicas de *capital budgeting* financeiras em estudo sem identificação de país

Autor e ano	Sem identificação de país	Técnicas de CB
Siziba & Hall, (2021): 1966-2016		DCF, PB, ARR, IRR, NPV, ROI, ROV
Couch, R.B. (2016)	Sem identificação do país	PB
Lambrecht, B.M. (2017)	Sem identificação do país	Real options
Hürlimann, C., Bengoa, D.S. (2017)	Sem identificação do país	Formal risk analysis, ROV, PB, DPB, SNA, SA, Monte Carlo simulations, VaR, CE, NPV, IRR, PI, APV, ARR, Multiple approach, CAPM; Arbitrage pricing model; Multifactor model, Proxy models

Fonte: Elaboração própria

De uma forma geral, é possível observar que tanto países desenvolvidos como países em desenvolvimento utilizam os vários tipos de técnicas de *capital budgeting*: simples, sofisticadas, avançadas (que avaliam o risco) e que estimam o *cost of capital* e o *cost of equity*. De salientar que o NPV apenas não é referido/utilizado num estudo no Brasil na indústria do algodão, dando espaço a outras técnicas como a análise do custo-benefício.

No entanto, tanto países desenvolvidos como em desenvolvimento utilizam o NPV. A IRR e o PB também são amplamente reconhecidos como técnicas de CB nos dois grupos de países. O VaR é um método mais apreciado pelas empresas dos países desenvolvidos, ao contrário das técnicas que avaliam o risco de projetos de investimento (SA, SNA, *Simulations*) que são mais identificadas em países em desenvolvimento (8 em 11 artigos) do que em países desenvolvidos (4 em 9 artigos), contrariamente ao que seria de esperar, pois são técnicas mais complexas de utilizar. De forma a calcular a estimativa do *cost of capital* e do *cost of equity*, são identificados o CAPM e o WACC, respetivamente, de forma equitativa entre os dois grupos de países.

Tabela 11: Técnicas de *capital budgeting* não económico-financeiras

<b>Autor e ano</b>	<b>País</b>	<b>Técnicas não económico-financeiras de CB</b>
Graham, P., Sathye, S. (2018)	Indonésia e Austrália	Strategic and competitiveness information; Customer information; Employee information; Environmental information; Political and regulatory information; Quality information; Social and community information; Supplier and raw materials information; Synergy information
Al-Mutairi, A., Naser, K., Saeid, M. (2018)	Kuwait	Strategic planning, Social responsibilities, Employees capabilities, Employees responsibilities, Employees morale, Protecting environment, Corporate image
Batra, R., Verma, S. (2017)	Índia	Project linkage with corporate objectives and strategy; Customer market/demand analysis; availability of raw material, power and other basic amenities; availability of manpower; suitable project location; availability of suitable technology; social considerations of employee and public safety; necessity of maintaining existing product lines; need to meet competition; country interest/government direction in particular area; government regulation/legal norms, tax benefits or incentives; environmental constraints; availability of qualified managerial personnel; capacity availability

Fonte: Elaboração própria

Dos 23 artigos selecionados, apenas três, para além dos indicadores económico-financeiros, estudam os indicadores não económico-financeiros que apoiam o processo de *capital budgeting*, ao avaliar projetos de investimento (Tabela 11). Estes artigos referem-se a indicadores qualitativos que abrangem diversas áreas, nomeadamente, estratégia, social, ambiental, política, tecnológica, recursos humanos e localização/infraestruturas envolventes.

Nesta amostra conclui-se que uma percentagem alta dos autores neste período de tempo não demonstrou preocupação/interesse em incluir este tipo de análise na avaliação de viabilidade de projetos de investimento.

De seguida, foi realizada uma análise dos indicadores, por ordem de importância/ordem de utilização, nos diferentes 23 artigos científicos. Apesar de todos os documentos identificarem indicadores de *capital budgeting*, nem todos apresentam uma hierarquia dos mesmos. Assim, nas tabelas seguintes (Tabelas 12 a 16) apresentam-se as classificações identificadas pelos autores nos seus estudos, dos artigos que era possível retirar essas conclusões através da sua leitura.

Tabela 12: Técnicas de CB de Non-DCF classificadas por importância, nos artigos da R. S. Literatura

Técnica	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação	Autor(es) e ano
<b>PB</b>	mais usada	(Souza & Lunkes, 2016) (Khalfan & Sturluson, 2018) (Lima et al., 2017)	2.ª mais usada	(AlKulaib et al., 2016) (Batra & Verma, 2017) (P. Graham & Sathye, 2018)	3.ª mais usada	(Hall & Sibanda, 2016) (Baker et al., 2017) (Kengatharan, 2018) (Kengatharan & Nurullah, 2018) (Kim et al., 2021)	4.ª mais usada	(Britzelmaier et al., 2020)	5.ª a ser usada  6.ª a ser usada	(Al-Mutairi et al., 2018) (Mubashar & Tariq, 2019) (Schlegel et al., 2016)  (Hürlimann et al., 2020) (Hürlimann et al., 2019)
<b>ARR</b>	2.ª mais usada	(Baker et al., 2017)	3.ª mais usada	(Schlegel et al., 2016) (Al-Mutairi et al., 2018)	por vezes é usada	(Kengatharan, 2018) (Kengatharan & Nurullah, 2018)	raramente é usada	(Souza & Lunkes, 2016) (Hall & Sibanda, 2016) (Batra & Verma, 2017) (Mubashar & Tariq, 2019) (Kim et al., 2021)		
<b>cost comparison</b>	mais usada em PMEs	(Britzelmaier et al., 2020)	4.ª com mais relevância	(Schlegel et al., 2016)						
<b>earnings comparison</b>	3.ª mais usada	(Britzelmaier et al., 2020)	raramente é usada	(Schlegel et al., 2016)						
<b>Equity return rate/ROE</b>	3.ª a usar (frequentemente)	(Hürlimann et al., 2020) (Hürlimann et al., 2019)	Muitas vezes é usada	(Baker et al., 2017)						
<b>Project return rate</b>	4.ª a usar (frequentemente)	(Hürlimann et al., 2020)	5.ª a usar	(Hürlimann et al., 2019)						
<b>ROI</b>	mais usada	(Graham & Sathye, 2018)	2.ª a usar em PMEs	(Britzelmaier et al., 2020)	3.ª mais relevante	(Schlegel et al., 2016)				
<b>Cost-benefit ratio</b>	mais usada	(Lima et al., 2017)								

EMA	por vezes é usada	(Mubashar & Tariq, 2019)	raramente é usada	(Batra & Verma, 2017) (AlKulaib et al., 2016) (Hürlimann et al., 2019) (Kengatharan, 2018) (Kim et al., 2021)						
-----	-------------------	--------------------------	-------------------	---	--	--	--	--	--	--

Fonte: Elaboração própria

Uma vez que a maioria dos artigos categoriza as técnicas utilizadas no processo de *capital budgeting*, nesta investigação também se dividiram os diferentes indicadores em: técnicas de CB de fluxo de caixa não descontado (Non-DCF, consideradas técnicas mais simples – Tabela 12), de fluxo de caixa descontado (DCF, consideradas técnicas sofisticadas – Tabela 13), técnicas avançadas que avaliam o risco do projeto (Tabelas 14 e 15) e técnicas que estimam o *Cost of equity* e o *Cost of capital* (Tabela 16) (Batra & Verma, 2017; P. Graham & Sathye, 2018; Hürlimann et al., 2020; Kim et al., 2021; Mubashar & Tariq, 2019)

Tabela 13: Técnicas de CB de DCF classificadas por importância, nos artigos da R. S. Literatura

Técnica	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação	Autor(es) e ano
<b>NPV</b>	1.ª a usar	(Batra & Verma, 2017) (Graham & Sathye, 2018) (Al-Mutairi et al., 2018) (AlKulaib et al., 2016) (Kengatharan, 2018) (Kengatharan & Nurullah, 2018) (Kim et al., 2021) (Mubashar & Tariq, 2019) (Schlegel et al., 2016)	2.ª mais usada	(Souza & Lunkes, 2016) (Hall & Sibanda, 2016) PMEs (Hürlimann et al., 2020) (Hürlimann et al., 2019) (Khalfan & Sturluson, 2018)	3.ª mais usada	(Graham & Sathye, 2018)	4.ª mais usada (frequentemente)	(Baker et al., 2017)	raramente é usada	(Britzelmaier et al., 2020) (Lima et al., 2017)
<b>IRR</b>	1.ª a usar	(Batra & Verma, 2017) (Baker et al., 2017) (Hall & Sibanda, 2016) PMEs (Hürlimann et al., 2020) (Hürlimann et al., 2019)	2.ª mais usada	(Kengatharan, 2018) (Kengatharan & Nurullah, 2018) (Kim et al., 2021) (Mubashar & Tariq, 2019)	3.ª mais usada	(Al-Mutairi et al., 2018) (Souza & Lunkes, 2016) (Khalfan & Sturluson, 2018)	4.ª a usar	(Graham & Sathye, 2018) (AlKulaib et al., 2016)	raramente é usada	(Britzelmaier et al., 2020) (Lima et al., 2017) (Schlegel et al., 2016)
<b>DPB</b>	frequentemente é usada	(Kengatharan, 2018) (Kengatharan & Nurullah, 2018) (Mubashar & Tariq, 2019)	por vezes é usada	(Baker et al., 2017) (Britzelmaier et al., 2020) (Schlegel et al., 2016)	raramente é usada	(Batra & Verma, 2017) (Graham & Sathye, 2018) (AlKulaib et al., 2016) (Souza & Lunkes, 2016) (Hall & Sibanda, 2016) (Kim et al., 2021)				

<b>PI</b>	2.ª mais usada	(Al-Mutairi et al., 2018)	3ª a ser usada	(Mubashar & Tariq, 2019)	4.ª a ser usada (frequentemente)	(Souza & Lunkes, 2016)	por vezes é usada	(Baker et al., 2017)	raramente é usada	(Batra & Verma, 2017) (Hall & Sibanda, 2016) PMEs (Hürlimann et al., 2019) (Kengatharan, 2018) (Kim et al., 2021)
<b>APV</b>	Por vezes é usada	(Mubashar & Tariq, 2019)	raramente é usada	(Batra & Verma, 2017) (Baker et al., 2017) (Kengatharan, 2018) (Kim et al., 2021)						
<b>Hurdle rate</b>	4.ª a ser usada (frequentemente)	(Hürlimann et al., 2020) (Hürlimann et al., 2019) (Kim et al., 2021) (Mubashar & Tariq, 2019)	raramente é usada	(Batra & Verma, 2017) (AlKulaib et al., 2016) (Kengatharan, 2018)						
<b>MIRR</b>	raramente é usada	(Batra & Verma, 2017) (Baker et al., 2017) (Souza & Lunkes, 2016) (Mubashar & Tariq, 2019)								

Fonte: Elaboração própria

Pela análise das Tabelas 12 e 13 é possível observar que a técnica de non-DCF mais utilizada nos países em estudo é o *payback* (PB). A maioria dos países que referenciam esta técnica como importante a utilizar, são países em desenvolvimento e há um maior número de países que classifica o PB como a quinta técnica a ser usada no processo de avaliação de projetos.

O *accounting rate of return* (ARR) é a segunda técnica de CB non-DCF mais identificada nos estudos em análise, no entanto, é referida, maioritariamente, como sendo uma técnica raramente utilizada pelas empresas. Os restantes indicadores de CB de non-DCF são menos referidos e apresentam menor relevância na literatura em estudo, destacando-se o ROI (*return on investment*) pela sua elevada relevância nos poucos artigos em que se encontra e o *cost-benefit ratio* por ser considerado muito importante numa amostra constituída por PMEs.

As técnicas de fluxo de caixa descontado são consideradas sofisticadas. Examinando o conjunto dos indicadores em análise, observa-se que cerca de 57% dos artigos científicos analisados identificam o NPV ou o IRR como o primeiro indicador a utilizar no processo de CB, sendo o NPV o que tem mais artigos a referi-lo como o mais utilizado (Tabela 13). É de notar que, na maioria dos casos, quando o NPV é identificado como o primeiro instrumento, o mesmo artigo identifica o IRR como segundo indicador a utilizar, e vice-versa.

Aproximadamente, 52% dos autores identifica o DPB como um indicador de CB, no entanto, metade considera-o pouco relevante e raramente o utiliza. O PI é utilizado com frequência principalmente nos países em desenvolvimento, sendo que a maioria dos artigos que o referencia identificam-no como raramente utilizado pelas empresas.

Dos 23 artigos em estudo, 7 apresentam a *Hurdle rate*. Salienta-se que este indicador é mais apreciado em países desenvolvidos, sendo frequentemente utilizado, do que nos países em desenvolvimento. As técnicas de DCF, APV e a MIRR raramente são usadas no processo de *capital budgeting*, nos estudos em análise.

Tabela 14: Técnicas avançadas de CB classificadas por importância, nos artigos da R. S. Literatura

<b>Técnica</b>	<b>Classificação</b>	<b>Autor(es) e ano</b>
<b>EVA</b>	raramente é usada	(Batra & Verma, 2017) (Hall & Sibanda, 2016) (Schlegel et al., 2016)
<b>VaR</b>	raramente é usada	(AlKulaib et al., 2016) (Hürlimann et al., 2019) (Kengatharan, 2018) (Kim et al., 2021)
<b>Game theory</b>	raramente é usada	(Kengatharan & Nurullah, 2018)

Fonte: Elaboração própria

No que se refere a técnicas avançadas de CB, tal como se observa nas Tabelas 14 e 15, são na sua generalidade raramente aplicadas pelas empresas. Este facto é justificado por alguns autores com a complexidade de utilização das mesmas e a falta de conhecimento em aplicá-las. Esta tabelas apresentam os métodos de avaliação que incorporam o risco identificados pelas empresas dos países em estudo para avaliar os projetos de investimento. As técnicas avançadas menos utilizadas são a EVA, VaR, *game theory*, *decision tree analysis*, *probability theory* e *Monte Carlo simulation*. No entanto, a *Monte Carlo simulation*, no artigo dos autores Jha & Arora (2019), é considerada a técnica de CB que atualmente melhor avalia o risco de um projeto.

A análise de sensibilidade e a análise de cenários são as técnicas mais identificadas e utilizadas pelas empresas. Cerca de 43% dos estudos apontam a análise de sensibilidade como sendo a técnica de avaliação de risco no processo de CB a utilizar em primeiro ou em segundo lugar. Aproximadamente, 30% apresentam a análise de cenários como primeira ou segunda técnica a utilizar na avaliação de risco de projetos de investimento.

A avaliação de opções reais (ROV) sobressai por ser uma das técnicas avançadas mais identificada nos artigos científicos (cerca de 52% dos países identificam esta técnica). Apesar de existirem 3 países que valorizam este indicador e que o utilizam na avaliação de projetos, os restantes raramente o utilizam. No entanto, em vários destes estudos afirma-se que é uma prática que tem ganho cada vez mais expressão no mundo empresarial e que irá continuar a ganhar.

Tabela 15: Técnicas de CB avançadas mais sofisticadas classificadas por importância, nos artigos da R. S. Literatura

Técnica	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação	Autor(es) e ano
<b>Sensitivity analysis</b>	mais usada	(Batra & Verma, 2017) (Graham & Sathye, 2018) (Baker et al., 2017) (Kengatharan, 2018) (Kengatharan & Nurullah, 2018) (Kim et al., 2021)	2.ª mais usada	(Souza & Lunkes, 2016) (Hürlimann et al., 2020) (Hürlimann et al., 2019) (Mubashar & Tariq, 2019)	raramente é usada	(AlKulaib et al., 2016)		
<b>Scenario analysis</b>	mais usada	(Souza & Lunkes, 2016) (Hürlimann et al., 2020) (Hürlimann et al., 2019) (Mubashar & Tariq, 2019)	2.ª mais popular	(Batra & Verma, 2017) (Graham & Sathye, 2018) (Baker et al., 2017)	3º mais usada	(Kengatharan & Nurullah, 2018)	frequentemente usada	(AlKulaib et al., 2016)
<b>Decision tree analysis</b>	2.ª mais popular(often)	(Baker et al., 2017)	raramente é usada	(Batra & Verma, 2017) (Souza & Lunkes, 2016) (Kengatharan & Nurullah, 2018) (Mubashar & Tariq, 2019)				
<b>Probability theory</b>	2.ª mais usada	(Kengatharan & Nurullah, 2018)	raramente é usada	(Batra & Verma, 2017) (Graham & Sathye, 2018)				
<b>Monte Carlo simulation</b>	melhor forma de analisar o risco	Abhishek, Arora (2019)	frequentemente é usada	(Baker et al., 2017) (Mubashar & Tariq, 2019)	raramente é usada	(Batra & Verma, 2017) (Graham & Sathye, 2018) (Souza & Lunkes, 2016) Hurliman (Hürlimann et al., 2019) e Al-Ali e Bengoa (2020)		
<b>ROV</b>	3.ª mais usada	(AlKulaib et al., 2016)	frequentemente é usada	(Batra & Verma, 2017) (Graham & Sathye, 2018) - Indonésia	raramente é usada	(Baker et al., 2017) (Souza & Lunkes, 2016) (Hürlimann et al., 2019) (Kengatharan, 2018) (Kengatharan & Nurullah, 2018) (Khalfan & Sturluson, 2018) (Graham & Sathye, 2018) - Austrália (Kim et al., 2021) (Mubashar & Tariq, 2019)		

Fonte: Elaboração própria

O último conjunto de técnicas analisadas refere-se às taxas de desconto utilizadas na fixação da taxa mínima de retorno aceitável para um novo investimento. Na literatura académica, argumenta-se que o WACC está entre as taxas mais sofisticadas para determinar o custo do capital (Souza & Lunkes, 2016).

Tabela 16: Técnicas que estimam o *Cost of capital* e o *Cost of equity capital* que apoiam no processo de CB, classificadas por importância, nos artigos da R. S. Literatura

Área de estudo	Técnica	Classificação	Autor(es) e ano	Classificação2	Autor(es) e ano3	Classificação4	Autor(es) e ano5
Método de Taxa de desconto/ técnicas que estimam o <i>cost of capital</i>	<b>WACC</b>	mais usada	(Batra & Verma, 2017) (Baker et al., 2017) (Souza & Lunkes, 2016) (Hall & Sibanda, 2016) PMEs (Hürlimann et al., 2020) (Mubashar & Tariq, 2019)	2.ª mais usada	(Khalfan & Sturluson, 2018)		
	<b>Cost of debt</b>	mais usada	(Khalfan & Sturluson, 2018)	2.ª mais usada	(Batra & Verma, 2017)	a menos usada	(Mubashar & Tariq, 2019)
	<b>CE (certainty equivalente approach)</b>	frequentemente é usada	(Graham & Sathye, 2018) - Indonésia	raramente é usada	(Batra & Verma, 2017) (Baker et al., 2017) (Graham & Sathye, 2018) - Austrália Hurlimann e Al-Ali e Bengoa (2020)		
Técnicas que estimam o <i>cost of equity capital</i>	<b>CAPM</b>	mais usada	(Kengatharan, 2018) (Kengatharan & Nurullah, 2018) (Kim et al., 2021) (Mubashar & Tariq, 2019)	por vezes é usada	(Baker et al., 2017) (Hürlimann et al., 2020) (Khalfan & Sturluson, 2018)		

Fonte: Elaboração própria

Dos resultados obtidos na Tabela 16, infere-se que o WACC foi a escolha predominante entre os responsáveis pelo processo de *capital budgeting*, mostrando que os países em questão tendem a utilizar taxas mais sofisticadas para fixar a taxa mínima de retorno (*cost of capital*). Na mesma tabela também se analisou o método mais utilizado para calcular o custo do capital próprio (*cost of equity*), tendo sido identificado o CAPM como a técnica mais referida nos diferentes artigos científicos analisados.

Estes indicadores mais importantes, encontrados no processo de análise dos artigos científicos identificados entre 2016 e 2021, foram incluídos no instrumento de recolha de dados desta investigação: as entrevistas exploratórias.

Tabela 17: Características das empresas e dos CEOs/CFOs/investidores que influenciam a utilização diferenciada das práticas de CB

<b>Características das empresas e dos CEOs/CFOs que influenciam a utilização diferenciada das práticas de CB</b>	<b>Autor (ano)</b>
<b>EMPRESA</b>	
Dimensão da empresa (empresas maiores têm tendência a usar técnicas mais avançadas)	(Batra & Verma, 2017) (AlKulaib et al., 2016) (Kengatharan & Nurullah, 2018) (Kim et al., 2021) (Lima et al., 2017) (Mubashar & Tariq, 2019)
<b>CEO/CFO/INVESTIDOR</b>	
Educação do CEO ou CFO/background (quanto mais qualificado mais se usa e maior é a recetividade a usar técnicas avançadas)	(Batra & Verma, 2017) (AlKulaib et al., 2016) (Kengatharan & Nurullah, 2018) (Kim et al., 2021) (Lima et al., 2017) (Mubashar & Tariq, 2019)
Experiência	(AlKulaib et al., 2016) (Kengatharan & Nurullah, 2018) (Mubashar & Tariq, 2019)
Idade	(AlKulaib et al., 2016) (Kim et al., 2021) (Mubashar & Tariq, 2019)

Fonte: Elaboração própria

Em paralelo com a identificação dos indicadores económico-financeiros e não económico-financeiros, foram também identificadas as características que os artigos em análise identificaram como sendo fatores que influenciam a utilização de diferentes

indicadores por parte de quem está à frente do processo de *capital budgeting* de um novo projeto, CEOs, CFOs ou investidores.

Estas características são inerentes tanto às empresas como aos investidores. Da perspectiva das empresas, na literatura foram nomeadas as características que são identificadas mais vezes como influenciadoras na utilização de determinadas práticas de CB: Dimensão da empresa; P/E ratio (rácio preço/lucro); e Pagamento de dividendos (Kim et al., 2021; Mubashar & Tariq, 2019). Destas 3 destaca-se a dimensão da empresa como um fator que a maioria dos artigos que analisam as características influenciadoras identificam.

Na vertente de quem dinamiza o processo de *capital budgeting*, também se identificaram as características influenciadoras mais referidas na literatura: Educação/background; Experiência; Género (AlKulaib et al., 2016); Idade; Permanência no emprego atual (Kim et al., 2021; Mubashar & Tariq, 2019). A Educação/background do CEO/CFO/Investidor é a característica mais identificada pelos vários estudos que analisam o tema.

Após a análise dos 23 artigos identificados na literatura pelo processo metodológico previamente explicado, a revisão de literatura prosseguiu com a identificação de novos artigos baseada no efeito de “bola de neve”, através da análise das referências bibliográficas desta amostra inicial.

## **2.5. Dimensões de avaliação e respetivos indicadores de *capital budgeting***

No mundo empresarial da atualidade, como foi referido anteriormente, a solidez nas decisões de investimento de capital é um fator importante para a sobrevivência e sucesso das empresas investidoras (Siziba & Hall, 2021). “O sucesso e a sobrevivência futura de uma empresa dependem, em última análise, de esta tomar as suas decisões de investimento corretas” (Andrés et al., 2015).

Devido à competitividade acentuada dos negócios, as organizações deparam-se, cada vez mais, com diversas opções de investimento de capital. Tomar as decisões acertadas é essencial para que as empresas se mantenham competitivas. Como forma de identificar

objetivamente quais são os projetos em que compensa investir, as empresas usam práticas de *capital budgeting* (Neelakantam, 2015; Siziba & Hall, 2021). Estas práticas podem ser definidas como técnicas de *capital budgeting* ou critérios de avaliação que permitem avaliar a viabilidade de projetos de investimento (Al-Mutairi et al., 2018; Egbide et al., 2013).

A discussão sobre quais os métodos mais adequados a utilizar numa decisão de *capital budgeting* ou numa avaliação de projetos é tradicional na literatura. Mesmo existindo uma vasta quantidade de investigações neste sentido, ainda não existe uma solução consensual e igual para todas as áreas de estudo e todos os países, nem entre autores e gestores/investidores (Munda & Matarazzo, 2020). Munda e Matarazzo (2020, p. 1132) garantem que “pode-se afirmar com segurança que nenhuma regra de agregação “correta”, sempre aplicável em todas as estruturas de decisão, pode existir.” Kalhoefer (2010) afirma que talvez exista um método mais apropriado para determinada situação e outro mais adequado para outra.

Por muito tempo, a literatura tem enfatizado as questões financeiras na avaliação de viabilidade de projetos de investimento, não tendo sempre em consideração outros aspetos igualmente importantes de avaliar. Atualmente, começam a surgir mais estudos que permitem afirmar que as considerações qualitativas ou não financeiras desempenham um papel importante e significativo nas decisões de investimento (Batra & Verma, 2017).

De seguida, serão identificadas as duas dimensões referidas e os seus respetivos indicadores/técnicas/critérios. Nesta investigação, os nomes dos indicadores financeiros irão ser referidos na língua inglesa, ao longo de todo o texto, uma vez que na maior parte dos casos não é possível encontrar a designação em português mais correta.

### **2.5.1. Dimensão económico-financeira**

Nos Estados Unidos, Graham e Harvey (2001) enviaram um inquérito por questionário sobre finanças empresariais e técnicas de *capital budgeting* aos gestores financeiros de 392 empresas. Este estudo é um dos mais conhecidos e mais abrangentes publicado sobre as práticas de CB (Hermes et al., 2007). Tem servido de base para outras

investigações, tanto nos Estados Unidos como no resto do mundo. Os seus resultados indicaram que as técnicas mais utilizadas pelos gestores dos EUA são a *internal rate of return (IRR)*, seguida do *net present value (NPV)*, da *Hurdle rate* e do *payback period (PB)* (J. Graham & Harvey, 2001).

Em Portugal, Moutinho e Lopes (2010) questionaram as empresas portuguesas sobre as técnicas de CB mais relevantes e verificaram que a IRR é considerada o critério de decisão mais relevante, (74,4% das empresas consideraram-no no mínimo “importante”). Seguida do NPV (68,3%), *scenario analysis* (65,9%), PB (65,9%) e *reward/cost ratio* (61%). As técnicas financeiras menos relevantes são as ROV (14,6%), ARR (31,7%), *break-even point* e *simulation risk analysis* (ambas com 37,8%).

A revisão realizada por Kengatharan (2016, p. 21), em 201 artigos publicados sobre *capital budgeting*, entre 1993 e 2013, nos diferentes setores económicos, locais/países e dimensões de empresas, demonstra que, apesar de serem descritas várias técnicas na literatura e na prática muitas até serem aplicadas, “as práticas de *capital budgeting* mais referenciadas na literatura das finanças públicas incluem o *payback period (PB)*, *accounting rate of return (ARR)*, *net present value (NPV)*, *internal rate of return (IRR)*, *benefit-cost ratio* e *profitability index (PI)*, tendo sido identificados o NPV, IRR, PB e o ARR como as práticas mais utilizadas.”

No estudo que Siziba e Hall (2021, p. 1) executaram sobre as técnicas de *capital budgeting* nos países em desenvolvimento e nos países desenvolvidos selecionados nas últimas décadas, também identificaram as seis técnicas mais utilizadas entre os gestores/investidores para avaliar a viabilidade económica de projetos de investimento, mas com algumas diferenças em relação a Graham e Harvey, em 2001 e a Kengatharan, em 2016: “*net present value (NPV)*, *internal rate of return (IRR)*, *payback period (PBP)*, *accounting rate of return (ARR)*, *return on investment (ROI)* e *real option valuation (ROV)*”.

De acordo com, por exemplo, Hermes et al. (2007), Kengatharan (2016), Batra e Verma (2017), P. Graham e Sathye, 2018 (2018), Kim et al. (2021), Michelon (2020) e Siziba e Hall (2021), as várias técnicas de *capital budgeting* económicas que existem podem ser divididas em três categorias: fluxo de caixa não descontado (non-DCF), fluxo de caixa descontado (DCF) e métodos avançados (avaliam o risco). A presente investigação também

explora a forma como as empresas estimam os custos dos projetos como parte do processo global de *capital budgeting*. O que permite distinguir as três categorias anteriores é a posição em que cada uma se encontra relativamente aos dois conceitos seguintes: “o valor do dinheiro no tempo e a incerteza do negócio” (Siziba & Hall, 2021, p. 2).

Nos últimos cinquenta anos é observado, nitidamente, na literatura de *capital budgeting* uma alteração de paradigma nas práticas utilizadas. Nas décadas de 1960/70, as técnicas de fluxo de caixa não descontado eram as mais utilizadas, mas, no final da década de 1980, a tendência inverteu-se dando lugar à predominância dos indicadores de fluxo de caixa descontado, tal como surgiu a tendência de utilizar uma combinação das práticas de CB em vez de se basear a avaliação dos projetos numa só técnica (Batra & Verma, 2017; Pike, 1996).

Os métodos avançados começaram a aparecer ao longo dos anos e a ter mais importância, principalmente em grandes empresas e nos países desenvolvidos, mas nunca substituindo totalmente os indicadores de fluxo de caixa descontado (Batra & Verma, 2017; Michelon et al., 2020).

De uma forma geral, observa-se que, a partir do ano 2000, o número de técnicas indicadas em pesquisas empíricas internacionais que envolvem *capital budgeting* aumentou, tal como a sua exploração, numa tentativa de ter uma visão global sobre o *capital budgeting* de cada região, estado ou país (Souza et al., 2016). Esta alteração espelha “o facto de as empresas se terem tornado cada vez mais conscientes da necessidade de avaliar a possibilidade de fracasso do projeto” (Pike, 1996, p. 89)

#### Técnicas de fluxo de caixa não descontado (non-DCF)

Os métodos de fluxo de caixa não descontado não contemplam nem o valor do dinheiro no tempo nem a incerteza do negócio, por isso são considerados pela literatura como simples ou menos sofisticados por serem menos precisos na avaliação da viabilidade de projetos (Hermes et al., 2007). Esta categoria inclui, entre outros, indicadores como a *accounting rate of return (ARR)* e o *payback period (PB)*, considerados os mais comuns (Bennouna et al., 2010; Egbide et al., 2013; Kengatharan, 2016; Siziba & Hall, 2021).

O PB, sem descontar os fluxos de caixa, analisa o tempo para recuperar o seu investimento inicial e o ARR divide o lucro contabilístico incremental anual médio pelo investimento inicial (Hürlimann & Bengoa, 2017).

Outros indicadores de CB de non-DCF, identificados na literatura e já referidos anteriormente, são *cost comparison*, *earnings comparison*, *equity return rate*, *project return rate*, *earnings multiple approach (EMA)* e o *ROI* (Britzelmaier et al., 2020; Hürlimann et al., 2019, 2020; Schlegel et al., 2016).

As *multiple approaches* assumem “*que um rácio comparando o valor com alguma variável específica da empresa (margens operacionais, cash flow, produção, etc.) é o mesmo em empresas semelhantes para calcular lucros, valor contabilístico, EBITDA, ou múltiplos de receitas*” (Hürlimann & Bengoa, 2017, p. 597)

No início dos anos 60, foi observado pela primeira vez o interesse em compreender as práticas de CB utilizadas pelas empresas. Os estudos dos anos 60/70 refletiram a utilização maioritária de indicadores non-DCF, mas com uma certa tendência para utilizar gradualmente modelos que eram teoricamente superiores com base em DCF (Andrés et al., 2015; Michelon et al., 2020). Estudos realizados ao longo dos anos mostram que a crescente utilização dos indicadores de DCF fez com que diminuísse a utilização dos non-DCF, principalmente o ARR (Bennouna et al., 2010).

#### Técnicas de fluxo de caixa descontado (DCF)

Atualmente, os indicadores de DCF são os mais utilizados na maioria das avaliações financeiras de projetos de investimento. Nos métodos de fluxo de caixa descontado é incorporado o conceito de valor do dinheiro no tempo. O modelo de DCF baseia-se em projeções de fluxos de caixa calculadas em folhas de cálculo medindo o valor intrínseco do projeto, não se concentrando na medição do valor contabilístico (Hürlimann & Bengoa, 2017).

Nesta categoria podem-se incluir, a título de exemplo, o *NPV*, a *IRR*, a *modified internal rate of return (MIRR)*, a *profitability index (PI)*, o *discounted payback period*

(*DPB*), o *adjusted presente value (APV)*, e o *Hurdle rate (HR)*, considerados indicadores sofisticados (Batra & Verma, 2017; Bennouna et al., 2010; Egbide et al., 2013; Kengatharan, 2016; Siziba & Hall, 2021).

Tanto o NPV como a IRR, indicadores mais utilizados pelas empresas, enquadram-se no objetivo de maximizar o valor de uma empresa, na utilização de fluxos de caixa, e no considerar o valor do dinheiro no tempo (Bennouna et al., 2010). O NPV assume-se como a regra de avaliação que gera o valor presente dos fluxos de caixa futuros: se este for superior a zero, o projeto é lucrativo e quanto mais elevado for o NPV de um projeto maior será o desejo de investir (Bennouna et al., 2010; Munda & Matarazzo, 2020; Powers, 1976).

Hürlimann & Bengoa (2017) afirmaram que “a IRR de um projeto fornece o retorno de um investimento inicial, o montante e o tempo dos seus subsequentes *cash inflows*. Se a IRR exceder a *hurdle rate*, o projeto deve ser aceite”. A IRR é “uma taxa percentual que iguala o valor presente dos fluxos de caixa futuros com o valor atual dos seus gastos de investimento” (Bennouna et al., 2010, p. 226). Quanto maior for a IRR, maior será a viabilidade do projeto (Munda & Matarazzo, 2020).

O PI “proporciona um retorno por unidade monetária do investimento, uma medida relativa para se poder classificar os projetos” (Hürlimann & Bengoa, 2017, p. 596). Para que se aceite economicamente um projeto, o PI deve ser maior do que um. Quanto maior for o PI, mais desejável é o investimento no projeto (Munda & Matarazzo, 2020).

O DBP é o indicador que mede o tempo entre o investimento inicial e o tempo de recuperação dos *cash inflows*, utilizando fluxos de caixa descontado. É considerado um projeto mais atrativo aquele que tenha um período de recuperação mais curto, devido à diminuição dos riscos associados. No entanto, pelo facto de não ter em atenção a rentabilidade total do projeto, o DPB não é considerado uma prática “ótima” de CB (Hürlimann & Bengoa, 2017).

### Técnicas avançadas

Os conceitos de valor do dinheiro no tempo e de incerteza do negócio definem os métodos avançados. São métodos que surgiram da necessidade de incorporar a incerteza nos métodos de DCF e avaliam o risco de um projeto (Hürlimann & Bengoa, 2017).

Consideram-se métodos avançados, por exemplo, o *economic value added (EVA)*, *value at risk (VaR)*, o *game theory*, o *Monte Carlo simulations analysis*, a *sensitivity analysis (SNA)*, a *scenario analysis (SA)*, a *decision tree analysis*, a *probability theory* e *real options valuation (ROV)* (Batra & Verma, 2017; J. Graham & Harvey, 2001; Kengatharan, 2016; Kengatharan & Nurullah, 2018; Siziba & Hall, 2021).

Estas técnicas modernas de CB que podem ser utilizadas na tomada de decisões de investimento, parecem não ter sido adotadas em grande escala pelos gestores (Michelon et al., 2020). Na perspetiva de Siziba e Hall (2021), tal acontece provavelmente devido à complexidade das técnicas e à falta de recursos humanos com conhecimentos para os aplicar. No entanto, estudos sobre a prática de *capital budgeting* em vários países descobriram que as empresas começam a utilizar cada vez mais práticas avançadas de *capital budgeting* na tomada de decisões de investimento ao longo de vários anos (Kengatharan, 2016)

Uma das práticas avançadas que se destaca é a ROV. A *real options* “refere-se a opções incorporadas em oportunidades de investimento tais como a opção de atrasar, expandir, mudar, suspender, contratar ou abandonar um investimento” (Lambrecht, 2017, p. 166). No entanto, é uma prática complicada de executar, pois envolve avaliações adaptadas aos diferentes contextos dos projetos e alguma complexidade matemática para obter resultados. No estudo de J. Graham & Harvey (2001) observou-se que 75% dos investidores utilizam sempre ou quase sempre o NPV, mas apenas 25% utilizam o ROV no processo de *capital budgeting*. Tais resultados indicam que ainda há um longo caminho a percorrer na implementação desta prática (Lambrecht, 2017).

### Métodos que estimam os custos (*cost of capital* e *cost of equity*)

No que diz respeito às técnicas que estimam o *cost of capital*, na literatura surgem as mais identificadas: *weighted average cost of capital* (WACC) (Batra & Verma, 2017; J. Graham & Harvey, 2001; Kim et al., 2021; Mubashar & Tariq, 2019; Siziba & Hall, 2021).

O custo do capital, definido como a taxa mínima de rendimento aceitável (ou taxa de desconto), é essencial para os métodos que utilizam cálculos de *cash flow* descontado, isto é, que envolvem o valor do dinheiro no tempo. Na literatura, a maioria dos estudos indica que o método mais utilizado para determinar a taxa mínima de rendimento aceitável (taxa de desconto ou custo de capital) é o WACC, de forma a avaliar os potenciais projetos de investimento (Mubashar & Tariq, 2019). No entanto, ao contrário destes estudos, na investigação realizada por Khalfan & Sturluson (2018), a técnica mais utilizada pelas empresas na Islândia é o “*cost of debt*”. Para Kim et al. (2021), independentemente da técnica utilizada “o ideal seria que todas as empresas estimassem o seu custo de capital como parte do processo de estimação de um custo global de capital” e de *capital budgeting* (Kim et al., 2021).

Alguns estudos sugerem que a prática frequentemente utilizada e mais aceite para estimar o custo do capital próprio (*cost of equity*) é o CAPM (J. Graham & Harvey, 2001; Kengatharan, 2018; Mubashar & Tariq, 2019)

### Método complementar

É considerado como método complementar que integra e apoia as restantes técnicas financeiras, por exemplo, a taxa de *irreversibility/reversibility*. De um modo geral, o conceito de irreversibilidade é entendido como uma perda permanente de valor, uma vez que os recursos não podem ser utilizados com outra finalidade (Focacci, 2017). Focacci (2017, p. 959) assume *irreversibility* como um conceito temporal e entende-o como sendo o “tempo necessário para uma organização retornar ao “estado ideal (desejável)” capaz de permitir políticas de desenvolvimento de projetos”. Quanto maior for a taxa de irreversibilidade, mais tempo é necessário para voltar ao estado original ideal da empresa antes do projeto ser executado (Focacci, 2017).

### Influência de características das empresas e dos investidores nos indicadores financeiros utilizados

Durante anos, vários autores em todo o mundo, ao realizarem as suas investigações sobre que técnicas financeiras são utilizadas pelos gestores nas empresas, para ajudar na tomada de decisões de investimento, analisaram, também, se algumas características das empresas e dos gestores afetavam na escolha de técnicas financeiras de avaliação de viabilidade de projetos. De acordo com Mubashar e Tariq (2019, p. 163), “a probabilidade de utilizar técnicas/métodos específicos (em técnicas de *capital budgeting*, estimativa do custo do capital e avaliação do risco) está ligada à demografia e às características executivas da empresa”.

Ao longo das últimas duas décadas, foram encontradas e identificadas características que influenciam a tomada de decisão, tais como a dimensão da empresa, o nível de desenvolvimento do país, a estrutura de propriedade, o setor de atividade económica, a qualificação do CFO, a experiência do CFO e a idade do CFO (Andor et al., 2011; Danielson & Scott, 2006; J. Graham & Harvey, 2001; Guilding & Lamminmaki, 2007; Kengatharan, 2016; Vega-Acuña & Tresierra-Tanaka, 2019).

Os resultados da maioria dos estudos mostraram que pequenas e grandes empresas avaliam a viabilidade dos projetos de diferentes formas (Danielson & Scott, 2006). Graham e Harvey (2001) afirmam que as organizações de pequena dimensão utilizam métodos mais simples de CB quando se trata de avaliar os projetos de investimentos mais arriscados. Por outro lado, as pequenas empresas são menos propensas a usar o *NPV* nas suas análises.

No estudo realizado por Kim et al. (2021) foram identificados também efeitos nas técnicas utilizadas de CB dependendo da dimensão da empresa e educação de quem toma decisões de investimento na Coreia. As grandes empresas coreanas são mais propensas do que as pequenas empresas a utilizar regularmente técnicas mais sofisticadas como o *NPV*, a *IRR* e o *CAPM*, devido a terem mais recursos à sua disposição. As empresas lideradas por alguém com uma educação bastante elevada utilizam menos o *NPV* e a *IRR* (Kim et al., 2021).

A utilização da técnica do *payback period* parece ser popular entre as empresas da Europa Central e de Leste, independentemente da sua dimensão (Andor et al., 2011). As respostas ao inquérito apresentadas no estudo de Andor et al. (2011) indicam que as grandes empresas com cultura multinacional são mais propensas a utilizar o *payback period* e algum tipo de índice ou taxa baseada na contabilidade do que as empresas pequenas ou médias com gestão local. Da mesma forma, as grandes empresas são mais propensas a utilizar técnicas avançadas de *capital budgeting*, do que as pequenas ou médias empresas. Os resultados não surpreendem os autores, pois as grandes empresas têm recursos humanos e recursos de gestão disponíveis para realizar análises mais formais de investimento em projetos, utilizando técnicas de *capital budgeting* avançadas (Andor et al., 2011).

Apesar da grande maioria dos estudos ter sido realizada em países desenvolvidos, de acordo com Kengatharan (2016), foram encontradas evidências de que os gestores de países desenvolvidos utilizam técnicas mais sofisticadas do que em países em desenvolvimento (Kengatharan, 2016; Vega-Acuña & Tresierra-Tanaka, 2019).

Assim, todos estes fatores interferem na escolha das práticas de *capital budgeting* e, consequentemente, existem disparidades entre a teoria e a prática (Kengatharan, 2016).

### **2.5.2. Dimensão não económico-financeira**

Como já foi referido anteriormente, a literatura está fortemente concentrada na viabilidade financeira de projetos, desconsiderando e subestimando outras áreas não económico-financeiras de natureza qualitativa, intangível e subjetiva na avaliação de investimentos. No entanto, os crescentes riscos nos mercados financeiros, elevando a percentagem de falhas no projeto e a dependência de parâmetros quantitativos, forçam a que os gestores não baseiem as suas decisões de investimento apenas em análises financeiras. A avaliação não económico-financeira permitirá identificar vantagens competitivas e riscos que as técnicas financeiras não conseguem captar (Batra & Verma, 2017; Moutinho & Lopes, 2010; Pike, 1996).

Cada vez mais, nos dias de hoje, há uma maior preocupação com o problema da avaliação da viabilidade de projetos de investimento que afetam, por exemplo, “a ecologia, a saúde pública, a responsabilidade social, a segurança das atividades: recursos, científica e técnica, a segurança militar-política, a cultura da nação, a reputação do país ou região; a atividade antiterrorista, etc.” (A. S. Puryaev, 2018, p. 178), ou seja, sistemas importantes de apoio à vida, para além da economia.

Se as empresas, que vão investir em projetos, avaliarem estas áreas de impacto e tomarem decisões em prol do planeta, no futuro sentir-se-á o efeito indireto da melhoria das condições de vida e de saúde da população (A. S. Puryaev et al., 2019).

No estudo realizado por Al-Mutairi et al. (2018, p. 13), as empresas inquiridas identificaram fatores não financeiros utilizados no processo de tomada de decisão de projetos de investimento, tais como “planeamento estratégico, imagem corporativa, capacidades dos empregados e proteção do ambiente”. Al-Mutairi et al. (2018, p. 13) identificou que as decisões de *capital budgeting* não económico-financeiras “têm em conta os objetivos e a estratégia da organização, juntamente com a análise do mercado/procura do cliente.” Analisam também “a disponibilidade de matéria-prima, energia, mão-de-obra, localização adequada do projeto, tecnologia, colaboradores e segurança pública, necessidade de manter as linhas de produtos existentes, conhecer a concorrência, legislação governamental e fatores ambientais” (Al-Mutairi et al., 2018, p. 13).

Puryaev (2018), na sua investigação, estruturou, em 2018, os grupos de critérios de avaliação não económico-financeiros que eram aplicados regularmente a nível mundial, revelando a tendência crescente desta abordagem não económica para avaliar a viabilidade e eficácia dos projetos e o impacto destes no ambiente externo.

As dimensões não económicas encontradas na investigação são a “ecológica e social; a sustentabilidade do desenvolvimento de uma região, de um estado; a avaliação do risco de um projeto e, por fim, a segurança energética, o tempo de implementação do projeto e critérios complexos” (A. S. Puryaev, 2018, p. 180).

Neste estudo, é também proposto pelo autor utilizar como metodologia de avaliação de viabilidade de projetos e do seu impacto a combinação das vertentes económica e não

económica das técnicas, aproveitando as vantagens dos métodos de uns e de outros: “Avaliação Ambiental Estratégica, Avaliação de Impacto Ambiental, Avaliação de Impacto na Sustentabilidade, Avaliação de Impacto Social, Avaliação de Impacto na Saúde, Avaliação de Impacto Ambiental, Social e Sanitário, Avaliações de Impacto Regulamentar, Avaliações de Impacto Cultural, Avaliações de Impacto nos Direitos Humanos, Licença Social de Funcionamento, Avaliação Estratégica de Projectos, Previsão de Classe de Referência, Análise de Custo- Benefício e outros” (A. S. Puryaev, 2018, p. 183).

Em 2020, A. Puryaev e Puryaev (2020, pp. 321–327) desenvolveram e propuseram um conjunto de indicadores não económicos distribuídos em seis grupos gerais para avaliar a viabilidade de projetos na indústria mecânica na Rússia. O **Grupo 1** refere-se à **Conformidade com a Estratégia de desenvolvimento da federação Russa**: Conformidade com as áreas prioritárias de desenvolvimento da ciência, tecnologia e equipamento na Federação Russa; Conformidade com a lista de tecnologias críticas da Federação Russa; Conformidade com as prioridades e perspectivas de desenvolvimento científico e técnico da Federação Russa; Conformidade com os princípios da doutrina militar da Federação Russa; Conformidade com as tecnologias digitais transversais básicas do programa da Economia Digital da Federação Russa; Cumprimento das orientações básicas de desenvolvimento da economia digital.

No **Grupo 2** identificaram-se os indicadores relativos aos **Impactos Ambientais**: A estabilidade do ecossistema da região, do país; O parâmetro da responsabilidade ambiental e social; O indicador de análise ambiental do impacto dos efeitos nocivos de uma empresa ou da sua área de influência; O indicador de análise ambiental da área contaminada de uma empresa ou território de uma empresa.

Também se incluíram as **Consequências Sociais** no **Grupo 3**: Crescimento do índice de desenvolvimento humano na região, país (IDH); A propagação de doenças no projeto; Desenvolvimento de infraestruturas na área circundante; Número de postos de trabalho criados.

Consideraram ainda a **Segurança do Estado e Região (Grupo 4)**: O parâmetro de segurança dos recursos; O parâmetro de segurança científica e técnica; Segurança da Informação; Independência tecnológica na utilização de tecnologias de informação

transversais; Nanobiosegurança; Segurança Migratória; Segurança cultural (preservação das tradições culturais, património).

No quinto grupo identificaram o **Risco e incerteza na implementação do projeto:** Parâmetro complexo de incerteza e risco de um projeto de investimento.

Por último, concluíram com o **Grupo 6 - Outros parâmetros não económicos:** Data de execução do projeto; O desenvolvimento de um novo modo tecnológico; Aplicação em massa do resultado (produto, serviço) do projeto; Eficiência energética e poupança de energia. Neste estudo concluiu-se que estes indicadores permitem aplicar uma abordagem sistemática na avaliação da viabilidade e na escolha de projetos de investimento (A. Puryaev & Puryaev, 2020).

Em 2010, Moutinho e Lopes (2010, p. 4), no estudo que realizaram em Portugal analisaram os “aspectos financeiros, estratégicos, tecnológicos, comerciais, políticos, sociais, questões ambientais, organizacionais, e de recursos humanos” como possíveis fatores a ter em conta no processo de *capital budgeting*. Identificaram que as empresas portuguesas consideram que as áreas mais importantes na avaliação de projetos são a estratégica (91,7%) e a análise técnica (86,5%). Em terceiro lugar encontra-se a análise financeira (75%) juntamente com a análise comercial (75%). As áreas consideradas menos relevantes são a análise política (20,8%) e social (33,3%). Estes resultados enfatizam a importância de avaliar todos os fatores que influenciam a avaliação de projetos, sejam financeiros ou não financeiros (Moutinho & Lopes, 2010).

Batra e Verma (2017) afirmam que os investidores devem ter sempre em consideração os métodos não financeiros, no início da avaliação do projeto e não apenas quando os riscos se tornam reais. Al-Mutairi et al. (2018) ressaltam ainda que se uma empresa pretende melhorar a sua posição competitiva e aumentar a sua quota de mercado, deve adotar uma estratégia que envolva as preocupações sociais, ambientais, éticas e de consumo. Esta realidade tem ainda mais impacto em pequenas sociedades/países, onde rapidamente se pode propagar informação sobre a responsabilidade social das empresas através de uma utilização eficaz dos meios de comunicação social. (Al-Mutairi et al., 2018)

Uma das desvantagens inerentes a este tipo de avaliação está relacionada com o facto de muitas técnicas não financeiras não serem facilmente traduzidas em termos monetários. São difíceis de estimar e podem levar a uma avaliação errada (Moutinho & Lopes, 2010). Moutinho e Lopes (2010, pp. 3–4) afirmam que “a dificuldade em avaliar estas técnicas está relacionada com a sua natureza intangível e problemas de medição, o que torna a análise altamente subjetiva.”

#### Influência das características das empresas e dos responsáveis de CB nas práticas não económico-financeiras

De acordo com as conclusões retiradas por Moutinho e Lopes (2010) no seu estudo sobre as empresas portuguesas, pela análise do questionário identificam que há características das empresas e dos responsáveis pelo processo de *capital budgeting* que influenciam a utilização de diferentes práticas não económico-financeiras. Os autores afirmam que “a indústria, a dimensão da empresa, o tipo, a duração, a dimensão e o risco do projeto, a formação do CEO e do gestor do projeto, e o mandato do CEO” (Moutinho & Lopes, 2010, p. 33) são as características que mais influência têm no grau de importância que é atribuído às diferentes dimensões a analisar na avaliação de projetos. Através de um questionário também foi possível concluir que, nas empresas portuguesas, a administração é que toma a decisão de investir, ou seja, tem o papel de principal analista para a avaliação dos aspetos não financeiros.

#### **2.5.3. Técnicas de CB utilizadas na indústria do alojamento turístico**

Na literatura, tem-se vindo a verificar um aumento do número de estudos centrados em técnicas de *capital budgeting* aplicadas em hotéis e indústrias relacionadas. As empresas do subsector do alojamento, à semelhança dos outros, também necessitam de avaliar a viabilidade dos seus projetos de investimento (Brown & Kwansa, 1999; Guilding & Lamminmaki, 2007).

Num dos primeiros estudos sobre as práticas de *capital budgeting* financeiras na indústria hoteleira, Eyster e Geller (1981) (cited by Guilding & Lamminmaki, 2007) identificaram a utilização de cinco técnicas de avaliação de investimentos financeiros, entre hotéis e motéis dos EUA, em 1975 e 1980: o *payback period*, o *ROI*, o *NPV*, a *ARR* e a *IRR*, sendo o *NPV* o indicador preferido e mais usado.

Em 1999, Brown e Kwansa (1999) identificaram o *NPV* e a *IRR* como as medidas de avaliação de investimento mais utilizadas na indústria hoteleira. Guilding e Lamminmaki (2007), em 2007, verificaram através do seu estudo, que o indicador *PB* utilizado em combinação com uma ou mais técnicas é a prática de avaliação de projetos mais utilizada em hotéis, seguido do *NPV*, da *ARR* e da *IRR*, respetivamente.

Muitos autores preocuparam-se em identificar os critérios financeiros de avaliação de investimentos turísticos, no entanto, este setor baseia-se na circulação e contacto entre pessoas em diferentes localizações geográficas, o que leva a impactos tanto negativos como positivos não só para a empresa investidora como também para a população e destino local.

Como forma de explicar esta ideia, Brown e Kwansa (1999) apresentaram um exemplo da construção de um resort. Imagine-se que quando o resort estiver construído os seguintes resultados aparecerão: criação de uma quantidade de congestionamento (trânsito) maior do que o normal; destruição da flora e da fauna no local à volta; criação de níveis de ruído muito superiores no aeroporto. Estas questões podem ser consideradas como consequências negativas no local. Além disso, Brown e Kwansa (1999, p. 41) acrescentam ainda as questões: “e se o hotel for construído sobre uma linha de costa em erosão, como é que a limpeza do terreno afetará os cursos de água locais e a erosão do solo, e como é que isto afetará a praia?”. Por estes e outros efeitos colaterais do desenvolvimento turístico, cada aspeto do projeto deve ser avaliado tendo em conta todas as dimensões possíveis, para que se possam prevenir más decisões irreversíveis no futuro.

De acordo com os estudo realizado por Guilding e Lamminmaki (2007), pode-se afirmar que existe uma relação positiva entre a dimensão de um hotel e as técnicas de avaliação financeiras de projetos utilizadas. Esta descoberta corrobora os trabalhos anteriormente identificados relativos à dimensão das empresas e à utilização de técnicas de avaliação de investimentos financeiros abordadas anteriormente nesta investigação.

## 2.6. Conclusão

Este capítulo da revisão da literatura e a consequente identificação do estado da arte do tema em estudo permitiram sistematizar a informação disponibilizada pelos vários autores e identificar questões para análise através do instrumento de recolha de dados.

Em primeiro lugar, foi realizada a caracterização do subsetor do alojamento turístico em Portugal, no que diz respeito à dimensão e tipologias dos alojamentos, à sua distribuição geográfica no país e à vertente económica da indústria, tendo por base o ano de 2019, principalmente por ter sido o ano em que Portugal atingiu os recordes nacionais na maioria dos indicadores turísticos. Destaca-se que, em 2019, perante os dados disponibilizados pelo INE, o alojamento local é a tipologia de alojamento que mais existe no país (49%), sendo a Área Metropolitana de Lisboa a região que mais unidades de AL tem em Portugal e, consequentemente, maior disponibilidade de camas nesta tipologia.

O Algarve destaca-se por ser a região portuguesa que apresenta maior capacidade para albergar turistas, com mais pessoal ao serviço de estabelecimentos hoteleiros e com maior número de hotéis-apartamentos, apartamentos turísticos e aldeamentos turísticos. Também são estas duas regiões que apresentam maiores proveitos totais em termos de estabelecimentos de alojamento.

De seguida, fez-se a contextualização e a apresentação da importância do processo de *capital budgeting*, isto é, do processo de tomada de decisão sobre qual o melhor projeto a investir, avaliando a viabilidade dos vários projetos. Esta temática encontra-se em constante crescimento na literatura e é identificada como uma das áreas de gestão financeira das organizações mais importante e complexa para qualquer tipo de empresa, seja ela pequena, média, grande ou mesmo multinacional (Egbide et al., 2013). Decisões acertadas permitem a competitividade futura das empresas.

Para a tomada de decisões existem práticas que permitem avaliar a viabilidade dos projetos de investimento. De forma a identificar as práticas económico-financeiras existentes, recorreu-se a uma revisão sistemática da literatura, com a análise de 23 artigos publicados de 2016 a 2020. Para além da sua identificação, procedeu-se à categorização dos indicadores, de acordo com as descobertas realizadas pelos autores nos diferentes países

analisados. Também foi possível identificar artigos com a apresentação de práticas não económico-financeiros de *capital budgeting* e características intrínsecas às empresas e aos investidores/CEOs/CFOs que podem influenciar a utilização de diferentes indicadores. A dimensão da empresa e o nível de escolaridade dos investidores/CEOs/CFOs foram as características mais estudadas e identificadas como influenciadoras.

Após a identificação e categorização das temáticas discutidas na revisão sistemática da literatura foi realizado um estudo mais abrangente das dimensões de avaliação e respetivos indicadores de *capital budgeting*, desde os anos 60. Após esta análise, identificou-se que, atualmente, os indicadores se podem dividir em indicadores de fluxo de caixa não descontado (non-DCF), fluxo de caixa descontado (DCF) e avançados (que incorporam a avaliação do risco). Os indicadores mais amplamente aceites e utilizados são os indicadores de DCF (NPV e IRR), mas ainda há muitas empresas a utilizar o indicador de non-DCF *payback*. Dos indicadores avançados, destacam-se a *sensitivity analysis*, a *scenario analysis* e as *real options*. Também foram identificados os indicadores frequentemente utilizados para estimar o *cost of capital* e o *cost of equity* no processo de *capital budgeting*, destacando-se o WACC e o CAPM.

Para além da dimensão económico-financeira, também foi identificada a dimensão não económico-financeira no processo de *capital budgeting*. Esta dimensão não é tão estudada na literatura, mas, como já referido anteriormente, é de importância elevada incluí-la no processo de tomada de decisão. De uma forma geral, nos artigos apresentados, os autores declaram como áreas de análise a estratégia da empresa e do país/região do projeto, a tecnologia, a segurança, os recursos humanos, os aspetos sociais e políticos e a proteção do ambiente.

O capítulo termina com uma breve referência à literatura encontrada sobre indicadores de CB em projetos de alojamento turístico. Foi possível perceber que, apesar de existirem poucos estudos realizados nesta indústria, os resultados estão de acordo com o que é referido na generalidade das investigações.



## CAPÍTULO 3 | METODOLOGIA

### 3.1. Introdução

Um dos pontos fulcrais numa investigação é a escolha da metodologia a utilizar. Qualquer investigação deve adotar uma metodologia “explícita, disciplinada, sistemática (planeada, ordenada e pública) para descobrir os resultados mais apropriados” (Mohajan, 2018, p. 1). Estas escolhas dependem, essencialmente, da forma como a recolha da informação é feita e de como é definida a análise dos dados (Crescentini & Mainardi, 2009).

Nesta investigação foi adotada uma metodologia qualitativa. A investigação qualitativa “preocupa-se com a qualidade ou natureza das experiências humanas e o que estes fenómenos significam para os indivíduos” (Draper, 2004, p. 642).

Para Ritchie e Ormston (2014), as questões a responder e os objetivos da investigação influenciam a escolha dos métodos qualitativos a utilizar. Na sua perspetiva, existem dois grandes grupos de abordagens à recolha de dados qualitativos: a abordagem que se concentra na recolha de dados naturais e a abordagem em que se geram dados através das intervenções da investigação. O primeiro grupo refere-se a dados obtidos através da investigação de fenómenos nos seus ambientes naturais, permitindo compreender os comportamentos e interações adotadas dentro do seu contexto. Esta recolha de dados pode realizar-se através de diferentes formas: observação participativa, observação, análise documental, análise do discurso ou análise da conversação.

O segundo grupo, envolve “reconstrução e requiere o reprocessamento e a recontagem de atitudes, crenças, comportamentos ou outros fenómenos” (Ritchie & Ormston, 2014, p. 39). Esta abordagem de recolha qualitativa de dados, de acordo com Ritchie e Ormston (2014), é a única forma de entender alguns fenómenos psicológicos, tais como processos de decisão. Estes dados podem ser gerados através de métodos biográficos, entrevistas individuais, entrevistas a pares ou *focus group*/grupos de discussão.

Na presente investigação, foram estudadas as duas abordagens e concluiu-se que a segunda é a que mais se adequa aos objetivos do estudo. Assim, foi escolhido recolher os dados através de entrevistas individuais.

De acordo com Dalfovo, Lana e Silveira (2008), se uma investigação engloba um objeto de estudo pouco estudado, então é definida como uma investigação exploratória. Tendo em consideração, como referido anteriormente, que existem vários estudos sobre indicadores de *capital budgeting*, mas poucos no setor do turismo, mais especificamente, na indústria do alojamento turístico, esta investigação é definida como um estudo exploratório.

Assim, na qualidade de estudo exploratório, foi realizada uma análise qualitativa exploratória sobre o tema em questão que procura dar resposta à pergunta de investigação e aos pressupostos de investigação definidos no subcapítulo 1.3. (Tabela 18).

Tabela 18: Pergunta central e pressupostos de investigação

<b>Pergunta de Investigação</b>
Quais são as dimensões/indicadores de avaliação de viabilidade (técnicas de <i>capital budgeting</i> ) de projetos de alojamento turístico em Portugal?
<b>Pressupostos de Investigação</b>
A avaliação de projetos de investimento é considerada importante?
Será que a avaliação de projetos tem impactos negativos?
Em Portugal, utilizam-se todos os indicadores económico-financeiros referidos na teoria?
Os indicadores não económico-financeiros utilizam-se na prática?
Será que alojamentos mais pequenos são avaliados com indicadores diferentes dos alojamentos maiores?
O <i>background</i> académico do investidor/gestor influencia na utilização de diferentes indicadores?

Fonte: Elaboração própria

Paralelamente, foram definidos objetivos gerais e específicos baseados na pergunta de investigação. Este estão apresentados na Tabela 19, distribuídos por capítulos da investigação, permitindo uma melhor organização e eficácia nas respostas a cada um.

Tabela 19: Objetivos gerais e específicos da presente investigação

<b>Objetivos Gerais</b>	
Identificar as dimensões/indicadores de análise de viabilidade de projetos de alojamento turísticos identificadas pelos autores e utilizadas pelos investidores.	
Identificar quais as dimensões/indicadores de análise de viabilidade que podem ser acrescentados aos que já existem na literatura.	
<b>Objetivos específicos</b>	<b>Capítulo</b>
Conhecer as empresas do setor do alojamento turístico em Portugal	Capítulo 2
Contextualizar e analisar a importância de avaliar a viabilidade de projetos de investimento	Capítulo 2
Sistematizar os indicadores de <i>capital budgeting</i> identificados na literatura	Capítulo 2
Sistematizar os indicadores de <i>capital budgeting</i> identificados na literatura no setor do Turismo	Capítulo 2
Conhecer a perceção que os investidores/peritos/consultoras/entidades do turismo têm sobre indicadores de avaliação de alojamentos turísticos	Capítulo 4
Compreender que indicadores/técnicas são utilizados e o grau de pertinência que lhes é atribuída	Capítulo 4
Identificar se os indicadores abordados na literatura são os que os gestores/investidores utilizam aquando da prática de avaliação de projetos de investimento	Capítulo 2 e 4
Identificar as características que influenciam a utilização diferenciada de indicadores/técnicas de <i>capital budgeting</i>	Capítulo 2 e 4

Fonte: Elaboração própria

O capítulo da Metodologia irá centrar-se no processo metodológico utilizado na componente prática da investigação, relativamente à recolha de dados primários, através de entrevistas exploratórias. Neste capítulo, foram também apresentados o instrumento de recolha de dados (entrevista exploratória com guião semiestruturado), o processo de definição das entidades a entrevistar e o modo de tratar os dados.

Na Figura 2 encontram-se sistematizados os vários procedimentos metodológicos, de forma sequencial, que levaram à identificação dos resultados da presente investigação:

1. Definição da pergunta de investigação e dos objetivos de investigação que marcaram o início da investigação;
2. Revisão sistemática da literatura de 23 artigos publicados entre 2016 e 2021 sobre práticas de *capital budgeting*, utilizando como base o artigo dos autores Siziba e Hall (2021);
3. Revisão da literatura, que foi contruída com artigos encontrados na Revisão sistemática da literatura e noutros artigos descobertos com base no efeito de “bola de neve”;
4. Elaboração do guião semiestruturado das entrevistas exploratórias a realizar com o intuito de identificar as diferenças entre a teoria e a prática do tema em questão;
5. Definição das entidades a entrevistar, de forma a abranger todas as vertentes do setor do turismo, comprometidas diariamente com a indústria do alojamento turístico;
6. Realização das entrevistas exploratórias;
7. Análise dos dados gerados, utilizando o *software* de análise de dados qualitativos NVivo.

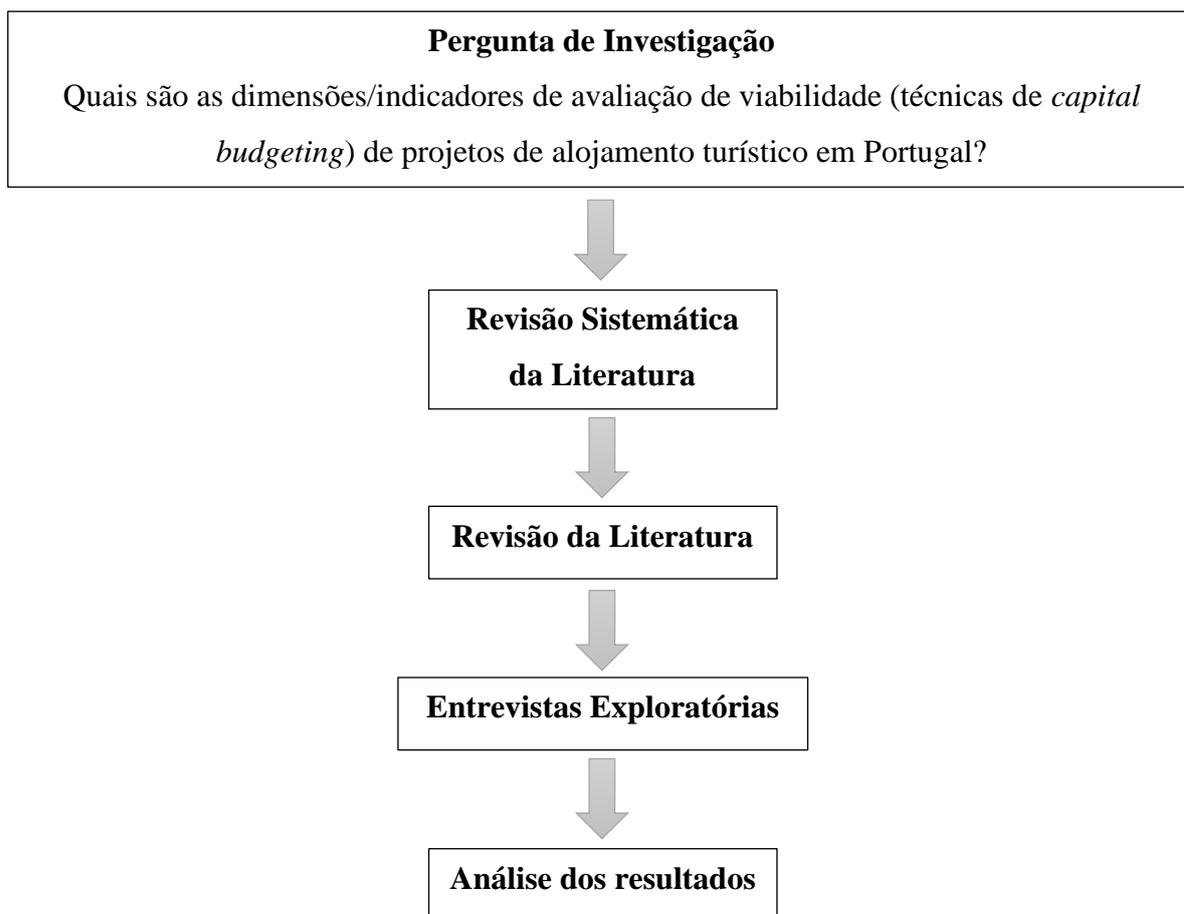


Figura 2: Procedimentos metodológicos que levaram à identificação dos resultados

Fonte: Elaboração própria

### 3.2. Instrumento de Recolha de Dados

Devido à natureza exploratória do tema da investigação, nesta componente prática do estudo optou-se por realizar uma análise qualitativa através de entrevistas exploratórias com guião semiestruturado.

Um dos principais métodos de recolha de dados na análise qualitativa são as entrevistas individuais, pois permitem obter perspetivas pessoais detalhadas dos entrevistados sobre o tema em questão, devido à possibilidade alargada de esclarecimento e compreensão detalhados (Ritchie & Ormston, 2014). Legard et al. (2014) afirmam que “os

relatos pessoais são vistos como tendo importância central na investigação social devido ao poder da linguagem para iluminar o significado”.

Uma característica crucial inerente às entrevistas semiestruturadas é a flexibilidade da estrutura do guião. Esta flexibilidade tem que ser suficiente para permitir que as questões possam ser colocadas pela ordem mais conveniente ao entrevistador ou permitir que sejam colocadas questões que não foram definidas anteriormente, possibilitando a obtenção de resultados mais aprofundados e com maior amplitude de temas abordados (Legard et al., 2014).

Na Tabela 20 apresentam-se cinco vantagens e cinco desvantagens da recolha de dados qualitativa e, mais especificamente, do método de recolha qualitativo designado por inquérito por entrevista, de acordo com Mohajan (2018) e Legard et al. (2014).

Tabela 20: Vantagens e desvantagens do inquérito por entrevista

<b>Vantagens</b>	<b>Desvantagens</b>
Temas em estudo podem ser avaliados em profundidade e pormenor	Interpretação e análise de dados demoradas devido à quantidade de dados
Flexibilidade para explorar ideias inesperadas	Os dados não vistos podem desaparecer ao longo da investigação
Contacto direto com o entrevistado, permitindo uma conexão mais eficaz	As descobertas e resultados não podem ser aplicados a populações maiores
Recolha de informação imediata	O investigador pode ter influência negativa/preconceituosa nos resultados
Adaptação a diferentes tipos de entrevistados e situações	A replicação dos resultados pode ser muito difícil, devido à dificuldade em replicar contextos, situações e condições

Fonte: Adaptado de Mohajan (2018) e Legard et al. (2014)

Tendo em consideração o estudo realizado na Revisão de Literatura e apresentado no Capítulo 2, foram identificadas algumas áreas de interesse que ajudariam a responder às perguntas e objetivos definidos anteriormente para esta investigação.

Assim, foi decidido que o instrumento de recolha de dados a utilizar, o inquérito por entrevista (entrevista exploratória) com guião semiestruturado, estaria dividido em quatro áreas de análise, apresentadas na Tabela 21.

Tabela 21: Áreas de análise da entrevista

<b>Áreas de análise</b>
Importância da avaliação de projetos
Impactos da avaliação de projetos
Indicadores de <i>capital budgeting</i>
Características que influenciam a utilização de diferentes indicadores

Fonte: Elaboração própria

A cada uma destas áreas de análise associaram-se quatro objetivos gerais e seis dimensões de análise para encontrar as respostas à pergunta de investigação. Na Tabela 22 apresenta-se a estrutura da entrevista exploratória realizada, dividida por área de estudo, objetivos da área de estudo, questões da entrevista, organizadas por área de estudo, e respetivas dimensões em análise.

Tabela 22: Estrutura da entrevista

Áreas	Objetivo	Questões da entrevista	Dimensões
Importância da avaliação de projetos	Perceber a importância da avaliação de projetos	Qual a importância que atribui à viabilidade de projeto?	Importância da avaliação de projetos
Impactos da avaliação de projetos	Conhecer a percepção que os entrevistados têm sobre as vantagens e desvantagens da avaliação de projetos	Quais as vantagens e desvantagens que identifica na avaliação de projetos de alojamentos turísticos?	Impactos da avaliação de projetos
Indicadores de <i>capital budgeting</i>	Validar as práticas de <i>capital budgeting</i> encontradas na literatura, perceber se existem outras que ainda não foram identificadas e identificar qual o grau de importância que lhes atribuem	Que tipo de indicadores de avaliação costuma utilizar? Conhece algum indicador de avaliação de projetos não financeiro? Agora vou mostrar-lhe uma tabela com todos os indicadores...	Económico-financeiros
			Não económico-financeiros
Características que influenciam a utilização de diferentes indicadores	Perceber se existem características (e caso existam, identificá-las) inerentes às empresas do setor do alojamento turístico e aos gestores que influenciem a escolha dos indicadores utilizados.	Considera que existem características inerentes aos alojamentos turísticos? Considera que existem características inerentes aos gestores?	Alojamentos
			Investidores

Fonte: Elaboração própria

O guião completo da entrevista semiestruturada foi elaborado com base na Revisão da literatura e pode ser consultado no Apêndice 1. Este guião foi acompanhado de uma tabela com a lista dos indicadores de *capital budgeting* identificados na literatura, a ser preenchida

durante a entrevista, de forma a validar os mesmos com os peritos, entidades, consultoras e empresas de alojamento entrevistados. Esta lista também se encontra no Apêndice 1, após as questões da entrevista.

### 3.3. Definição das entidades a entrevistar

Uma vez que o objeto em estudo desta investigação incide sobre a indústria do alojamento turístico, foram selecionados representantes de determinadas áreas da sociedade relacionados com projetos de investimentos no setor do Turismo. Os representantes escolhidos estão categorizados como Investigadores, Empresas de consultoria, Empresas do subsetor do alojamento turístico e entidades/associações do setor do Turismo. De seguida, apresentam-se as entidades entrevistadas e a justificação pela qual foram selecionadas:

- Investigadores: foram selecionados dois peritos, que se encontram atualmente a fazer investigação na área dos projetos de investimento em Portugal e que foram considerados de elevada relevância para esta investigação pela vertente teórica do seu trabalho (investigação pura):
  - Professor Carlos Costa, da Universidade de Aveiro: é professor Catedrático e Diretor do Departamento de Economia, Gestão, Engenharia Industrial e Turismo da Universidade de Aveiro. É investigador de referência, no âmbito nacional, na área do Turismo e foi convidado recentemente para fazer parte de um projeto sobre o financiamento em Portugal;
  - Professor João Albino Silva, da Universidade do Algarve: é professor Catedrático na Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, presidente do Conselho Científico, diretor do Programa de Doutoramento em Turismo, e investigador do Centro de Investigação em Turismo, Sustentabilidade e Bem-Estar. Recentemente foi-lhe atribuído o Prémio Carreira 2020, promovido pela delegação regional do Algarve da Ordem dos Economistas.

- Empresas de consultoria: o trabalho destas empresas caracteriza-se pela investigação aplicada. No seu dia a dia, interligam a investigação com a realidade do mercado de trabalho, de forma a aconselhar da melhor maneira possível os seus clientes. Assim, para esta investigação, foram identificadas as consultoras que também prestam serviços na área dos projetos de investimento no setor do turismo em Portugal. Dos contactos estabelecidos, obtiveram-se duas respostas positivas (investigação vs realidade):
  - Idtour – Unique Solutions, Lda.: de acordo com o seu website “a IDTOUR é uma empresa de consultoria especializada em turismo, focada em potenciar e otimizar a ideia e/ou negócio” dos clientes. “Através de soluções únicas e inovadoras”, auxiliam “organizações públicas e privadas a alcançar as suas metas e objetivos” (IDTOUR, 2021).
  - Neoturis – Consultoria em Turismo: pelo que afirmam no seu website, são “uma empresa de consultoria, estratégica e de negócio, direcionada para o acompanhamento do sector do turismo, entretenimento e lazer.” “Em atividade desde novembro de 2000”, o seu objetivo “é apoiar exclusivamente empresas (públicas e privadas) em iniciativas e oportunidades associadas ao sector” (Neoturis, 2021).
- Empresas do subsector do alojamento turístico: de forma a conhecer a perspetiva e a realidade do subsector em estudo no que diz respeito a indicadores de avaliação de projetos de investimento contactaram-se os empresários de duas empresas de alojamento turístico de dimensões díspares:
  - Montebelo Vista Alegre Ílhavo Hotel (5 estrelas): este estabelecimento hoteleiro foi escolhido, pois pertence a um grupo hoteleiro de referência em Portugal - Montebelo Hotels & Resorts -, é hotel de categoria superior (unidade hoteleira de grande dimensão (95 quartos) e de classificação elevada (5 estrelas)), e está localizado próximo do local de estudo da investigadora.

- Alojamento local: o AL escolhido está inserido num dos grandes centros de Portugal onde houve um crescimento muito grande de estabelecimentos de AL (Vila Nova de Gaia, junto às caves de Vinho do Porto). O AL é constituído por 4 apartamentos, cada um com capacidade para albergar até 3 ou 4 hóspedes. O contacto foi estabelecido através do conhecimento pessoal da investigadora dos empresários de alojamento local nesta localidade.
- Entidades/associações do setor do Turismo: de forma a serem tidas em conta todas as visões/perspetivas sobre projetos de investimento no subsector do alojamento turístico, foram contactadas mais duas entidades de renome nacional essenciais para a discussão em causa:
  - Turismo de Portugal: tal como referido no seu website, é a “Autoridade Turística Nacional responsável pela promoção, valorização e sustentabilidade da atividade turística” no país (Turismo de Portugal, 2021a). Foi contactada para participar nesta investigação, por ser a entidade que gere o financiamento dos investimentos do setor do Turismo, inclusive do subsector do alojamento turístico.
  - Associação da Hotelaria, Restauração e similares de Portugal (AHRESP): como esclarecido no seu website, a AHRESP “é a maior associação empresarial na defesa e representação” (AHRESP, 2021) do setor do turismo português, onde se incluem os estabelecimentos hoteleiros e o alojamento local. Uma vez que intervêm em várias áreas de negócios do setor do Turismo, foi considerada uma mais-valia a sua auscultação.

Ao conversar com estas entidades de diferentes naturezas, foi possível abranger todas as dimensões possíveis da indústria do alojamento turístico e obter perspetivas com visões diferentes sobre projetos de investimento e indicadores de *capital budgeting*.

De forma resumida, na tabela 23, encontram-se identificados as oito diferentes entidades entrevistadas no decorrer desta investigação.

Tabela 23: Entidades entrevistadas

Categoria	Entidade
Investigadores	Prof. Carlos Costa
	Prof. João Albino Silva
Empresas de Consultoria	Idtour
	Neoturis
Empresas do subsetor do alojamento turístico	Montebelo Vista Alegre Ílhavo Hotel
	Alojamento local
Entidades/associações do setor do Turismo	Turismo de Portugal
	AHRESP

Fonte: Elaboração própria

### 3.4. Tratamento dos Dados

Uma vez definidos o método de recolha de dados, as áreas de estudo, a estrutura da entrevista e as entidades a entrevistar deu-se início à realização das entrevistas. Estas foram realizadas entre os meses de junho e setembro de 2021, por videochamada, utilizando a plataforma Zoom.

Ao iniciar cada uma das entrevistas, foi explicado aos entrevistados o motivo pelo qual a entrevista ia ser realizada, os objetivos da mesma e a estrutura adotada por áreas de análise. Foi pedido aos entrevistados para gravar a conversa, de forma a ser facilitada a transcrição correta da mesma para posterior análise. Foi dada a permissão pra isso por todos os entrevistados e foram transcritas todas as entrevistas exploratórias realizadas.

De acordo com Crescentini e Mainardi (2009), não é aceitável, hoje em dia, que uma investigação não descreva como é que a informação recolhida foi tratada para posterior análise, afirmando que a utilização de *Softwares* de Análise de Dados Qualitativa Assistida

por Computador é o método que permite aos investigadores demonstrar o processo de tratamento dos dados de forma mais evidente.

Assim, de forma a tratar os dados qualitativos obtidos na componente prática da presente investigação foi utilizado o *software* de análise de dados qualitativos NVivo. Este *software* permite rotular passagens de cada entrevista e agrupá-las por códigos, de forma a facilitar a análise. Illia et al. (2014) apontam algumas vantagens e desvantagens deste *software* apresentadas na Tabela 24:

Tabela 24: Vantagens e desvantagens do *software* NVivo

<b>Vantagens</b>	<b>Desvantagens</b>
Minimiza a dedução de palavras	Demora tempo a codificar, principalmente quando há um grande conjunto de dados
A frequência com que aparecem palavras/frases não significa que são mais importantes	
O ponto de partida é a comparação do discurso/texto	
Permite uma visualização qualitativa ou quantitativa dos resultados	

Fonte: Adaptado de Illia et al. (2014)

O *software* de Análise de Dados Qualitativa Assistida por Computador NVivo apresenta-se aos utilizadores com três principais conjuntos de comandos, no menu principal do lado esquerdo da plataforma (Figura 3): Importar, Organizar e Explorar. Cada um destes comandos está organizado por separadores com várias pastas cada, a saber (versão traduzida em português do Brasil):

O comando “Importar” inclui o separador “Dados”, separador dividido em três pastas, que permitem, essencialmente, armazenar dados importados ou criados na plataforma e classificá-los com atributos: Arquivos, Classificação de arquivo e Externos.

O comando “Organizar” incorpora quatro separadores. O primeiro é a “Codificação”: de forma a analisar as entrevistas, a plataforma permite criar códigos de acordo com os temas identificados nos dados obtidos na recolha qualitativa. Neste separador, dividido em quatro pastas, é possível codificar os dados, tanto por códigos criados pelo utilizador, como por códigos definidos na plataforma: Códigos; Sentimento; Relacionamentos; Tipos de relacionamento. “Casos” é o segundo separador com duas pastas, que permite a análise dos dados por atributos: Casos e Classificação de caso. O terceiro separador, “Notas”, com quatro pastas, permite anotar e vincular conteúdo dos dados em análise através de: Memorandos, Matrizes estruturais, Anotações e Vínculos. O último separador “Conjuntos” permite ao utilizador criar coleções de itens do projeto estáticas ou dinâmicas: Conjuntos estáticos e Conjuntos dinâmicos.

“Explorar” é o último comando deste menu que abrange três separadores. “Consultas” é separador que possibilita que a plataforma configure diferentes formas de consultar os dados. Permite criar critérios e apresentar os dados da forma que for mais útil ao utilizador. Existem 3 pastas: Critérios de consultas, Resultados da consulta e Matrizes de codificação. No segundo separador “Visualizações” é possível criar diagramas, possibilitando ao utilizador mostrar de forma visual a relação entre dados do projeto: Mapas. Por fim, o separador “Relatórios” permite obter as definições de configuração de relatórios resumo das informações selecionadas no projeto, num formato pronto para exportar: Relatórios formatados e Relatórios de texto.

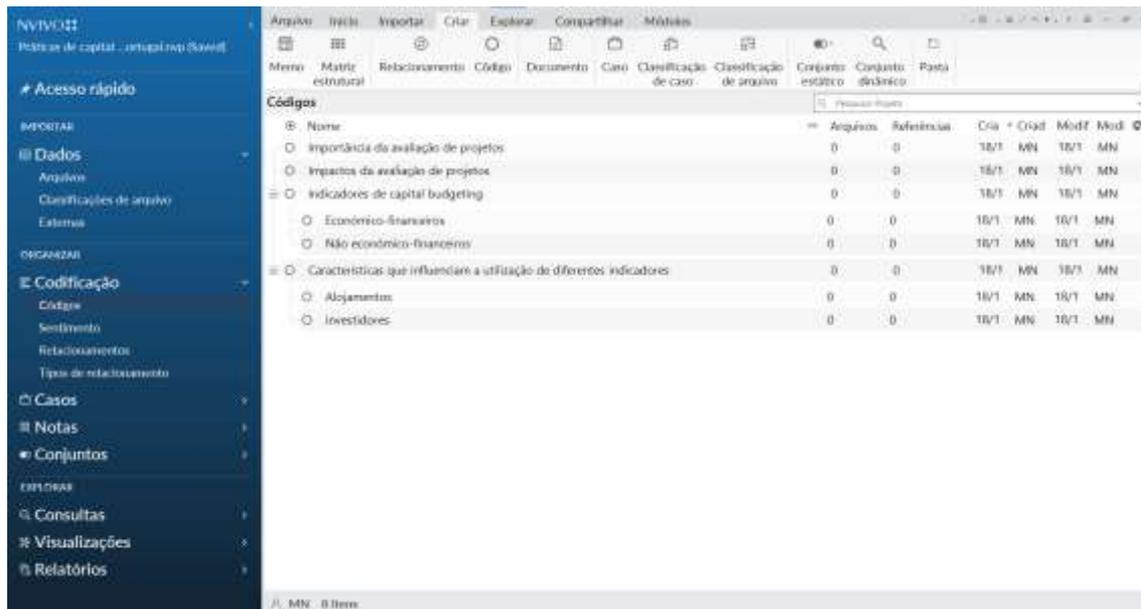


Figura 3: Ilustração do *Software NVivo*

Fonte: Adaptado de *Software NVivo*

Após a escolha do *software* de análise, as entrevistas exploratórias transcritas foram submetidas na plataforma e codificadas de acordo com as dimensões já definidas previamente no subcapítulo 3.2. e novamente identificadas na Tabela 25.

Tabela 25: Códigos definidos para analisar entrevistas no NVivo

Área de estudo	Dimensões
Importância da Avaliação de Projetos	Importância da Avaliação de Projetos
Impactos da avaliação de projetos	Impactos da avaliação de projetos
Indicadores de <i>capital budgeting</i>	Económico-financeiros
	Não Económico-financeiros
Características que influenciam a utilização de diferentes indicadores	Alojamentos
	Investidores

Fonte: Elaboração própria

A análise das respostas obtidas sobre a lista de indicadores apresentada aos entrevistados foi feita na aplicação Excel. De forma a apresentar e a discutir os resultados obtidos da melhor forma, agruparam-se as respostas dos 8 entrevistados no Excel. Foi realizada uma tabela com a síntese das respostas, considerando a frequência absoluta das respostas dadas de SIM e NÃO às perguntas “Conhece?” e “Utiliza?” e a moda das respostas sobre o grau de importância, de 1 a 5, de acordo com a escala de Likert (1 – pouco importante e 5 - muito importante), por indicador previamente identificados na revisão da literatura. As apresentações dos resultados encontram-se no próximo capítulo.

### **3.5. Conclusão**

Neste capítulo foram apresentadas as escolhas metodológicas tomadas de forma a ser possível responder à pergunta da investigação e aos respetivos objetivos definidos inicialmente.

Este estudo define-se como uma investigação qualitativa exploratória, em que o estado da arte do tema em análise foi discutido, primeiro, através da elaboração de uma Revisão Sistemática da Literatura e, posteriormente, por uma revisão da literatura, com artigos identificados através do processo de “bola de neve”. A recolha de dados foi realizada através de inquéritos por entrevista exploratórios, em que se consideram uma mais-valia a experiência e perspetivas dos entrevistados para responder à questão da investigação.

Nesta investigação foram entrevistadas oito entidades que abrangem todas as vertentes do subsetor do alojamento turístico. Estes representantes distribuem-se por quatro categorias: investigadores, empresas de consultoria, empresas do subsetor do alojamento turístico e as entidades/associações do setor do turismo.

Após a realização das entrevistas exploratórias e da sua transcrição, foi utilizado o *software* de Análise de Dados Qualitativa Assistida por Computador NVivo, permitindo uma análise dos dados qualitativos obtidos, através das entrevistas exploratórias, mais correta e fidedigna.

## CAPÍTULO 4 | ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1. Introdução

Este capítulo divide-se em duas partes: apresentação dos resultados e discussão dos mesmos. Na primeira componente, vão ser analisados os dados provenientes das oito entrevistas exploratórias realizadas. Esses dados serão analisados de acordo com a estrutura da entrevista, traduzida nos códigos criados no *software* NVivo: importância e impactos da avaliação de projetos, indicadores de *capital budgeting* económico-financeiros e não económico-financeiros, características que influenciam a utilização de diferentes indicadores, tanto associadas aos alojamentos (empresas) como aos investidores/gestores.

Na segunda componente, vão ser discutidos os dados obtidos, comparando-os com os resultados apresentados na literatura existente. Este processo levará à obtenção de respostas, relativamente aos pressupostos da investigação colocados no início do estudo.

### 4.2. Apresentação dos resultados

Ao realizar as entrevistas, foi possível compreender melhor a temática em estudo, principalmente devido à grande diferenciação de entidades representativas do setor do Turismo, com ligação direta ao alojamento, que foram entrevistadas.

Todos os entrevistados responderam a todas as questões de acordo com a sua realidade, pelo que, muitas vezes o pensamento foi construído não tendo em conta a perspetiva global do tema, mas utilizando a perspetiva vivida diariamente (experiência pessoal e crenças dos entrevistados).

Devido à proteção dos dados, os entrevistados não serão identificados na apresentação e discussão dos resultados. Assim, a identificação será realizada da seguinte forma (sem nenhuma ordem associada aos entrevistados):

- Investigadores (IN): IN1, IN2;

- Empresa de Consultoria (EC): EC1, EC2;
- Empresas do subsetor do alojamento turístico (AT): AT1, AT2;
- Entidades/associações do setor do Turismo (ET): ET1, ET2.

#### 4.2.1. Importância da avaliação de projetos

A primeira questão colocada nas entrevistas exploratórias realizadas, pretendia compreender a importância atribuída pelos entrevistados ao processo de avaliação da viabilidade de projetos de investimento. A opinião foi unânime, pois todos consideram este processo extremamente importante e fundamental.

O AT1 considera que, *“qualquer projeto, qualquer investimento versa o sucesso”* e afirma que a definição de sucesso, para além de ser *“que o produto/projeto sirva os fins a que se destina”*, essencialmente, significa *“que quem investe tenha retorno (...), ou seja, tem de ser algo que está muito bem planeado e estruturado e não vai nascer por acaso”*.

O ET2 refere que *“a questão do estudo de viabilidade económico-financeiro é essencial para a tomada de decisão.”* E acrescenta que *“este estudo de viabilidade económico-financeiro deve estar integrado num plano de negócios, porque o plano de negócios é a base dessa decisão”*. O AT2 corrobora esta afirmação dizendo que *“antes de dar início a um projeto tem de se estudar a viabilidade.”* Na sua forma de ver, deve-se *“começar por fazer um plano de negócios, (...) que tem de se basear em determinados indicadores”*.

O ET1 refere ainda que *“não só no alojamento turístico, mas em qualquer área de negócio é obrigatório, em qualquer projeto de investimento, analisar a sua viabilidade económico-financeira”*.

O inquirido IN2 afirma que *“para a sustentabilidade de qualquer projeto é crucial que a entidade promova um exercício de viabilidade de um projeto, não só por questões internas de capital próprio, mas também de endividamento. Não há nenhuma organização*

*que queira ter um projeto sustentável a médio/ longo prazo que não se tente prevenir com um exercício de receitas e custos por um período relativamente longo*". Tal permite que, como diz o EC2, *"qualquer promotor perceba o que vai encontrar daqui para a frente, a partir do momento que desenvolve o projeto"* (EC2).

Considerando, de um modo particular, na indústria do alojamento, o EC1 declarou que *"em qualquer projeto de investimento na área do alojamento em particular, qualquer unidade de alojamento, por mais pequena que seja, tem um investimento associado relevante. Portanto quanto maior for o investimento maior tem de ser a perceção de risco e, portanto, (...) o estudo de viabilidade é um instrumento muito importante para ajudar a tomar decisões"*.

O ET2 mencionou que outra questão relevante é que *"se se tratar de uma empresa que já tem outras atividades e que quer fazer uma nova unidade de alojamento, é importante fazer dois estudos de viabilidade: (1) viabilidade económico-financeira do projeto e (2) a viabilidade económico-financeira da empresa, porque uma coisa pode ter impacto na outra"*.

As empresas de alojamento turístico acrescentaram que *"após sabermos quanto será o valor de ganhos por ano, também conseguimos saber até quanto é que estamos dispostos a investir"* (AT2). O AT1 refere que *"independentemente do êxito ou não êxito do projeto, quando o investimento avança, ele avança mesmo e, portanto, aí chegamos a um ponto irreversível. Atualmente, quase ninguém faz projetos apenas com o seu capital próprio"*. O AT2 justifica que tal acontece *"porque o empresário ou tem pouco capital próprio ou porque não o quer investir. Como Portugal é um país pequeno não há muito capital, não há muitas formas de ter acesso a capital"*.

Os entrevistados realçaram que, ao realizar o *"estudo de viabilidade económico-financeira (...), é que se vai tentar perceber, para fazer o seu investimento, que fontes de financiamento é que necessita, ou seja, se tem capital próprio, se não tem capital próprio e se precisa também de capitais alheios e quais os capitais alheios que se utilizam no mercado"* (ET2). O IN1 reforça esta ideia afirmando que *"os projetos só devem ser financiados depois de terem uma avaliação, de preferência económico-financeira e, também, de preferência, uma avaliação de custo-benefício"*.

O inquirido EC1 também se pronunciou sobre a questão do financiamento dizendo que *“quando partimos para a avaliação económico-financeira do lado do projeto, olhamos para as necessidades de investimento do projeto. (...) Em função do modelo de financiamento que arranjamós é que o projeto pode ser mais ou menos viável, porque em função do financiamento pode ter associados custos que noutra abordagem pode não implicar”*.

#### **4.2.2. Impactos da avaliação de projetos**

Durante a entrevista, os indivíduos foram questionados sobre que impactos positivos e negativos existem, ao realizar a avaliação de projetos de investimento. A maioria das entidades entrevistadas só destacou vantagens, tendo o IN2 referido que considera *“maiores as vantagens do que as desvantagens”*.

O entrevistado ET1 afirmou que um dos aspetos positivos em avaliar os projetos é, à partida, o promotor *“perceber se o conceito é o adequado, se está na localização correta, se a concorrência permite ocupar mais um lugar no mercado onde vai operar, se é financiado, como é que é financiado”*. Outro disse que o estudo permite entender *“se o projeto é ou não viável e se faz sentido, ou não, avançar”* (AT2).

O EC2 expôs como vantagens *“(1) o promotor saber exatamente aquilo com que pode contar, saber exatamente quanto vale o seu negócio”* e ainda referiu que *“(2) com base numa análise da viabilidade, o promotor poder captar mais facilmente quer investimento quer financiamento”*.

Outro aspeto apontado como positivo foi o facto de o promotor perceber, através do estudo, qual *“o impacto que o projeto tem na comunidade (...). O turismo é caracterizado fundamentalmente por nano empresas, daí ser fundamental conseguir perceber a rentabilidade do projeto em si, do efeito multiplicador e do efeito de cadeia que ele suscita nos locais. O projeto deve-se integrar em cadeias de valor que vão promover a cultura local, os eventos, a gastronomia”* (IN1). O ET2 referiu que, ao avaliar um projeto, *“o investidor vai pensar na sua ideia (...) e vai ter de perceber que impacto é que o seu projeto vai ter no*

*mercado, que valor é que cria para o seu cliente, de que modo é que se vai diferenciar para a comunidade*". O IN2 também afirmou que *"uma integração entre a empresa e a comunidade é fundamental"*.

Os entrevistados ET2 e EC1 rematam dizendo que estudar a viabilidade de projetos *"ajuda a tomar decisões"* (EC1), *"porque desta forma o investidor ou empresário vai tomar uma decisão de investir mais informada"* (ET2).

No que diz respeito aos aspetos negativos inerentes ao processo de avaliação de projetos, a maioria dos entrevistados (ET1, ET2, IN1, IN2 e AT2) não encontra desvantagens, considerando que a *"única desvantagem é não fazer"* (ET1) o estudo. O entrevistado ET2 refere que *"não vale a pena fazer um investimento sem fazer um estudo de viabilidade económico-financeiro"*.

O EC1 e o EC2 identificaram o mesmo ponto negativo inerente à avaliação de projetos: *"o custo associado à avaliação de projetos muitas vezes é um constrangimento, pois muitas vezes têm que recorrer a uma prestação de serviço externa"* (EC1). No entanto, o EC2 explica que o custo *"deve ser visto como parte do investimento e não como um custo per si. Mesmo num projeto que a empresa venha a estudar e a viabilidade seja negativa, isso significa que houve uma poupança num investimento que não faz sentido executar"*.

O entrevistado AT1 destaca ainda que *"às vezes, o mal dos investimentos é que uma pessoa começa com uma ideia peregrina de investir 10 milhões e, de repente, esses 10 milhões não são nada, porque os estudos foram mal feitos"*. Outra razão apontada para que os projetos não corram como previsto no estudo relaciona-se com o facto de haver *"muitos empreendedores (principalmente pequenos empresários) que não gostam de ouvir coisas que não querem ouvir e depois a informação do estudo dá-lhes isso. Tal é a vontade de ver as coisas a acontecer que os negócios a seguir 'espalham-se ao comprido', porque não têm a mínima noção para onde vão"* (EC1).

### 4.2.3. Indicadores de *capital budgeting*

A área codificada como ‘Indicadores de *capital budgeting*’ é a componente central da entrevista exploratória, uma vez que os dados obtidos permitirão responder à pergunta de investigação. Esta vertente encontra-se dividida em duas das questões colocadas.

Na primeira questão desta temática, foi pedido aos entrevistados que enumerassem os indicadores que utilizam ou que consideram relevantes no processo de avaliação de projetos, tanto económico-financeiros como não económico-financeiros.

Após esta identificação, foi apresentada, aos entrevistados, uma tabela (Apêndice 1) com uma lista de técnicas, encontradas na revisão da literatura, económico-financeiras e não económico-financeiras (Capítulo 2) e foi pedido que indicassem se conhecem as técnicas apresentadas, se as utilizam ou se consideram que se deva utilizar, e que atribuíssem o grau de importância a cada técnica (de 1 a 5), de acordo com a escala de Likert (1 – pouco importante, 5 – muito importante).

As respostas às duas questões serão apresentadas segundo as duas dimensões de indicadores em análise nesta investigação: económico-financeiros e não económico-financeiros.

#### **Económico-financeiros**

No que diz respeito às dimensões de avaliação de projetos, o EC1 considera que “*está no topo da pirâmide de qualquer projeto de investimento, a viabilidade económico-financeira*”.

Os indivíduos IN1, ET2 e EC1 identificaram três indicadores em comum: o NPV, a IRR e o PB. O IN1, para além destes três, também identificou os “*postos de trabalho que são criados*”. O ET2 e o EC1 acrescentam ainda a “*análise de sensibilidade (sensitivity analysis), ou seja, perceber se se reduzir 10% das receitas/rendimentos o que acontece e se se aumentar 10% dos gastos de exploração o que acontece*” (ET2).

Para o ET1, em termos económico-financeiros, é necessário incluir no estudo de viabilidade “*a previsão do volume de negócios que vão realizar anualmente, o NPV, o PB e o Break Even Point*”. Explica que a utilização do PB se deve à “sua simplicidade”. Acrescenta ainda que, para além destes indicadores, também é importante “*definir cenários (scenario analysis), porque estamos num grande momento de incerteza na atividade turística*”, e portanto, definir cenários “*ajuda a tomar decisões de investimento*” (ET1).

O IN2 apenas identifica dois indicadores de avaliação de projetos de investimento: “*Taxa Interna de Rendibilidade (IRR) ao longo de um certo período*”; e a “*eficiência marginal do capital. Esta eficiência marginal do capital tem que ver com as perspetivas futuras em termos de pessimismo ou otimismo dos empresários*”.

Para o EC2, os indicadores financeiros mais importantes são: “*IRR, NPV, taxa de desconto e taxa de capitalização*” (EC2). O indivíduo AT1 afirma que, para que um investimento tenha “*rentabilidade tem que ter um preço justo*”, logo há a necessidade de se preocupar com “*o custo com pessoal, o custo da lavandaria, o custo de energia, entre outros custos*”.

Relativamente a indicadores que só fazem sentido serem utilizados em alojamentos turísticos, os entrevistados enumeram alguns. A análise da viabilidade para o AT2 tem que ter “*taxas médias de ocupação, preço médio por noite e/ou por época do ano*”. Acrescenta que tem de ter “*a análise da conjuntura com: as taxas de juro disponíveis no mercado; análise do momento económico; taxas de previsão de crescimento associadas ao mercado turístico; e taxa de poupança, pois se a taxa de poupança for alta as pessoas não estão dispostas a gastar dinheiro para dormir fora de casa*”.

Para o ET1 é indispensável avaliar “*o ‘preço médio de construção por quarto’ que se relaciona com a categoria do hotel, ou seja, há aqui uma referência em que acima da qual o projeto pode deixar de ser viável e até esse valor torna-se viável*”.

O EC2 refere que outros indicadores importantes de incluir nos estudos de viabilidade são o “*ADR (Average Daily Rate), preço médio, taxa de ocupação, REVPAR (revenue per available room - quanto é que cada quarto contribui, receita média), todos os custos, o GOP, EBITA, e por fim, os ‘indicadores do Sully’*”.

O EC1 afirma que existem dois indicadores inerentes aos alojamentos aos quais dão muito atenção na empresa de consultoria: “*preço médio por noite e a taxa de ocupação quarto*”.

De seguida, expõem-se, na Tabela 26, os indicadores económico-financeiros mostrados aos entrevistados. As respostas (Sim ou Não) às duas primeiras perguntas colocadas na tabela estão apresentadas por frequência absoluta e à terceira pergunta, o grau de importância, encontram-se representadas pela moda das respostas dadas. Nesta última, a moda pode ser um número de 1 a 5 (1- pouco importante, 5 – muito importante), NC (não conhece) e/ou N/A (Não aplicável).

Assim, pelos resultados, é possível verificar que a maioria das entidades conhece e atribui importância 4 ou 5 aos indicadores NPV, IRR, PB, ROI, *sensitivity analysis* e *cost-benefit ratio*, incerteza e risco na implementação de um projeto de investimento, preço médio por noite e taxa de ocupação por quarto.

Os indicadores que, pela moda das respostas, se constata que a maioria dos entrevistados não conhece são MIRR, PI, DPB, ROV, *Monte Carlo simulations*, VaR, CAPM, EVA, EMA, *Hurle rate* e *irreversibility*. O ARR é conhecido pela maioria, no entanto tem uma importância com moda ‘2’.

Existem ainda indicadores multimodais: WACC, *game theory*, *decision tree analysis* e *probability theory*. O WACC apresenta como modas 5 e NC. Os entrevistados EC1, EC2 e ET2 responderam ‘5’ e os IN1, IN2 e AT2 responderam ‘NC’. Ao *game theory* correspondem as modas ‘NC, 4 e N/A’, indicando que a maioria não o considera no estudo de viabilidade, apesar de haver dois entrevistados que o acham importante (o IN1 e o ET1 assinalaram-no com grau de importância 4). O indicador *decision tree analysis* tem uma moda igual à do *game theory*, no entanto, quem respondeu ‘4’ foram outros entrevistados: o AT1 e o ET2. A *probability theory* apresenta para valores da moda ‘NC, N/A e 1’, indicando que os entrevistados não consideram nada relevante este indicador ou nem o conhecem.

Tabela 26: Frequência absoluta e moda das respostas dos entrevistados sobre os indicadores económico-financeiros

Indicador/prática de <i>capital budgeting</i>	Conhece? (frequência absoluta)		Utiliza? (frequência absoluta)		De 1 a 5, que importância atribui?		
	Sim	Não	Sim	Não	Moda de 1 a 5		
<b>Financeiros:</b>							
ARR (accounting rate of return)	7	1	3	5	2	-	-
PB (payback period)	8	0	8	0	5	-	-
ROI (return on investment)	8	0	6	2	4	-	-
Cost-benefit ratio	8	0	6	2	5	-	-
EMA (earnings multiple approach)	2	6	1	7	NC	-	-
NPV (net present value)	7	1	7	1	5	-	-
IRR (internal rate of return)	8	0	8	0	5	-	-
MIRR (modified internal rate of return)	3	5	2	6	NC	-	-
PI (profitability index)	3	5	2	6	NC	-	-
DPB (discounted payback period)	4	4	4	4	NC	-	-
Hurdle rate	4	4	3	5	NC	-	-
ROV (real option valuation)	4	4	1	7	NC	-	-
EVA (economic value added)	4	4	2	6	NC	-	-
Monte Carlo simulations analysis	3	5	0	8	NC	-	-
Sensitivity analysis	6	2	5	3	5	-	-
VaR (Value at Risk)	4	4	3	5	NC	-	-
Probability theory	6	2	2	6	NC	N/A	1
Game theory	5	3	2	6	NC	4	N/A
Decision tree analysis	6	2	2	6	NC	4	N/A
Irreversibility	2	6	2	6	NC	-	-
CAPM (capital asset pricing model)	2	6	0	8	NC	-	-
WACC (weighted average cost of capital)	5	3	5	3	5	NC	-
Incerteza e risco na implementação de um projeto de investimento	8	0	8	0	5	-	-
Preço médio por noite	8	0	8	0	5	-	-
Taxa de ocupação por quarto	8	0	8	0	5	-	-

Fonte: Elaboração própria

### Não económico-financeiros

No que diz respeito a indicadores de dimensão não económico-financeira houve uma menor concordância nas respostas dos entrevistados à primeira questão colocada.

O IN2 observa que a experiência dos recursos humanos e questões relacionadas com as alterações sociais (mobilidades das pessoas por causa da pandemia Covid-19) são dois aspetos importantes de avaliar.

Para o AT1, esta temática é uma questão muito relevante, identificando, como questões a ter em atenção no estudo de viabilidade, a concorrência de projetos e de investidores, as infraestruturas desenvolvidas à volta do alojamento, as facilidades de acesso, a inovação do projeto e a segurança do projeto. O AT2 também realçou a importância em avaliar a envolvente do alojamento.

Para o IN1 “*é fundamental que haja outras dimensões de análise para além da económico-financeira*”. Este investigador disse que, neste momento encontram-se em apresentação na Europa os “*5 objetivos da comissão europeia (EU Policies for 2021-2027): (1) A smarter Europe – promover transformações económicas inovadoras e inteligentes; (2) A greener, low carbon Europe – transição energética limpa e justa e investimento azul, a economia circular, a adaptação climática e a prevenção e gestão de riscos. Por exemplo, o consumo de energia mais baixo (usar painéis solares) e reciclagem; (3) A more connected Europe – reforçando a mobilidade e a conectividade regional das TIC. Por exemplo, a digitalização, conseguir digitalmente ligar o projeto às entidades regionais ou ao Turismo de Portugal para fornecer informação; (4) A more social Europe – implementação do pilar europeu dos direitos sociais. Avalia de que forma o projeto inclui pessoas de raças diferentes, migrantes, mulheres (equilíbrio de género); (5) A Europe closer to citizens - fomentando o desenvolvimento sustentável e integrado das zonas urbanas, rurais e costeiras e das iniciativas locais*”. E remata dizendo que “*no futuro, o setor do alojamento deve ter estes vetores, porque estes são os indicadores a considerar pelos financiamentos europeus para a década 20/30*”.

Nesta dimensão, o ET2 também apresentou indicadores que começaram a ser apresentados e discutidos este ano (2021): “*indicadores ESG (environmental, social and corporate governance)*”. Continua explicando que estes “*indicadores já estão nos bancos e vão contribuir para a análise de rating (risco) das empresas, em princípio, no novo quadro comunitário ‘Portugal 20-30’*. Esta é uma preocupação que vai estar em todo o tipo de análises e também nos financiamentos”. Conclui afirmando que “*a preocupação atual é que as empresas, na sua cultura organizacional, consigam demonstrar que têm esses tais*

*critérios ESG (são todos não financeiros) nas suas empresas. Isto está a começar a crescer em termos de conhecimentos e talvez no próximo ano já esteja muito presente”.*

O ET1 considera que “*existem indicadores sociais e de eficiência ecológica*”, mas com pouca relevância na análise de viabilidade, afirmando que “*nem a banca se preocupa com isso*”. No entanto, identifica como bastante importantes para uma análise e posicionamento no mercado.

Para os inquiridos EC1 e EC2 esta ainda não é uma questão de grande relevância. O EC1 identifica “*talvez o emprego, porque no âmbito das candidaturas é necessário definir a questão do emprego*” e acrescenta a “*questão ambiental*”, dizendo que nenhum destes indicadores “*se inclui no apoio à tomada de decisão*”.

Na tabela 27, encontram-se os resultados obtidos relativamente aos indicadores não económico-financeiros apresentados, na mesma lógica da Tabela 26. No que diz respeito ao indicador ‘Conformidade com a Estratégia de desenvolvimento portuguesa’ a moda da importância é 5, no entanto apenas o EC1, EC2 e ET2 assumem-no como muito importante, deixando a indicação que este indicador deveria ser substituído pela “*estratégia definida para o setor do Turismo, atualmente Estratégia 20-27*”.

Relativamente aos indicadores relacionados com o ambiente, pela moda foram todos considerados muito importantes, exceto a entidade ET1 que os considerou pouco importantes. O ET2 voltou a reforçar a utilização dos indicadores ESG, em vez dos apresentados pela investigadora.

No que concerne aos indicadores relacionados com a vertente social, apenas o ‘desenvolvimento de infraestruturas na área circundante’, o ‘número de postos de trabalho criados’ e a ‘reputação do país’ foram considerados muito importantes. O ET2 sugeriu que o ‘desenvolvimento de infraestruturas na área circundante’ fosse trocado pela medição das “*parcerias criadas com as infraestruturas circundantes*” ao alojamento e que a ‘reputação do país ou região’ fosse substituído pela avaliação do indicador “*área com potencial desenvolvimento turístico*”.

Relativamente aos indicadores que integram a área da segurança, foram considerados como muito importantes a ‘segurança da informação’, a ‘independência tecnológica na

utilização de tecnologias de informação transversais’ e a ‘segurança cultural’. O ET2 constatou que a questão da segurança, apesar de ser importante não se aplica no contexto do estudo de viabilidade e o EC2 referiu que se forem estudos “*feitos na Guiné-Bissau são questões importantes de avaliar*”, mas que em Portugal não se aplica. Esta segunda afirmação foi apoiada pelos restantes entrevistados, exceto o AT1, que se referiram aos indicadores da segurança como não aplicáveis.

A ‘data de execução do projeto’, o ‘congestionamento na área circundante’ e o ‘desenvolvimento de um novo modelo’ de negócio também foram considerados indicadores importantes de avaliar, enquanto o ‘nível de ruído no aeroporto’ foi considerado como não aplicável no estudo de viabilidade. A ‘aplicação em massa do resultado do projeto’ tanto foi considerado um indicador com importância 4 como com importância 1. O EC1 e o AT1 responderam 4, o IN1 e o ET1 classificaram-no como 1.

Tabela 27: Frequência absoluta e moda das respostas dos entrevistados sobre os indicadores não económico-financeiros

Indicador/prática de <i>capital budgeting</i>	Conhece? (frequência absoluta)		Utiliza? (frequência absoluta)		De 1 a 5, que importância atribui?	
	Sim	Não	Sim	Não	Moda de 1 a 5	
<b>Não financeiros:</b>						
Conformidade com a Estratégia de desenvolvimento portuguesa	8	0	6	2	5	-
Estabilidade do ecossistema da região, do país	8	0	6	2	5	-
Responsabilidade ambiental	7	0	7	1	5	-
Análise ambiental do impacto dos efeitos nocivos de uma empresa ou da sua área de influência	8	0	5	3	5	-
Análise ambiental da área contaminada de uma empresa ou território de uma empresa	7	1	3	5	5	-
Eficiência energética e poupança de energia	8	0	7	1	5	-
Crescimento do índice de desenvolvimento humano na região, país (IDH)	8	0	2	6	N/A	-
Propagação de doenças no projeto	8	0	2	6	N/A	-
Saúde pública	8	0	4	4	N/A	-
Desenvolvimento de infraestruturas na área circundante	8	0	7	1	5	-
Número de postos de trabalho criados	8	0	7	1	5	-

Reputação do país ou região	8	0	8	0	5	-
Segurança dos recursos	7	1	2	6	N/A	-
Segurança científica e técnica	6	2	2	6	N/A	-
Segurança da Informação	8	0	6	2	5	-
Independência tecnológica na utilização de tecnologias de informação transversais	6	2	4	4	5	-
Segurança Migratória	8	0	3	5	N/A	-
Segurança cultural (preservação das tradições culturais, património)	8	0	6	2	5	-
Segurança político-militar	7	1	2	6	N/A	-
Atividade Antiterrorista	8	0	2	6	N/A	-
Data de execução do projeto	8	0	7	1	5	-
O desenvolvimento de um novo modelo tecnológico	8	0	7	1	5	-
Aplicação em massa do resultado (produto, serviço) do projeto	7	1	5	3	4	1
Níveis de ruído no aeroporto	7	1	1	7	N/A	-
Congestionamento na área circundante	8	1	4	3	4	5

Fonte: Elaboração própria

#### 4.2.4. Características que influenciam a utilização de diferentes indicadores

As últimas questões colocadas nas entrevistas tinham como objetivo perceber se existem e identificar características que possam influenciar a utilização de diferentes práticas de *capital budgeting*, na opinião dos inquiridos. Foram colocadas perguntas para obtenção de características associadas tanto aos alojamentos (empresas) como aos investidores (empresários que tomam decisões de *capital budgeting*).

##### Alojamento

No que diz respeito aos alojamentos, a maioria dos entrevistados indicaram algumas características que acreditam que influenciam os indicadores utilizados nos estudos de viabilidade.

O ET1 considera que “*naturalmente que haverá projetos que terão um tipo de indicadores e outros que terão outro tipo*” referindo-se maioritariamente a indicadores de

dimensão não económico-financeira. Neste sentido, o EC2 sugere que *“as características da unidade afetam muito os custos que afetam a rentabilidade”* do projeto, daí a necessidade de o avaliar antes de investir.

O ET1 afirma que *“faz sempre sentido que o tipo de alojamento influencie o tipo de indicadores utilizados (...), porque nem todos indicadores fazem sentido para todos os projetos”*. E explica ainda que *“naturalmente tendo em conta o conceito do hotel, do alojamento, cada empresário ajusta à sua necessidade e realidade”*. Para além do tipo e conceito do alojamento, o ET1 acrescenta que *“a dimensão vai obviamente influenciar diretamente os indicadores que tenho de utilizar”*, pois irá ter influência nos *“recursos humanos e/ou infraestruturas”*. Outra característica identificada foi *“o público-alvo para o qual o nosso alojamento se direciona”*. O ET1 explica que *“se eu estiver a pensar em ter um hostel, em que os clientes serão backpackers ou clientes individuais que terão tendência a ter preocupações ambientais maiores do que um casal na reforma”*, irá influenciar na definição dos indicadores (ET1).

Para o IN1, os indicadores a utilizar *“são uma função de condicionantes internas e externas. As internas têm a ver com a localização (nível desenvolvimento), dimensão e tipologia (de alojamento) do projeto. As dimensões externas estão relacionadas com o país, nível de desenvolvimento do turismo no país, problemas com banca, e taxa de risco de investimento relacionado com projetos”* (IN1). Tanto para o ET1 como para o IN1, a *“estrutura da propriedade da empresa também influencia”*.

A esta questão, o IN2 respondeu que *“há características que têm que ver com a escala (dimensão e recursos humanos), com o tempo (sazonalidade) e o espaço (localização)”* do projeto, que estão *“intrinsecamente ligados ao sucesso de um empreendimento”* e, por isso, têm que ser avaliados. De forma a explicar a característica ‘localização’, afirma que *“se a envolvente do projeto não ajudar, quer ao nível de infraestruturas, quer ao nível dos recursos patrimoniais, quer ao nível da limpeza, tudo que tenha que ver com uma envolvente adequada, esse investimento está seguramente em risco”* (IN2).

O EC1 também identifica como características *“a dimensão e a localização do projeto”*. Em relação à dimensão, explica que *“um projeto pequenino tem tendência a focar-*

*se em coisas muito objetivas, enquanto um projeto numa escala maior contempla outros tipos de preocupações que um pequeno projeto não considera”.*

O AT1 identifica como características a *“história do empreendimento”*, as *“infraestruturas e acessibilidades”*, a *“localização e dimensão”* do alojamento. O AT2 também identifica a *“localização como a principal característica”*, seguida do posicionamento/conceito do alojamento, como características que influenciam apenas os indicadores não económico-financeiros.

Apenas para o entrevistado ET2 não existem características inerentes aos alojamentos que influenciem a utilização de diferentes indicadores, afirmando que utilizam *“exatamente os mesmos indicadores”* independentemente de qualquer característica apresentada anteriormente.

### **Investidores**

Relativamente a características associadas aos investidores, as respostas não foram tão unânimes como para os alojamentos. No que diz respeito aos gestores, o ET1 afirma que a *“idade”* influencia, explicando que *“não quer dizer que um gestor mais jovem é menos competente, isso não está em causa. Mas a experiência de trabalho pode fazer a diferença”*. Após serem questionados pela investigadora, concluíram que o *“género não pode ter influência”* e que o *“comportamento financeiro do gestor”* apenas influencia *“a decisão do gestor com base no indicador, ou seja, pode dar mais atenção a um indicador que a outro”*.

Para o IN1, as características que influenciam ou *“são traços de personalidade ou são políticas”* (dependendo do partido que está no governo). Em relação aos traços de personalidade, aponta que *“há diferenças em função de género, raça, conhecimentos, zona do país onde reside e convicções políticas”*. Estas diferenças, para o IN1, acontecem porque *“a gestão e a economia são ciências sociais, ou seja, em função de diferentes perspetivas, os indicadores utilizados são diferentes”*. No entanto, também expõe que *“é preciso encontrar um equilíbrio de indicadores”*, pois se o empresário não considerar indicadores *“como o emprego, o NPV, a IRR, PB, etc, o alojamento vai à falência”*.

“O conhecimento que o investidor apresenta” foi a característica apontada pelo IN2. O inquirido explica que “*não é uma questão de género, é uma questão de conhecer o setor, se tem experiência no setor e se estuda ou não o setor*”. O IN2 remata este tema dizendo que “*um promotor tem de conhecer o setor para não perder dinheiro e também tem que ter uma atitude de grande responsabilidade para com a sociedade*”.

O EC1, o EC2 e o AT2 consideram que o “*conhecimento do promotor na área de negócio e a experiência acumulada são importantes*” no processo de *capital budgeting*. O EC2 afirma que o seu estudo de viabilidade é influenciado pela “*experiência e formação do investidor/gestor*”, uma vez que a gestão realizada por alguém que é novo no setor pode ser menos rigorosa do que se for realizada por alguém muito experiente na área, que, em princípio, terá um maior controlo dos custos.

Para estes três entrevistados (EC1, EC2 e AT2) “*idade, género e comportamento financeiro*” não têm impacto na avaliação da viabilidade dos projetos de alojamento.

Para o AT1 e o ET2 não há características inerentes aos investidores que influenciem a utilização de diferentes indicadores. O ET2 considera ainda que os indicadores que são considerados “*importantes e normais (o NPV, a IRR e o PB)*” todos os que tomam decisões de investimento têm que os utilizar e, realmente, utilizam-nos.



### 4.3.1. Avaliação de projetos

Esta primeira secção apresentará a discussão dos resultados relativamente à importância da avaliação de projetos de investimento, mais especificamente de projetos de alojamento turístico, respondendo ao pressuposto de investigação apresentado na Tabela 28.

Tabela 28: “Importância da avaliação de projetos”: objetivo e pressuposto

<b>Pressuposto da investigação</b>	<b>Área</b>	<b>Objetivo da entrevista</b>	<b>Dimensões</b>
A avaliação de projetos de investimento é considerada importante?	Importância da avaliação de projetos	Perceber a importância da avaliação de projetos	Importância da avaliação de projetos

Fonte: Elaboração própria

Tal como já foi identificado anteriormente, todos os entrevistados estão de acordo, concluindo que a avaliação de projetos é um processo de grande relevância para o bom funcionamento tanto do projeto como da empresa.

O objetivo de qualquer projeto de investimento é ter sucesso, tal como foi referido pelo AT1. Para que tal aconteça é necessário que as receitas sejam superiores aos custos e que o projeto escolhido para investir seja estrategicamente avaliado (Egbide et al., 2013; Latimer, 1980).

É relevante destacar que, tal como foi mencionado pelo entrevistado E1, também na literatura é dito por Egbide et al. (2013) que o estudo de viabilidade é um processo muito importante que deve ser aplicado a qualquer tipo de empresa, independentemente da sua dimensão, pois todas têm um investimento relevante associado.

Uma vez que Portugal é constituído maioritariamente por PMEs (IN1) e quase nenhum empresário utiliza capital próprio para investir, porque não o tem disponível (AT1

e AT2), é necessário recorrer a fundos de investimento. Estes estão disponíveis de várias formas, no entanto, para ter acesso a qualquer um deles é necessário apresentar um estudo de viabilidade do projeto em questão. Egbide et al. (2013), Michelon et al. (2020) e Neelakantam (2015) referem que este estudo tem que ser elaborado de modo cuidado e correto, visto que estes recursos não são ilimitados e têm que se traduzir em sucesso e rentabilidade. É necessário que o estudo mostre que a realização do projeto será capaz de sustentar a empresa e permitirá o aumento da competitividade da mesma no mercado (Egbide et al., 2013; Michelon et al., 2020; Neelakantam, 2015).

A avaliação da viabilidade de projetos de investimento na indústria do turismo é tão importante como nas restantes indústrias. A partir do momento em que se realiza o investimento, é difícil voltar atrás. Este conceito de irreversibilidade dos investimentos remete para a importância da qualidade da avaliação. Alguns autores afirmam que, para além da componente económico-financeira, é necessário olhar para outras componentes associadas aos projetos, como a ambiental e a social (Batra & Verma, 2017; Kendell, 1982; Latimer, 1980).

Na Tabela 29 são apresentados, nas primeiras cinco linhas, os cinco motivos pelos quais Pandey (2005) (cited by Egbide et al., 2013) e Egbide et al (2013) consideram que é importante realizar um estudo de viabilidade de projetos de investimento, seguidos do motivo que foi acrescentado pela componente prática desta investigação.

Tabela 29: Motivos que explicam a importância da avaliação de projetos

<b>Importância da avaliação de projetos</b>
Decisões acertadas influenciam a taxa de crescimento de uma organização
Projetos requerem grandes quantias de investimento
É difícil prever o futuro
Maioria das decisões têm um carácter irreversível
Decisões complexas de tomar, devido à dificuldade nas estimativas relativamente à incerteza e aos impactos sociais, tecnológicos, económicos e políticos
Projetos viáveis permitem o bom funcionamento tanto do projeto como da empresa

Fonte: Adaptado de Pandey (2005) (cited by Egbide et al., 2013) e Egbide et al (2013)

Assim, conclui-se que tanto os entrevistados como os vários autores analisados concordam que o processo de avaliação de projetos de investimento, independentemente do tipo de projeto, é muito importante para o seu crescimento sustentável e o de todas as partes envolvidas.

#### 4.3.2. Vantagens e desvantagens da avaliação de projetos

Nesta secção será discutida, juntamente com a literatura recolhida, a perceção dos entrevistados relativamente aos impactos positivos e negativos do processo de *capital budgeting* (Tabela 30).

Tabela 30: “Impactos da avaliação de projetos”: objetivo e pressuposto

<b>Pressuposto da investigação</b>	<b>Área</b>	<b>Objetivo da entrevista</b>	<b>Dimensões</b>
Será que a avaliação de projetos tem impactos negativos?	Impactos da avaliação de projetos	Conhecer a perceção que os entrevistados têm sobre as vantagens e desvantagens da avaliação de projetos	Impactos da avaliação de projetos

Fonte: Elaboração própria

Tanto na literatura como nas respostas obtidas nas entrevistas exploratórias, observou-se que são referidas mais vantagens do que desvantagens associadas ao processo de *capital budgeting*.

Na literatura, Souza et al. (2016) consideram, como um aspeto positivo da avaliação de projetos, a possibilidade de avaliar o impacto que o projeto irá ter na competitividade da empresa no longo prazo e não só o lucro pontual do projeto.

Para Michelon et al. (2020), o estudo da viabilidade permite a tomada de decisões acertadas que terão influência na estratégia e sustentabilidade da empresa, por períodos superiores a um ano (longo prazo). Projetos viáveis possibilitam obter receitas e diminuir custos.

Nas entrevistas, à semelhança da literatura, foi referido que, ao avaliar projetos de investimento, os investidores ficam com a noção de todas as vertentes do projeto tornando-se capazes de tomar as decisões mais acertadas sobre se devem investir ou em qual projeto devem investir. O impacto positivo mais identificado pelos entrevistados foi o seguinte: fazer um estudo de viabilidade permite tomar uma decisão mais informada, mesmo que seja igual à que se pretendia tomar antes da realização do estudo.

Na literatura, como aspetos negativos da realização do estudo de viabilidade de projetos, identificaram-se as despesas de tempo, de esforço e de dinheiro. No entanto, estas desvantagens são rapidamente compensadas: realizar este estudo permite antecipar o retorno do investimento, os custos associados ou o desperdício de dinheiro que poderia haver ao investir num projeto não viável (Kendell, 1982). Foi, ainda, identificada, como ponto negativo, a estimativa incorreta dos custos do financiamento, pois pode trazer dificuldades prejudiciais futuras para as empresas (O'Neill, 2000).

Relativamente a aspetos negativos, os entrevistados sentiram dificuldade em identificar aspetos negativos relacionados com a temática em estudo. Mesmo assim, os resultados teóricos estão em coerência com os poucos dados obtidos nas entrevistas. As empresas de consultoria (EC1 e EC2) identificaram o custo da realização do estudo por equipas profissionais como um constrangimento para alguns empresários. O AT1 também identificou, como desvantagem, o erro na realização dos estudos.

Apesar deste processo de *capital budgeting* ser tão importante para os projetos e para as empresas, ter muitas vantagens e da dificuldade em encontrar aspetos negativos também se identificaram desvantagens inerentes ao processo. Na Tabela 31 encontram-se resumidos os aspetos positivos e negativos identificados tanto na teoria como na prática analisadas.

Tabela 31: Impactos positivos e negativos da avaliação de projetos identificados na literatura e nas entrevistas

<b>Impactos positivos</b>	<b>Impactos negativos</b>
Avaliar o impacto do projeto na competitividade da empresa	Despesas de tempo, esforço e dinheiro
Tomar decisões acertadas	Possibilidade de haver falhas na realização do estudo
Conhecer todas as vertentes do projeto	
Tomar decisões mais informadas	
Melhorar a competitividade das empresas	

Fonte: Elaboração própria

#### 4.3.3. Indicadores de CB na indústria do alojamento turístico

Ao longo desta secção serão discutidos os resultados obtidos sobre os indicadores de *capital budgeting* na revisão da literatura e nas entrevistas exploratórias, respondendo aos pressupostos da investigação (Tabela 32).

Tabela 32: “Indicadores de *capital budgeting*”: objetivo e pressupostos

<b>Pressupostos da investigação</b>	<b>Área</b>	<b>Objetivo da entrevista</b>	<b>Dimensões</b>
Em Portugal, utilizam-se todos os indicadores económico-financeiros referidos na teoria?	Indicadores de <i>capital budgeting</i>	Validar as práticas de <i>capital budgeting</i> encontradas na literatura, perceber se existem outras que ainda não foram identificadas e identificar qual o grau de importância que lhes atribuem	Económico-financeiros
Os indicadores não económico-financeiros utilizam-se na prática?			Não económico-financeiros

Fonte: Elaboração própria

## Económico-financeiros

Desde a década de 60 que se estudam as técnicas de *capital budgeting* utilizadas nas empresas (Andrés et al., 2015). Desde essa altura, os indicadores utilizados pelas empresas foram-se alterando, com tendência a utilizar, cada vez mais, indicadores sofisticados e avançados, em vez dos mais simples (Bennouna et al., 2010). Esta categorização de indicadores resulta de duas propriedades: o valor do dinheiro no tempo e a incerteza do negócio (Siziba & Hall, 2021). Assim, alguns autores, dividiram os indicadores em três categorias: indicadores non-DCF (técnicas mais simples, pois não integram nem o valor do dinheiro no tempo nem a incerteza do negócio); indicadores DCF (técnicas sofisticadas, pois consideram o valor do dinheiro no tempo); indicadores avançados (técnicas avançadas, pois incorporam tanto o valor do dinheiro no tempo como o risco do projeto) (Hermes et al., 2007; Michelon et al., 2020; Siziba & Hall, 2021).

Ao realizar a revisão sistemática da literatura, foram encontrados os indicadores que são estudados e identificados pelos autores nos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Os indicadores dessa lista foram também classificados por grau de importância/ utilização atribuído pelas empresas estudadas. Através desta análise da literatura, observou-se que as técnicas mais referidas nos artigos analisados são as DCF, com destaque para o NPV e a IRR.

Relativamente a técnicas de non-DCF, verificou-se que o PB é a mais utilizada. No conjunto dos DCF e non-DCF, o PB é o que aparece em terceiro lugar, em termos de utilização (nos 23 artigos revistos). Das técnicas avançadas que incorporam o risco do projeto, as mais populares são a *sensitivity analysis* e a *scenario analysis*. No que diz respeito aos indicadores que estimam o *cost of capital* e o *cost of equity*, os mais referidos e utilizados são o WACC e o CAPM, respetivamente. No estudo realizado por Moutinho e Lopes (2010), em empresas portuguesas, também são identificados os indicadores *cost-benefit ratio* (*reward/cost ratio*) e o *break-even point*.

Ao realizar as entrevistas exploratórias, foi possível identificar que a maioria dos entrevistados conhece e considera muito importante utilizar o NPV, o IRR, o PB, a *sensitivity analysis* e o *cost-benefit ratio*, dados parcialmente consistentes com a literatura. Apenas o AT2 não conhece nem utiliza o NPV. Também foram referidos o ROI, a *scenario analysis*,

o *break-even point* e a análise de todos os custos, como indicadores a incluir na avaliação de viabilidade. O WACC apresenta resultados contrários. É de notar que as empresas de consultoria e uma entidade do Turismo atribuíram uma importância elevada ao WACC, enquanto os investigadores e uma empresa do alojamento não conhecem este indicador. Mesmo assim, foi considerado como utilizado na prática, pois são as consultoras que regularmente realizam os estudos de viabilidade de projetos.

Na Tabela 33, registaram os indicadores que foram encontrados na literatura e que os entrevistados também referiram nas entrevistas. Foram tidas em conta as respostas dadas antes do preenchimento da tabela durante as entrevistas e a moda das respostas obtidas depois do preenchimento da tabela em todas as entrevistas. Analisando a Tabela 33 verifica-se que, na prática, as empresas portuguesas não utilizam todos os indicadores económico-financeiros identificados na teoria.

Tabela 33: Indicadores económico-financeiros identificados na revisão da literatura que são utilizados na prática

<b>Indicadores</b>
PB
ROI
Cost-benefit ratio
Break-even point
NPV
IRR
Game theory
Sensitivity analysis
Scenario analysis
WACC

Fonte: Elaboração própria

Para além destes indicadores, também foram referidos outros, mais direcionados para os alojamentos turísticos, considerados pelos entrevistados como indicadores a ter em conta nos estudos de viabilidade: “*preço médio por noite e a taxa de ocupação quarto*” (todos os entrevistados os referiram); “*preço médio de construção por quarto*” (ET1); “*ADR (Average Daily Rate), REVPAR, todos os custos, o GOP, EBITA e os indicadores do Sully*”

(EC2); “as taxas de juro disponíveis no mercado, análise do momento económico, taxas de previsão de crescimento associadas ao mercado turístico e taxa de poupança” (AT2).

### **Não económico-financeiros**

Os indicadores não económico-financeiros de *capital budgeting* são muito menos estudados do que os financeiros. Felizmente, nos últimos anos a preocupação com esta dimensão de avaliação da viabilidade de projetos começou a aumentar (Batra & Verma, 2017).

No entanto, é possível verificar que os vários estudos realizados evidenciam diferentes áreas de análise. Os autores Moutinho e Lopes (2010), no seu estudo com empresas portuguesas, decidiram avaliar de forma detalhada, para além da vertente financeira, os aspetos estratégicos, tecnológicos, comerciais, políticos, sociais, ambientais, organizacionais e de recursos humanos. No estudo de Al-Mutairi et al. (2018, p. 13), foram identificados como práticas a analisar: “os objetivos e a estratégia da organização, a análise do mercado/procura do cliente, a disponibilidade de matéria-prima, energia, mão-de-obra, localização adequada do projeto, tecnologia, colaboradores e segurança pública, necessidade de manter as linhas de produtos existentes, conhecer a concorrência, legislação governamental e fatores ambientais”.

Para A. S. Puryaev (2018, p. 178), no estudo de viabilidade deviam ser avaliados aspetos como “a ecologia, a saúde pública, a responsabilidade social, a segurança das atividades: recursos, científica e técnica, a segurança militar-política, a cultura da nação, a reputação do país ou região; a atividade antiterrorista, etc.”.

No estudo realizado por A. Puryaev & Puryaev (2020), foram identificados seis grupos de indicadores para avaliar a viabilidade de projetos, na indústria mecânica, na Rússia. Por ser um dos estudos mais recentes nesta temática e por estar com um nível de detalhe elevado, foi considerado relevante pela investigadora colocar à prova os indicadores não económico-financeiros perante os entrevistados e compreender as suas perceções, juntamente com outros indicadores mais relacionados com o turismo.

Para os entrevistados EC1, EC2 e ET1 a dimensão não económico-financeira não interfere na viabilidade dos projetos. No entanto, todos os outros apontam práticas nesse domínio a ter em consideração. O IN2 refere indicadores que meçam a experiência dos recursos humanos e as alterações sociais; o AT2 indica a envolvente do projeto e a localização e o AT1 acrescenta a concorrência de projetos e de investidores, as infraestruturas desenvolvidas à volta do alojamento, as facilidades de acesso, a inovação do projeto e a segurança do projeto. Estes indicadores estão parcialmente de acordo com os que são apresentados nos vários estudos da literatura. Para além destes, ainda são apresentados os 5 objetivos da União Europeia para 2027, pelo IN1, e os indicadores ESG, pelo ET2.

Tal como referido anteriormente, os 5 objetivos da União Europeia para 2021-2027 são: promover uma Europa mais inteligente, uma Europa mais verde, uma Europa mais conectada, uma Europa mais social e uma Europa mais próxima dos cidadãos. O IN1 afirma que estas serão as principais preocupações não económicas a ter em conta nos projetos de investimento que procurem investimento europeu, nos próximos anos.

Relativamente aos indicadores ESG, estes integram as componentes de responsabilidade ambiental, de responsabilidade social e de governança corporativa, que permitirão abranger todas as áreas não económicas que são identificadas na literatura. O ET2 realça que estes indicadores terão uma importância cada vez maior no acesso a fundos de investimento, tanto por parte do Turismo de Portugal como dos bancos.

Em novembro de 2021, no seu *website*, o Turismo de Portugal apresentava o lançamento do programa “Empresas Turismo 360”, que tem como objetivo apoiar a incorporar os indicadores ESG nas organizações. Os 19 parceiros deste programa encontram-se, no momento em que este é apresentado, a definir os indicadores que deverão ser adotados pelas empresas do turismo. A partir de janeiro de 2022, com os indicadores definidos, o Turismo de Portugal irá promover ações de formação, de forma a capacitar as empresas do setor para a medição destes indicadores não económico-financeiros (Turismo de Portugal, 2021b).

Assim, é possível concluir que tanto os 5 objetivos da União Europeia para 2027 (IN1) como os indicadores ESG (ET2) entrarão nas análises de viabilidade de projetos nos

próximos anos, devido à crescente preocupação e importância atribuída a esta dimensão de análise, pela União Europeia e por Portugal.

#### 4.3.4. Características dos alojamentos e dos gestores

Na presente secção, pretende-se discutir a existência de características das empresas e dos empresários que podem influenciar a utilização de diferentes indicadores para avaliar projetos de investimento. Na Tabela 34 encontram-se os pressupostos e o objetivo desta área de análise.

Tabela 34: “Características que influenciam a utilização de diferentes indicadores”: objetivo e pressupostos

Pressupostos da investigação	Área	Objetivo da entrevista	Dimensões
Será que alojamentos mais pequenos são avaliados com indicadores diferentes dos alojamentos maiores?	Características que influenciam a utilização de diferentes indicadores	Perceber se existem características (e caso existam, identificá-las), inerentes às empresas do subsector do alojamento turístico e aos gestores, que influenciem a escolha dos indicadores utilizados	Alojamentos
O <i>background</i> académico do investidor/gestor influencia na utilização de diferentes indicadores?			Investidores

Fonte: Elaboração própria

De acordo com Andrés et al. (2015), existe uma diferença nos indicadores (classificados como os que se devem utilizar) identificados na literatura e os que realmente são utilizados na prática pelas empresas. Mubashar & Tariq (2019) admitem que esta diferença se deve a características associadas às empresas e a quem nelas toma decisões de *capital budgeting*.

## **Alojamento**

No que diz respeito às características inerentes aos alojamentos que podem influenciar a utilização de diferentes indicadores ao realizar o estudo de viabilidade, na revisão sistemática da literatura a “dimensão da empresa” foi a mais identificada (Batra & Verma, 2017; Kim et al., 2021). Na literatura também se identificou, mas com menos expressão, as características: rácio preço/lucro, pagamento de dividendos, nível de desenvolvimento do país em que a empresa se insere, estrutura de propriedade e setor de atividade económica (Andor et al., 2011; J. Graham & Harvey, 2001; Vega-Acuña & Tresierra-Tanaka, 2019).

A maioria dos entrevistados também consideram que há características que têm influência nos indicadores utilizados. Em semelhança com a literatura, os entrevistados ET1, IN1, IN2, EC1 e AT1 (mais de metade) identificam a dimensão do alojamento como fator influenciador.

Outra dimensão muito referida é a localização (nível de desenvolvimento) do alojamento (IN1, IN2, EC1, AT1 e AT2). O ET1, o AT1 e o AT2 também consideram o conceito/história do alojamento.

Outras características menos referidas são a tipologia do alojamento (ET1 e IN1), a estrutura de propriedade (ET1 e IN1), o público-alvo (ET1), o nível de desenvolvimento do turismo no país (IN1), a taxa de risco de investimento relacionado com projetos (IN1) e as infraestruturas e acessibilidades (AT1).

Na Tabela 35 apresenta-se as características identificadas tanto na literatura como nas entrevistas e o cruzamento das respostas. É de notar que metade das características identificadas na teoria também são referidas nas entrevistas e que os entrevistados acrescentam mais seis características adaptadas às empresas do alojamento turístico, indústria em estudo nesta investigação. A característica “setor de atividade económica” foi considerada ‘não aplicável’ na prática, uma vez que a questão colocada na entrevista era direcionada apenas ao subsetor do alojamento. Relativamente à característica da empresa “dimensão”, esta foi identificada tanto pela literatura como pela maioria dos entrevistados

como um fator para utilizar diferentes indicadores de CB para avaliar os projetos de investimento, permitindo responder afirmativamente ao pressuposto inicialmente colocado.

Tabela 35: Características dos alojamentos, que influenciam a utilização de diferentes indicadores, identificadas na teoria e na prática

<b>Características dos alojamentos</b>	<b>Teoria</b>	<b>Prática</b>
Dimensão	X	X
Rácio preço/lucro	X	
Pagamento de dividendos	X	
Nível de desenvolvimento do país (localização)	X	X
Estrutura de propriedade	X	X
Setor de atividade económica	X	N/A
Tipologia do alojamento		X
Conceito do alojamento		X
Nível de desenvolvimento do turismo no país		X
Taxa de risco de investimento relacionado com projetos		X
Público-alvo		X
Infraestruturas e acessibilidades		X

Fonte: Elaboração própria

### **Investidores**

No que se refere a características inerentes a quem toma decisões de *capital budgeting* (CEO, CFO, investidor ou gestor), a mais identificada na revisão sistemática da literatura foi a “Educação/background académico” (Batra & Verma, 2017; Kim et al., 2021). Para além desta, também foram referidas na literatura, embora com menos expressão, a experiência, a idade, a permanência no emprego atual (anos) e o género (Andor et al., 2011; J. Graham & Harvey, 2001; Mubashar & Tariq, 2019).

Na componente prática desta investigação, relativamente a esta temática, as respostas obtidas foram mais divergentes do que em relação às características associadas aos alojamentos. Em primeiro lugar, dois entrevistados (AT1 e ET2) consideram que os investidores, independentemente das suas características, não têm influência no processo de *capital budgeting*.

Em segundo lugar, o EC1, o EC2 e o AT2 identificam o conhecimento que o investidor tem do setor, a sua experiência e a sua formação e afirmam que a idade, o género e o comportamento financeiro não influenciam a avaliação da viabilidade dos projetos de alojamento turístico. O ET1 e o IN2 também referem a experiência e o IN2 ainda acrescenta o conhecimento do setor, referindo que o género não tem influência nos indicadores utilizados.

Por último, o IN1 considera que fatores como o género, a raça, o conhecimento, a zona do país onde reside e as convicções políticas podem alterar a utilização de indicadores na avaliação de projetos de investimento.

Na Tabela 36 encontram-se todas as características dos investidores que foram referidas (mesmo que apenas uma vez) tanto na literatura como nas entrevistas exploratórias realizadas nesta investigação. Observa-se que três das quatro características apresentadas na literatura são referidas na prática tendo sido acrescentadas mais quatro que, na perspetiva dos entrevistados, podem influenciar as técnicas utilizadas no estudo da avaliação da viabilidade de projetos de alojamento turístico. Respondendo ao pressuposto colocado, a “educação/background académico” do investidor é considerada uma característica que influencia na utilização de diferentes indicadores de CB, na teoria e pelos entrevistados.

Tabela 36: Características dos investidores que influenciam a utilização de diferentes indicadores identificadas, na teoria e na prática

<b>Características dos investidores</b>	<b>Teoria</b>	<b>Prática</b>
Educação/background académico	X	X
Experiência	X	X
Idade	X	
Permanência no emprego atual (anos)	X	
Género	X	X
Conhecimento do setor		X
Raça		X
Zona do país onde reside		X
Convicções políticas		X

Fonte: Elaboração própria

#### 4.4. Conclusão

Neste capítulo foram apresentados os resultados obtidos nas entrevistas exploratórias realizadas a oito entidades com representação no setor do turismo. Estes resultados foram apresentados de acordo com as áreas da entrevista e de acordo com os códigos criados no *software* de análise de dados qualitativos NVivo. Posteriormente, foram discutidos os dados interligando-os com a literatura já apresentada previamente no capítulo da revisão da literatura. Esta discussão permitiu a resposta aos pressupostos de investigação definidos.

Pela análise e discussão dos resultados, é possível concluir que a avaliação de projetos de investimento é considerada muito importante, tanto na literatura como na prática, pois todos os entrevistados estavam de acordo.

Relativamente aos impactos positivos e negativos da realização do estudo de viabilidade de projetos de investimento, tanto na literatura como nas entrevistas, foram elencados mais aspetos positivos do que negativos, tendo alguns entrevistados dito que não existem aspetos negativos. No entanto, tanto através da literatura como da experiência das consultoras e de uma empresa de alojamento turístico, foi possível identificar dois impactos negativos: despesas de esforço, tempo e dinheiro e a possibilidade de haver erros no estudo.

No que diz respeito aos indicadores de *capital budgeting* económico-financeiros, pelo cruzamento dos dados obtidos na revisão da literatura e nas entrevistas foi possível identificar os indicadores que são comuns às duas, reduzindo muito a lista de indicadores encontrados na vertente teórica.

Quanto aos indicadores não económico-financeiros, houve um grande contributo por parte das entrevistas exploratórias, fazendo referência aos indicadores ESG (*Environmental, Social and Corporate Governance*) que irão estar adaptados, a partir de janeiro de 2022, às empresas do alojamento turístico, permitindo tornar mais concreta a análise não económica da viabilidade dos projetos.

Na última área de análise da entrevista concluiu-se que, apesar de nem todos os entrevistados concordarem, há características dos alojamentos e dos investidores que levam à utilização de diferentes indicadores de *capital budgeting* aquando da avaliação de

viabilidade de projetos, destacando-se a dimensão da empresa e a educação/background académico do investidor.

## CAPÍTULO 5 | SÍNTESE E CONCLUSÕES

### 5.1. Introdução

Este capítulo das sínteses e conclusões está dividido em quatro subcapítulos principais. No primeiro subcapítulo, serão apresentadas as grandes conclusões de todo o estudo. Apresentá-las possibilitará dar uma resposta aos objetivos específicos identificados, tanto para cada área da entrevista exploratória como para a investigação no geral.

De seguida, serão apresentados os principais contributos que o presente estudo teve para a investigadora, para o setor do Turismo e para a investigação do tema. No terceiro e quarto subcapítulos serão apresentadas as principais limitações que surgiram na investigação e perspetivas para investigações futuras que possam ser desenvolvidas tendo por base esta investigação.

### 5.2. Principais conclusões

Portugal, nos últimos anos, tem apresentado um crescimento acentuado do turismo e um conseqüente aumento do número de alojamentos que servem o setor. De forma a controlar o crescimento desenfreado dos alojamentos é necessário avaliar um conjunto de técnicas que permitam evidenciar a sustentabilidade tanto dos projetos/empresas como dos destinos – técnicas de *capital budgeting*.

Para aprofundar o tema, nesta investigação, recorreu-se a uma análise qualitativa exploratória, com a realização de uma revisão sistemática da literatura e com a recolha de dados empíricos através de oito inquéritos por entrevista exploratória semiestruturada a 4 grupos representativos do subsector: investigadores (professores universitários), empresas de consultoria (consultoras que atuam na área de turismo), empresas de alojamento turístico (hotel de 5 estrelas e alojamento local) e entidades/associações do turismo (Turismo de Portugal e AHRESP). A experiência e a realidade de cada entrevistado foram fatores importantes e de enriquecimento para responder à questão de investigação definida:

Quais são as dimensões/indicadores de avaliação de viabilidade (técnicas de *capital budgeting*) de projetos de alojamento turístico em Portugal?

Para responder a esta questão central definiram-se dois objetivos gerais e alguns objetivos específicos de condução da investigação, sobre os quais se apresentam, de seguida, as principais conclusões.

Em Portugal, há uma predominância de microempresas. Na indústria do alojamento turístico, as microempresas do alojamento turístico correspondem a 96% do total, em 2018. Em 2019, a tipologia de alojamento mais abundante no país é o Alojamento Local (49% dos alojamentos) e encontra-se em maior número na área metropolitana de Lisboa (69%), seguida da região do Norte (41%).

A Área Metropolitana de Lisboa e o Algarve são as NUTS II com maiores proveitos totais em termos de alojamentos turísticos e o Algarve destaca-se por ser a NUTS II com maior capacidade para albergar turistas e com mais pessoal ao serviço de estabelecimentos hoteleiros.

A avaliação da viabilidade de projetos é uma temática muito importante e em constante crescimento. Na literatura, é considerada como “a coluna vertebral da gestão financeira” de qualquer empresa (Kengatharan, 2016, p. 17). Para as quatro categorias de entidades entrevistadas, realizar a avaliação da viabilidade de qualquer projeto também é considerada essencial e necessária antes de se efetuar qualquer investimento.

O processo de *capital budgeting* apoia a empresa na tomada de decisões de investimento. Decidir investir no projeto certo (projeto mais viável e mais rentável para a empresa sem consequências negativas no ambiente e na sociedade) permite garantir a competitividade de qualquer empresa (PME ou grande).

Qualquer estudo de viabilidade tem muito mais impactos positivos do que negativos, no entanto, identificam-se dois aspetos negativos: despesas de tempo, esforço e dinheiro, e possibilidade de haver falhas na realização do estudo.

De acordo com a literatura, os indicadores de *capital budgeting* económico-financeiros dividem-se em três principais categorias: non-DCF (mais simples, como o PB),

DCF (sofisticados, como o NPV e a IRR) e avançados (que avaliam o risco do projeto, como o SA, SNA e *simulations*). Também são abordados na literatura os indicadores que estimam o *cost of capital* e o *cost of equity*;

De acordo com os 23 artigos analisados, países desenvolvidos e países em desenvolvimento utilizam de forma idêntica os indicadores de *capital budgeting* económico-financeiros NPV, IRR, PB, WACC e CAPM. Técnicas avançadas como SA, SNA e *simulations* são mais utilizadas por países em desenvolvimento do que por países desenvolvidos.

Os indicadores económico-financeiros que são identificados pela literatura e que também são utilizados na prática (alojamentos turísticos em Portugal) são: PB, ROI, *cost-benefit ratio*, *break-even point*, NPV, IRR, *game theory*, SNA, SA, WACC.

Para além dos indicadores encontrados na literatura, na indústria do alojamento também são utilizados outros indicadores. Os mais identificados são o preço médio por noite e a taxa de ocupação por quarto.

A dimensão não económico-financeira de *capital budgeting* não é tão estudada na literatura, mas também é de elevada importância incluí-la no processo de tomada de decisão, de forma a identificar riscos que as técnicas financeiras não conseguem captar. No entanto, podem ser subjetivas e difíceis de estimar.

Nem na literatura nem na prática há concordância em relação às áreas a incluir na dimensão não económico-financeira. Destacam-se os indicadores ESG (indicadores ambientais, sociais e de governança corporativa) que serão exigidos pelo Turismo de Portugal e pelos bancos portugueses nos próximos programas de sistemas de incentivos (quadro comunitário 20-30) e os 5 objetivos da união europeia para 2027 que estarão ao mesmo nível dos económico-financeiros para aceder a fundos europeus.

Apesar de nem todos os entrevistados concordarem, tanto a literatura como a maioria das entidades referem a existência de características inerentes às empresas e aos empresários que influenciam a utilização de diferentes técnicas no processo de *capital budgeting*.

A característica inerente às empresas mais identificada foi a dimensão da empresa. Também foram referidas, entre outras, a tipologia do alojamento, o conceito do alojamento, o nível de desenvolvimento do país e o nível de desenvolvimento do turismo no país. A característica inerente a quem toma decisões de *capital budgeting* (CEO/CFO/investidor) mais identificada foi a sua educação/background académico. Para além desta, também foram reconhecidas a experiência, o conhecimento do setor e o número de anos que tem permanecido no emprego atual.

### **5.3. Principais contributos**

Neste subcapítulo serão apresentados os principais contributos do presente estudo para a investigadora, para a investigação da temática e para o setor do turismo, mais especificamente, para a indústria do alojamento turístico, em Portugal.

Em termos pessoais, realizar este estudo, permitiu à investigadora melhorar algumas capacidades como a resiliência, a gestão do tempo, a organização de tarefas e a capacidade de estudar e aprofundar a literatura. Assim como, conhecer e aprofundar mais o tema em questão.

Para a investigação da temática, este estudo contribuiu com a apresentação de uma revisão sistemática da literatura atualizada, com os artigos mais recentes, permitindo uma melhor perceção do tema na atualidade. Também contribuiu para uma melhor compreensão do tema na indústria do alojamento turístico, subsetor pouco explorado na literatura e, nomeadamente, em Portugal, país com muito poucos estudos realizados na área em análise.

Em relação ao setor, os resultados desta investigação são uma mais-valia, tanto para o Turismo, em geral, como para o subsetor do alojamento, em particular. A maioria das empresas de alojamento turístico, em Portugal, são micro e pequenas empresas. Esta investigação poderá ser uma ferramenta de apoio e de suporte para os empresários tomarem consciência da importância de avaliar a viabilidade de novos projetos e conhecerem quais as técnicas a utilizar ao estudar essa viabilidade, de forma a incluir todas as vertentes de análise

e cobrindo todos os potenciais riscos do projeto, económico-financeiros ou não económico-financeiros.

#### **5.4. Limitações da investigação**

Independentemente do cumprimento, de uma forma geral, de todos os objetivos da presente investigação, tanto pela vertente teórica como pela análise empírica dos resultados, há sempre limitações associadas ao estudo que se podem identificar.

Uma das limitações da presente investigação está relacionada com apenas ter sido trabalhada numa base qualitativa. Teria sido vantajoso realizar uma metodologia mista: qualitativa e quantitativa. No entanto, este estudo, para além de ser exploratório, foi realizado durante a pandemia Covid-19, em que grande parte das empresas não estava a operar.

Outra limitação deve-se ao facto de terem sido realizadas entrevistas apenas a duas tipologias de alojamento turístico. No entanto, consideraram-se as mais representativas do setor: os hotéis, por ser a tipologia com maior capacidade de albergar turistas, e o alojamento local, por ser a tipologia em maior número no país.

Relativamente à revisão de literatura, houve uma dificuldade acrescida em encontrar informação bibliográfica sobre *capital budgeting*, especificamente na indústria do alojamento turístico. Assim, foi necessário recorrer a uma revisão sistemática da literatura e à pesquisa de mais artigos através do processo de “bola da neve”.

#### **5.5. Perspetivas para investigações futuras**

Neste subcapítulo, tendo por base todas as conclusões apontadas, os contributos e as limitações deste estudo, apresentam-se algumas propostas e recomendações para futuras investigações.

De forma a obter uma perspetiva mais concreta relativamente às empresas do alojamento turístico, seria interessante realizar este estudo incluindo, para além da análise qualitativa, uma análise quantitativa, através de inquéritos por questionário. Ou seja, utilizar uma metodologia mista para aprofundar mais a temática.

Seria também enriquecedor realizar entrevistas a mais empresas de alojamento turístico de diferentes dimensões. Isso poderá ajudar a compreender se a característica “dimensão” tem ou não influência na utilização das técnicas de *capital budgeting* especificamente nas empresas do alojamento turístico e as razões pelas quais isso acontece.

Seria, ainda, bastante interesse analisar a utilização dos indicadores ESG nos estudos de avaliação da viabilidade de projetos de alojamento nas empresas portuguesas e que impactos têm, tanto na empresa como no projeto e na sua área envolvente. Este seria uma grande passo no estudo da dimensão não económico-financeira, em Portugal.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AHRESP. (2021). *AHRESP - Quem somos* . <https://ahresp.com/a-associacao/quem-somos/>
- Al-Mutairi, A., Naser, K., Saeid, M., & McMillan, D. (2018). 1Capital budgeting practices by non-financial companies listed on Kuwait Stock Exchange (KSE). *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 1468232. <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1468232>
- AlKulaib, Y. A., Al-Jassar, S. A., & Al-Saad, K. (2016). Theory And Practice In Capital Budgeting: Evidence From Kuwait. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 32(4), 1273–1286. <https://doi.org/10.19030/jabr.v32i4.9736>
- Andor, G., Mohanty, S. K., & Toth, T. (2011). Capital Budgeting Practices: A Survey of Central and Eastern European Firms. *Journal of Chemical Information and Modeling*, 01(01), 1–45.
- Andrés, P. de, Fuente, G. de, & San Martín, P. (2015). 1Capital budgeting practices in Spain. *BRQ Business Research Quarterly*, 18(1), 37–56. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2014.08.002>
- Assembleia da República. (2017). Decreto-Lei n.º 80/2017 de 30 de junho de 2017. In *Diário da República n.º 125/2017* (pp. 3315–3338). <https://files.dre.pt/1s/2017/06/12500/0331503338.pdf>
- Baker, H. K., Jabbouri, I., & Dyaz, C. (2017). Corporate finance practices in Morocco. *Managerial Finance*, 43(8), 865–880. <https://doi.org/10.1108/MF-12-2016-0359>
- Batra, R., & Verma, S. (2017). 1Capital budgeting practices in Indian companies. *IIMB Management Review*, 29(1), 29–44. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2017.02.001>
- Bennouna, K., Meredith, G. G., & Marchant, T. (2010). 1Improved capital budgeting decision making: evidence from Canada. *Management Decision*, 48(2), 225–247. <https://doi.org/10.1108/00251741011022590>
- Bodlender, J. (1984). Tourism investment for the future. *Tourism Management*, June, 150–

152.

- Britzelmaier, B., Pöpplow, U., & Andraschko, L. (2020). Capital budgeting practices of SME in Baden-Württemberg: findings of an empirical study. *International Journal of Business and Globalisation*, 24(1), 78. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2020.104958>
- Brown, D. O., & Kwansa, F. A. (1999). Using IRR and NPV models to evaluate societal costs of tourism projects in developing countries. *International Journal of Hospitality Management*, 18(1), 31–43. [https://doi.org/10.1016/S0278-4319\(98\)00043-7](https://doi.org/10.1016/S0278-4319(98)00043-7)
- Calderwood, L., & Soshkin, M. (2019). *The Travel & Tourism Competitiveness Report 2019 - Travel and Tourism at a Tipping Point*.
- Chambel, J., & Castro, G. (2019). *Hotel Market Report 2019*. <http://www.colliers.com/en-gb/-/media/Files/EMEA/belgium/brochures/Brochure-Hotel-Market-Report-2014>
- Couch, R. B. (2016). A Payback Approach to Generational Inequity. *Public Budgeting & Finance*, 36(4), 94–110. <https://doi.org/10.1111/pbaf.12117>
- Crescentini, A., & Mainardi, G. (2009). Qualitative research articles: guidelines, suggestions and needs. *Journal of Workplace Learning*, 21(5), 431–439. <https://doi.org/10.1108/13665620910966820>
- Dalfovo, M. S., Lana, R. A., & Silveira, A. (2008). Métodos Quantitativos e Qualitativos: um Resgate Teórico. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, 2(4), 1–13. [http://www.unisc.br/portal/upload/com\\_arquivo/metodos\\_quantitativos\\_e\\_qualitativos\\_um\\_resgate\\_teorico.pdf](http://www.unisc.br/portal/upload/com_arquivo/metodos_quantitativos_e_qualitativos_um_resgate_teorico.pdf)
- Danielson, M. G., & Scott, J. A. (2006). The capital budgeting decisions of small businesses. *Journal of Applied Finance*, 16(2), 45–56. <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=25301697&lang=pt-br&site=ehost-live>
- Deloitte. (2020). *The end of an era. Rethink what's normal. Atlas da Hotelaria 2020 - 15ª edição*. [https://invest.turismodeportugal.pt/wp-content/uploads/2021/10/ATLAS2020\\_pt.pdf](https://invest.turismodeportugal.pt/wp-content/uploads/2021/10/ATLAS2020_pt.pdf)

- Draper, A. K. (2004). The principles and application of qualitative research. *Proceedings of the Nutrition Society*, 63(4), 641–646. <https://doi.org/10.1079/PNS2004397>
- Egbide, B., Uwalomwa, U., & Agbude, G. A. (2013). Capital Budgeting, Government Policies and the Performance of SMEs in Nigeria: A Hypothetical Case Analysis. *Ife Psychologia*, 21(1), 55–73. <http://eprints.covenantuniversity.edu.ng/3815/1/Dr.Godwyns5.pdf>
- Emmanuel, C., Harris, E., & Komakech, S. (2010). Towards a better understanding of capital investment decisions. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 6(4), 477–504. <https://doi.org/10.1108/18325911011091837>
- Farinha, M., & Pinto, M. (2021). *As the winds change, is Portugal just flying or soaring? EY Attractiveness Survey Portugal 2021*. [https://www.ey.com/pt\\_pt/attractiveness/21/ey-attractiveness-survey-portugal-2021](https://www.ey.com/pt_pt/attractiveness/21/ey-attractiveness-survey-portugal-2021)
- Focacci, A. (2017). Managing project investments irreversibility by accounting relations. *International Journal of Project Management*, 35(6), 955–963. <https://doi.org/10.1016/j.ijproman.2017.04.006>
- Graham, J., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Graham, P., & Sathye, S. (2018). National Differences in Capital Budgeting Systems: A Comparison between Indonesian and Australian Firms. *Asian Journal of Business and Accounting*, 11(1), 37–70. <https://doi.org/10.22452/ajba.vol11no1.2>
- Guilding, C., & Lamminmaki, D. (2007). Benchmarking Hotel Capital Budgeting Practices To Practices Applied in Non-Hotel Companies. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 31(4), 486–503. <https://doi.org/10.1177/1096348007302351>
- Hall, J. H., & Sibanda, T. (2016). Capital budgeting practices: an empirical study of listed small en medium enterprises. *Corporate Ownership and Control*, 13(3), 199–208. <https://doi.org/10.22495/cocv13i3c1p6>

- Hermes, N., Smid, P., & Yao, L. (2007). 1Capital budgeting practices: A comparative study of the Netherlands and China. *International Business Review*, 16(5), 630–654. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2007.05.002>
- Hürlimann, C., Al-Ali, J., & Bengoa, D. S. (2020). Valuation of renewable energy investments: an explanatory mixed-methods study about applied approaches amongst practitioners. *Global Business and Economics Review*, 22, 71–114. <https://www.researchgate.net/publication/>
- Hürlimann, C., Ali, J. Al, & Bengoa, D. S. (2019). Theory and practice of valuation approaches in renewable energy investments: a survey among investment professionals. *World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, 15(5), 589. <https://doi.org/10.1504/WREMSD.2019.103534>
- Hürlimann, C., & Bengoa, D. S. (2017). Corporate finance in renewable energy investments - a review about theory and practice. *Global Business and Economics Review*, 19(5), 592. <https://doi.org/10.1504/GBER.2017.086606>
- IDTOUR. (2021). *IDTOUR - Consultoria e Soluções Únicas para o Setor do Turismo*. <https://idtour.pt/>
- Illia, L., Sonpar, K., & Bauer, M. W. (2014). Applying Co-occurrence Text Analysis with ALCESTE to Studies of Impression Management. *British Journal of Management*, 25(2), 352–372. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2012.00842.x>
- INE. (n.d.). *Portal do INE - O que se considera uma PME (Pequena e média empresa)?* Retrieved January 12, 2021, from [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_faqs&FAQSfaq\\_boui=64092016&FAQSmodo=1&xlang=pt](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_faqs&FAQSfaq_boui=64092016&FAQSmodo=1&xlang=pt)
- INE. (2020). Estatísticas do Turismo 2019. In *Estatísticas do Turismo 2019* (Issue 1).
- INE. (2021). *Portal do INE - Estabelecimentos de alojamento turístico*. [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&contecto=pi&indOcorrCod=0009873&selTab=tab0](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&contecto=pi&indOcorrCod=0009873&selTab=tab0)

- Jha, A., & Arora, S. (2019). Risk Incorporation into the Capital Budgeting process of Solar Power Plants. *International Journal of Recent Technology and Engineering*, 8(2S7), 546–552. <https://doi.org/10.35940/ijrte.B1102.0782S719>
- Kalhoefer, C. (2010). Ranking of mutually exclusive investment projects - How cash flow differences can solve the ranking problem. *Investment Management and Financial Innovations*, 7(2), 200–208. [https://businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/3253/imfi\\_en\\_2010\\_02\\_Kalhoefer.pdf](https://businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/3253/imfi_en_2010_02_Kalhoefer.pdf)
- Kendell, P. J. (1982). Recent experiences in project appraisal. *Tourism Management*, 3(4), 227–235. [https://doi.org/10.1016/0261-5177\(82\)90043-7](https://doi.org/10.1016/0261-5177(82)90043-7)
- Kengatharan, L. (2016). Capital Budgeting Theory and Practice: A Review and Agenda for Future Research. *Applied Economics and Finance*, 3(2), 15–38. <https://doi.org/10.11114/aef.v3i2.1261>
- Kengatharan, L. (2018). Corporate Finance Practices in Sri Lanka. *Asian Economic and Financial Review*, 8(3), 406–423. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2018.83.406.423>
- Kengatharan, L., & Nurullah, M. (2018). Capital Investment Appraisal Practices in the Emerging Market Economy of Sri Lanka. *Asian Journal of Business and Accounting*, 11(2), 121–150. <https://doi.org/10.22452/ajba.vol11no2.4>
- Khalfan, T., & Sturluson, J. Þ. (2018). Corporate finance approaches of Icelandic private firms after the financial crisis. *Managerial Finance*, 44(11), 1274–1291. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2017-0167>
- Kim, T., Lee, H., Park, K., & Waggle, D. (2021). Capital budgeting practices: evidence from Korea. *Managerial Finance*, 47(2), 189–208. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2020-0238>
- Lambrecht, B. M. (2017). Real options in finance. *Journal of Banking & Finance*, 81, 166–171. <https://doi.org/10.1016/J.JBANKFIN.2017.03.006>

- Latimer, H. (1980). Project evaluation: The need for a rigorous approach. *International Journal of Tourism Management*, 1(1), 30–41. [https://doi.org/10.1016/0143-2516\(80\)90019-5](https://doi.org/10.1016/0143-2516(80)90019-5)
- Legard, R., Keegan, J., & Ward, K. (2014). In-depth Interviews. In J. Ritchie, J. Lewis, C. M. Nichols, & R. Ormston (Eds.), *Qualitative Research Practice: A Guide for Social Science Students & Researchers* (2nd ed., pp. 138–169).
- Lima, A. C., da Silveira, J. A. G., Matos, F. R. N., & Xavier, A. M. (2017). A qualitative analysis of capital budgeting in cotton ginning plants. *Qualitative Research in Accounting & Management*, 14(3), 210–229. <https://doi.org/10.1108/QRAM-07-2016-0055>
- Michelon, P. de S., Lunkes, R. J., & Bornia, A. C. (2020). Capital budgeting: a systematic review of the literature. *Production*, 30, 1–13. <https://doi.org/10.1590/0103-6513.20190020>
- Mohajan, H. K. (2018). Qualitative Research Methodology in Social Sciences and Related Subjects. *Journal of Economic Development, Environment and People*, 7(01), 23–48. <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/85654/>
- Moutinho, N., & Lopes, M. (2010). The Role of Non-Financial Aspects in Project Appraisal-The Practice of Portuguese Firms. *World Finance Conference – WFC*. <https://bibliotecadigital.ipb.pt/handle/10198/4835>
- Mubashar, A., & Tariq, Y. Bin. (2019). 1Capital budgeting decision-making practices: evidence from Pakistan. *Journal of Advances in Management Research*, 16(2), 142–167. <https://doi.org/10.1108/JAMR-07-2018-0055>
- Munda, G., & Matarazzo, A. (2020). On the impossibility of using “the correct” cost–benefit aggregation rule. *Journal of Economic Studies*, 47(5), 1119–1136. <https://doi.org/10.1108/JES-06-2019-0269>
- Neelakantam, T. (2015). Advancements in Capital Budgeting Evaluation Practices: A Conceptual Analysis. *The International Journal of Management*, IX.

- Neoturis. (2021). *Neoturis - Consultoria Em Turismo / 20 Anos No Sector*.  
<https://www.neoturis.com/>
- O'Neill, J. (2000). Refining Estimates of Hotel-financing Costs. *The Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 41(6), 12–17. [https://doi.org/10.1016/S0010-8804\(00\)89017-5](https://doi.org/10.1016/S0010-8804(00)89017-5)
- Pike, R. (1996). 1A longitudinal survey on capital budgeting practices. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(1), 79–92. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1996.tb00403.x>
- PORDATA. (2020). *PORDATA - Pequenas e médias empresas em % do total de empresas: total e por dimensão*.  
<https://www.pordata.pt/Portugal/Pequenas+e+médias+empresas+em+percentagem+d+o+total+de+empresas+total+e+por+dimensão-2859>
- Powers, T. A. (1976). Economic Appraisal of International Tourism Projects. *Journal of Travel Research*, 15(2), 10–13. <https://doi.org/10.1177/004728757601500202>
- Puryaev, A., & Puryaev, A. (2020). Evaluating the Effectiveness of Projects of Global and National Economic Significance Level. In D. Solovev, V. Savaley, A. Bekker, & V. Petukhov (Eds.), *Proceeding of the International Science and Technology Conference “FarEastCon 2019”. Smart Innovation, Systems and Technologies* (Vol. 172, pp. 317–331). Springer, Singapore. [https://doi.org/10.1007/978-981-15-2244-4\\_29](https://doi.org/10.1007/978-981-15-2244-4_29)
- Puryaev, A. S. (2018). Non-economic Characteristics for the Accounting in Projects’ Appraisal. In *European Research Studies Journal: Vol. XXI*.  
[https://www.um.edu.mt/library/oar/bitstream/123456789/39945/1/Non-economic Characteristics for the Accounting in Projects’ Appraisal.pdf](https://www.um.edu.mt/library/oar/bitstream/123456789/39945/1/Non-economic%20Characteristics%20for%20the%20Accounting%20in%20Projects%27%20Appraisal.pdf)
- Puryaev, A. S., Kharisova, A. R., & Puryaeva, Z. A. (2019). Problem of Accounting the Non-economic Characteristics when Assessing the Efficiency of Investment Projects (Russian experience). *Bulletin of Kalashnikov ISTU*, 21(4), 81. <https://doi.org/10.22213/2413-1172-2018-4-81-96>
- Ritchie, J., & Ormston, R. (2014). The applications of Qualitative Methods to Social

- Research. In J. Ritchie, J. Lewis, C. M. Nichols, & R. Ormston (Eds.), *Qualitative Research Practice: A Guide for Social Science Students & Researchers* (2nd ed., pp. 27–46). Los Angeles: SAGE Publications Ltd.
- Sarsour, W. M., & Sabri, S. R. M. (2020). Evaluating the Investment in the Malaysian Construction Sector in the Long-run Using the Modified Internal Rate of Return: A Markov Chain Approach. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(8), 281–287. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no8.281>
- Schlegel, D., Frank, F., & Britzelmaier, B. (2016). Investment decisions and capital budgeting practices in German manufacturing companies. *International Journal of Business and Globalisation*, 16(1), 66. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2016.073626>
- Seguro, P. (2020). *Consumo Turístico representa 15,4% do PIB em 2019 | Conta Satélite do Turismo 2019*. [https://travelbi.turismodeportugal.pt/pt-pt/Documents/Turismo em Portugal/Conta Satélite Turismo 2019.pdf](https://travelbi.turismodeportugal.pt/pt-pt/Documents/Turismo%20em%20Portugal/Conta%20Satélite%20Turismo%202019.pdf)
- Siziba, S., & Hall, J. H. (2021). The evolution of the application of capital budgeting techniques in enterprises. *Global Finance Journal*, 47, 100504. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.100504>
- Souza, P. de, & Lunkes, R. J. (2016). Capital budgeting practices by large Brazilian companies. *Contaduria y Administracion*, 61(3), 514–534. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2016.01.001>
- Souza, P. de, Schnorrenberger, D., & João Lunkes, R. (2016). Práticas de orçamento de capital predominantes na literatura internacional. *Innovar*, 26(60), 103–116. <https://doi.org/10.15446/innovar.v26n60.55537>
- The World Bank. (2021). *World Bank Country and Lending Groups – World Bank Data Help Desk*. <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519>
- Turismo de Portugal. (2021a). *Turismo de Portugal - Missão e visão*. [https://www.turismodeportugal.pt/pt/quem\\_somos/Organizacao/Missao\\_Visao/Paginas/default.aspx](https://www.turismodeportugal.pt/pt/quem_somos/Organizacao/Missao_Visao/Paginas/default.aspx)

Turismo de Portugal. (2021b). *Turismo de Portugal lança Programa “Empresas Turismo 360.”* <http://www.turismodeportugal.pt/pt/Noticias/Paginas/turismo-de-portugal-lanca-programa-empresas-turismo-360.aspx>

UNWTO. (2019). *Why Tourism? / UNWTO*. UNWTO. <https://www.unwto.org/why-tourism>

Vega-Acuña, L. M., & Tresierra-Tanaka, A. (2019). Mediana empresa en Perú: una revisión de las prácticas de presupuesto de capital. *Estudios Gerenciales*, 35(150), 59–69. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2019.150.2943>

Wnuk-Pel, T. (2014). The Practice and Factors Determining the Selection of Capital Budgeting Methods – Evidence from the Field. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 156, 612–616. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.11.250>

## APÊNDICE 1 – GUIÃO DE ENTREVISTA E LISTA DE INDICADORES

### Guião de Entrevista

Este Guião de Entrevista procura dar resposta às necessidades de validação empírica no âmbito de um projeto de investigação científica, para obtenção do grau de Mestre em Gestão e Planeamento em Turismo atribuído pela Universidade de Aveiro, subordinado à temática do uso de práticas de avaliação de projetos de investimentos na indústria do alojamento turístico em Portugal.

Em particular, estas entrevistas pretendem aferir a opinião de peritos na área dos alojamentos turísticos portugueses face a uma listagem de potenciais práticas de *capital budgeting* utilizados por parte dos responsáveis por tomadas de decisão nas unidades de alojamento, bem como a sua respetiva categorização, de acordo com uma exaustiva revisão de literatura e investigações realizadas nesta área.

Perguntas:

1. Qual a importância que atribui à viabilidade de projetos:
  - a. Em termos gerais?
  - b. Em termos de projetos de alojamento turístico?
2. Quais as vantagens e desvantagens que identifica na avaliação de projetos de alojamentos turísticos? E em relação às empresas e projetos? E para os territórios e comunidades?
3. Que tipo de indicadores de avaliação costuma utilizar para avaliar projetos de investimento na indústria do alojamento turístico?
4. (Caso não tenha sido falado pelo entrevistado nenhum indicador não financeiro, então deve ser feita esta questão) Conhece algum indicador de avaliação de projetos (*capital budgeting*) não financeiro?

5. Agora vou mostrar-lhe uma tabela com todos os indicadores que eu identifiquei. Peça-lhe que me diga se os conhece, se os utiliza e que grau de importância lhes atribui numa escala de 1 a 5, em que 1 significa nada importante, 2 - pouco importante, 3 - nem muito nem pouco importante, 4 - importante e 5 - muito importante (tabela 19).
6. Considera que existem características inerentes aos alojamentos turísticos que levem os gestores a utilizar diferentes práticas de *capital budgeting*? Se sim, quais? Se não, como justifica a utilização de diferentes práticas nos diferentes tipos de alojamento?
7. (Se na questão anterior não for referido algum dos tópicos a seguir mencionados, então deve ser feita esta questão) Entende que existem diferenças na utilização de práticas de *capital budgeting* tendo por base o setor de atividade económica? E tendo por base a dimensão da empresa/alojamento? E tendo por base a área geográfica em que se encontra? E tendo por base a estrutura de propriedade (sociedade, ...)?
8. Considera que existem características inerentes aos gestores que os levem a utilizar diferentes indicadores de *capital budgeting*? Se sim, quais? Se não, como justifica a utilização de diferentes indicadores pelos diferentes gestores?
9. (Se na questão anterior não for referido algum dos tópicos a seguir mencionados, então deve ser feita esta questão) Entende que existem diferenças de acordo com a qualificação do gestor? E com a sua experiência? E com a sua idade? E com o seu género? E com o comportamento financeiro?

Este guião está acompanhado de uma tabela com a lista dos indicadores de *capital budgeting* identificados na literatura, de preenchimento durante a entrevista, de forma a validar os mesmos com os peritos, entidades e empresas entrevistadas (tabela abaixo).

Lista de técnicas de *capital budgeting* apresentados na entrevista exploratória

Áreas de análise	Indicador/prática de <i>Capital budgeting</i>	Conhece?	Utiliza?	De 1 a 5, que importância atribui?
<b>Financeiros:</b>				
Fluxo de caixa não descontado	ARR (accounting rate of return)			
	PBP (payback period)			
	ROI (return on investment)			
	Cost-benefit ratio			
	EMA (earnings multiple approach)			
Fluxo de caixa descontado	NPV (net present value)			
	IRR (internal rate of return)			
	MIRR (modified internal rate of return)			
	PI (profitability index)			
	DPB (discounted payback period)			
	Hurdle rate			
Métodos alternativos e complementares	ROV (real option valuation)			
	EVA (economic value added)			
	Monte Carlo simulations analysis			
	Sensitivity analysis			
	VaR (Value at Risk)			
	Probability theory			
	Game theory			
	Decision tree analysis			
<i>Cost of equity</i> <i>Cost of capital</i>	CAPM (capital asset pricing model)			
	WACC (weighted average cost of capital)			
	Incerteza e risco na implementação de um projeto de investimento			
	Preço médio por noite			
	Taxa de ocupação por quarto			
<b>Não financeiros:</b>				
Estratégia	Conformidade com a Estratégia de desenvolvimento portuguesa			

Ambientais	Estabilidade do ecossistema da região, do país			
	Responsabilidade ambiental			
	Análise ambiental do impacto dos efeitos nocivos de uma empresa ou da sua área de influência			
	Análise ambiental da área contaminada de uma empresa ou território de uma empresa			
	Eficiência energética e poupança de energia			
Sociais	Crescimento do índice de desenvolvimento humano na região, país (IDH)			
	Propagação de doenças no projeto			
	Saúde pública			
	Desenvolvimento de infraestruturas na área circundante			
	Número de postos de trabalho criados			
Segurança	Reputação do país ou região			
	Segurança dos recursos			
	Segurança científica e técnica			
	Segurança da Informação			
	Independência tecnológica na utilização de tecnologias de informação transversais			
	Segurança Migratória			
	Segurança cultural (preservação das tradições culturais, património)			
	Segurança militar-política			
Outros parâmetros	Atividade antiterrorista			
	Data de execução do projeto			
	O desenvolvimento de um novo modelo tecnológico			
	Aplicação em massa do resultado (produto, serviço) do projeto			
	Aumento dos níveis de ruído no aeroporto			
Aumento do congestionamento na área circundante				

Fonte: Elaboração própria