

**O IMPACTO DO NOVO ENQUADRAMENTO FISCAL DO
FINANCIAMENTO DE 2013 NO ENDIVIDAMENTO**

Daniela Bettencourt Picanço Jorge da Fonseca

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Gestão

Orientador:
Prof. Doutor Paulo Jorge Varela Lopes Dias, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School,
Departamento de Contabilidade

outubro 2018

Resumo

O novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento introduzido no CIRC em 2013 alterou o enquadramento fiscal do financiamento das empresas.

A propensão histórica do sistema fiscal para privilegiar o financiamento da atividade económica através de dívida, o designado *debt bias*, conduziu ao endividamento excessivo das empresas nacionais com efeitos nocivos sobre a economia, agravados num contexto de crescente competição internacional.

Em linha com a solução acolhida noutros Estados membros da UE, o novo regime adotado em Portugal visou promover a redução do endividamento excessivo e atenuar o tratamento fiscal preferencial dos rendimentos da dívida.

O presente estudo investiga o impacto do novo enquadramento fiscal do financiamento no endividamento das empresas, com foco na análise dos triénios 2010-2012 e 2014-2016, pré e pós-alteração, respetivamente. Neste sentido, pretende-se determinar em que medida o novo regime afetou o nível de endividamento, considerando a sua relação com a taxa efetiva média de IRC, outros incentivos fiscais e algumas características das empresas, o que permitirá igualmente retirar conclusões sobre os fatores explicativos do endividamento e, nomeadamente, sobre a evolução da sua relação com a taxa efetiva média de IRC.

Os resultados da investigação sugerem que, após 2013, as empresas abrangidas pelo novo regime ajustaram as suas estruturas de capital, ou seja, reduziram os seus níveis médios de endividamento. Além disso, encontramos uma associação negativa entre o endividamento e a taxa efetiva média de IRC que, contrariamente ao que seria expectável, não foi enfraquecida, mas sim ligeiramente reforçada, pelo novo regime.

Palavras-chave: IRC · Estrutura de capital · Endividamento · Gastos de financiamento

Classificação do JEL: K34 · H32

Abstract

The new regime limiting deductibility of financing expenses introduced in the Corporate Income Tax Code in 2013 changed the tax framework for corporate financing.

The historical propensity of the tax system towards privileging the financing of economic activity through debt, the so-called debt bias, led to over-indebtedness of national firms with harmful effects on the economy, aggravated in a context of increasing international competition.

In line with the solution embraced in other EU member states, the new regime adopted in Portugal aimed to reduce over-indebtedness and to mitigate the preferential tax treatment of debt income.

This study investigates the impact of the new tax framework for corporate financing on firms' leverage, focusing on the analysis of the trienniums 2010-2012 and 2014-2016, pre- and post-alteration, respectively. To this end, we intend to determine to what extent the new regime affected the leverage level, considering its relationship to average effective tax rate, other tax incentives not related to debt and a few business characteristics. This will also allow us to draw conclusions concerning the explanatory factors of leverage and, namely, on the evolution of the relationship between leverage and average effective tax rate.

Our findings suggest that after 2013, the firms covered by the new regime adjusted their capital structures, which means they reduced their average leverage levels. Moreover, we find a negative relationship between leverage and average effective tax rate which, contrarily to what would be expected, was not weakened, but slightly reinforced, by the new regime.

Keywords: Corporate income tax · Capital structure · Leverage · Financing expenses

JEL Classification: K34 · H32

Agradecimentos

A presente dissertação de mestrado é fruto de muito trabalho, empenho e dedicação, mas a sua elaboração pautou-se pela preciosa e inestimável ajuda de um conjunto de pessoas que sempre me acompanharam. Assim sendo, agora que termina esta desafiante etapa, não posso, nem quero, deixar de dedicar-lhes algumas palavras que expressam a minha profunda gratidão:

- Ao Prof. Dr. Paulo Dias, dedico um especial agradecimento pela disponibilidade demonstrada, mas acima de tudo pelas oportunas opiniões/sugestões e pela confiança em mim depositada;
- Ao Prof. Dr. Raul Laureano, quero agradecer a colaboração e disponibilidade prestadas na componente empírica da dissertação, nomeadamente, na definição de um modelo para a investigação;
- À minha amiga Andreia, que me incentivou a concluir o mestrado, expresso o meu enorme agradecimento pelo imprescindível apoio e pela constante troca de impressões com o intuito de aprimorar a dissertação;
- Ao meu namorado Eduardo, com quem partilhei muitas dúvidas e inquietações, quero agradecer imensamente o amor, a compreensão e o apoio demonstrados;
- Aos meus colegas de trabalho e amigos, agradeço o carinho, a força e as palavras de incentivo recebidos; e
- À minha mãe, a pessoa mais importante da minha vida, dirijo o maior agradecimento de todos por sempre me incentivar a fazer mais e melhor e apoiar incondicionalmente. Como sempre, o seu amor, dedicação e paciência foram fundamentais para conseguir concretizar os meus objetivos.

A todos, muito obrigada!

Índice

1. Introdução.....	1
1.1. Relevância do tema	1
1.2. Problemática da investigação	1
1.3. Questões de investigação	3
1.4. Objetivos da investigação.....	4
1.5. Estrutura da dissertação.....	4
2. Revisão de literatura.....	6
2.1. Finalidades dos impostos	6
2.2. Dedutibilidade	7
2.3. Tratamento fiscal do financiamento	10
2.3.1. Estrutura de capital.....	10
2.3.2. As formas de financiamento empresarial e o fator fiscal.....	12
2.3.3. Os riscos da alavancagem excessiva	13
2.4. Alterações legislativas.....	14
2.4.1. Medidas adotadas sobre a dedutibilidade dos juros	14
2.4.2. A evolução recente em Portugal.....	18
2.5. O endividamento e sua relação com os impostos na literatura.....	22
2.6. Determinantes do endividamento e hipóteses de investigação	30
3. Metodologia	36
3.1. Recolha de dados e seleção da amostra.....	36
3.2. Definição das variáveis	38
3.3. Modelo empírico	41
4. Resultados	45
4.1. Estatísticas descritivas.....	45
4.2. Correlações.....	51
4.3. Análise multivariada	53
4.3.1. O impacto do novo enquadramento fiscal do financiamento na relação entre endividamento e taxa efetiva média de IRC.....	56
4.3.2. O impacto do novo enquadramento fiscal do financiamento no endividamento ...	57
4.4. Teste de robustez.....	58
5. Conclusões e recomendações	61
5.1. Discussão crítica dos resultados da investigação	61
5.2. Contribuições para a teoria e implicações para a prática	64

5.3. Limitações e sugestões para investigações futuras	65
6. Bibliografia.....	67

Índice de Anexos

Anexo 1: Art.º 67.º do CIRC – Redação em vigor previamente à sua alteração pela LOE para 2013.....	73
Anexo 2: Art.º 67.º do CIRC – Redação dada pela LOE para 2013, com entrada em vigor em 1 de janeiro de 2013	74
Anexo 3: Art.º 67.º do CIRC – *Redação dada pela Lei da Reforma do IRC para 2014, com entrada em vigor em 17 de janeiro de 2014	75

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Evolução da taxa nominal máxima de IRC entre 2010 e 2016.....	31
Gráfico 2: Evolução do nível médio de endividamento entre 2010 e 2016 (sem 2013).....	46
Gráfico 3: Evolução do valor médio da AETR, da taxa nominal e da taxa nominal máxima de IRC entre 2010 e 2016 (sem 2013)	47
Gráfico 4: Nível médio de endividamento e valor médio da AETR nos triénios pré e pós- alteração do regime	47
Gráfico 5: Nível médio de endividamento nos triénios pré e pós-alteração do regime por valor da LDGF.....	50

Índice de Ilustrações

Ilustração 1: Categorias de medidas para limitação à dedutibilidade dos juros nos 28 Estados membros da UE em 2015	18
Ilustração 2: Composição da amostra.....	37
Ilustração 3: Composição da amostra por secção da NACE – Revisão 2	38
Ilustração 4: Testes às hipóteses de investigação.....	43
Ilustração 5: Composição da amostra em função do valor assumido pela <i>dummy</i> LDGF.....	49

Índice de Tabelas

Tabela 1: Limite tendo por referência o EBITDA nos períodos de tributação iniciados entre 2013 e 2017	20
Tabela 2: Definição das variáveis	44
Tabela 3: Parâmetros estatísticos de síntese relativos às 163 empresas da amostra	45

Tabela 4: Parâmetros estatísticos de síntese relativos às 121 empresas abrangidas pelo novo regime.....	49
Tabela 5: Coeficientes de correlação de <i>Pearson</i> (r) para as equações (1a) e (1b).....	51
Tabela 6: Estimação do nível médio de endividamento nos triénios 2010-2012 e 2014-2016	54
Tabela 7: Coeficientes padronizados das variáveis explicativas do modelo.....	55
Tabela 8: Estimação da variação do endividamento 2014/2012	59

Lista de Abreviaturas

Ac.	Acórdão
ACE	<i>Allowance for Corporate Equity</i>
Al.	Alínea
Art.º	Artigo
Art.ºs	Artigos
AETR	<i>Average Effective Tax Rate</i>
AT	Autoridade Tributária e Aduaneira
BEPS	<i>Base Erosion and Profit Shifting</i>
BvD	<i>Bureau van Dijk</i>
CBIT	<i>Comprehensive Business Income Tax</i>
cfr.	Conforme
CIRC	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CRP	Constituição da República Portuguesa
DEPR	<i>Depreciation</i>
DL	Decreto-Lei
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
ETR	<i>Effective Tax Rate</i>
EU	<i>European Union</i>
EUA	Estados Unidos da América
G7	Grupo dos 7 países mais industrializados e desenvolvidos economicamente do mundo
G20	Grupo dos 20 países mais industrializados do mundo e economias emergentes
GFL	Gastos de financiamento líquidos
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
JEL	<i>Journal of Economic Literature</i>
LEV	<i>Leverage</i>
LOE	Lei do Orçamento do Estado
N	Número de empresas que compõem a amostra
NACE	Nomenclatura Geral das Atividades Económicas das Comunidades Europeias

N.º	Número
N.ºs	Números
N/A	Não aplicável
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OECD	<i>Organization for Economic Co-operation and Development</i>
OE	Orçamento do Estado
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
PME	Pequenas e Médias Empresas
p.p.	Pontos percentuais
Proc.	Processo
RAI	Resultado Antes de Impostos
ROA	<i>Return on assets</i>
SIZE	<i>Firm size</i>
SPSS	<i>Software de tratamento estatístico de dados IBM SPSS Statistics</i>
STA	Supremo Tribunal Administrativo
TCE	Tratado da Comunidade Europeia
TJCE	Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias
UE	União Europeia

1. Introdução

1.1. Relevância do tema

Uma vez que os governos usam a política fiscal para fornecer incentivos e desincentivos para determinados comportamentos, a aferição do grau em que os impostos realmente impactam as decisões empresariais torna-se fundamental para determinar a sua eficácia (Hanlon e Heitzman, 2010).

O presente estudo resulta da tentativa de aprofundar a análise dos efeitos do regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento, adotado em 2013, sobre o nível de endividamento das empresas portuguesas.

Atendendo a que o principal objetivo deste regime é reforçar o desincentivo ao endividamento excessivo, os resultados da investigação podem constituir um contributo para a indispensável avaliação da sua eficácia pelas autoridades fiscais e, nessa medida, ser eventualmente úteis para perspetivar futuras alterações à norma com vista a potenciar os seus efeitos positivos.

1.2. Problemática da investigação

A escolha do tema do impacto do novo enquadramento fiscal do financiamento no endividamento das empresas portuguesas justifica-se pelo facto de existir na literatura um vasto leque de investigações sobre os efeitos da fiscalidade nas decisões relativas à estrutura de capital das empresas, mas ainda serem escassos os estudos direcionados a investigar os efeitos económicos das medidas de limitação à dedutibilidade dos juros (Blaufus *et al.*, 2015).

A principal causa da influência da fiscalidade nas decisões de financiamento das empresas radica no tratamento fiscal preferencial dos rendimentos da dívida em relação aos rendimentos do capital próprio, uma vez que os juros são, em regra, dedutíveis em sede de imposto sobre o rendimento, o mesmo não sucedendo com os dividendos (lucros distribuídos).

Presente na maior parte dos sistemas fiscais, o designado *debt bias* reflete esta falta de neutralidade e constitui um incentivo a que as empresas privilegiem o endividamento como modo de financiamento dos seus investimentos, por forma a beneficiarem da poupança fiscal dele resultante.

Contudo, há evidências inegáveis dos problemas económicos criados pelo *debt bias*, tais como a alavancagem excessiva das empresas, fator que ocasiona uma maior vulnerabilidade a crises económicas, o travão ao crescimento de empresas emergentes com acesso restrito a fundos alheios, e a erosão das bases tributárias e conseqüente redução das receitas fiscais, visto que

possibilita às empresas, nomeadamente às multinacionais, utilizarem o endividamento como um instrumento de planeamento fiscal (Schindler e Schjelderup, 2012) através do qual conseguem tirar partido das grandes diferenças existentes a nível internacional entre taxas de imposto sobre o rendimento das empresas e assim pagar menos impostos (De Mooij, 2012).

Em consequência disso, instituições internacionais como a Comissão Europeia (2011) e o Fundo Monetário Internacional (2009) recomendaram adaptar os regimes fiscais nacionais aplicáveis ao rendimento das empresas, por forma a reduzir o *debt bias*.

O relatório da OCDE (2013a), enquadrado no âmbito do projeto BEPS, reflete a preocupação com estes problemas e sugere que os países devem repensar o tratamento fiscal das operações financeiras intragrupo. Esta questão foi, de resto, integrada na Ação 4 (denominada “*Limitar a erosão da base tributável através da dedução de juros e outros rendimentos equivalentes*”) do Plano de Ação BEPS (OCDE, 2013b), elaborado em colaboração com o G20.

Perante esta factualidade, que ganhou importância acrescida num contexto de crescente globalização e concorrência mundial exacerbada, os países têm vindo a empreender reformas nos seus sistemas fiscais destinadas a incluir normas que visam reagir às decisões de financiamento tomadas pelas empresas que, no seu entender, ultrapassam o limite do aceitável, por terem propósitos exclusiva ou predominantemente fiscais.

As soluções contempladas nas referidas normas inserem-se, assim, no combate aos efeitos nocivos do *debt bias*, procurando minorar, senão mesmo eliminar, o impacto fiscal daquela que tem sido uma clara preferência das empresas pelo endividamento como forma de financiamento.

Nos planos europeu e internacional, a aposta na adoção de medidas de limitação à dedutibilidade dos juros tem prevalecido sobre outro tipo de soluções mais ambiciosas e profundas, como o ACE ou o CBIT¹, cujo intuito é eliminar o tratamento fiscal preferencial conferido aos rendimentos da dívida.

Portugal não é exceção, sendo que a alteração mais recente e significativa neste âmbito foi operada pela LOE para 2013², com a criação de um novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento, consagrado no art.º 67.º do CIRC, que substituiu o regime de subcapitalização até então em vigor.

¹ Regimes sumariamente explicados na subsecção 2.4.1.

² Lei n.º 66-B/2012, de 31 de dezembro.

A perda de relevância do regime de subcapitalização em função das fortes limitações à sua aplicação prática, traduzida num reduzido peso na receita fiscal, aliada à necessidade de criar medidas fiscais incentivadoras da capitalização das empresas (ou desincentivadoras do recurso ao endividamento), estiveram na origem do novo regime, que introduziu limites gerais à dedutibilidade dos juros.

Refira-se que a solução adotada em Portugal, em 2013, acompanha a tendência observada na UE, em países como a Alemanha ou a Espanha, de restringir a dedução de juros a 30% do EBITDA ou, se superior, a um determinado montante fixo.

Neste sentido, a relevância da investigação prende-se, por um lado, com a sua atualidade em termos do interesse crescente pelo combate à erosão das bases tributáveis e à transferência de lucros (OCDE, 2013a; OCDE, 2013b; OCDE, 2015; OCDE, 2016) e, por outro lado, com a tempestividade do tema face à recente introdução de novas medidas que restringem a dedutibilidade dos juros em vários países, incluindo Portugal.

1.3. Questões de investigação

O novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento, criado em 2013 para substituir o então vigente regime de subcapitalização, teve como objetivo principal promover a redução do endividamento excessivo da economia (Ministério das Finanças, 2012).

Face à escassez de investigação sobre os efeitos económicos das medidas de limitação à dedutibilidade dos juros e atento o interesse em aprofundar esta temática, propomo-nos abordar a problemática do impacto do novo enquadramento fiscal do financiamento no endividamento das empresas portuguesas, com foco na análise de três anos pré e pós-alteração, respetivamente, 2010-2012 e 2014-2016.

Deste modo, passados alguns anos desde a alteração legislativa ao CIRC, procurar-se-á obter evidências tendentes a determinar em que medida a mesma afetou o nível de endividamento, considerando a sua relação com a taxa efetiva média de IRC, os incentivos fiscais não relacionados com a dívida e algumas características das empresas, o que permitirá igualmente retirar conclusões sobre os fatores explicativos do endividamento.

O estudo incidirá essencialmente, mas não exclusivamente, nas empresas abrangidas pelo novo enquadramento fiscal do financiamento por duas razões principais:

- A utilização de um grupo de controlo e de um grupo experimental, sendo que o primeiro difere do segundo unicamente pela não aplicação (leia-se, exclusão) do novo regime de

limitação à dedutibilidade dos gastos de financiamento, tornará possível determinar o impacto da introdução do novo enquadramento fiscal do financiamento no endividamento e eliminar outros fatores; e

- Os fins do novo regime de limitação à dedutibilidade dos gastos de financiamento não se esgotam na mera imposição de limites ao endividamento já existente, podendo atuar como um dissuasor efetivo contra o recurso a novos financiamentos que possam traduzir-se num aumento exponencial de gastos de financiamento. Logo, importa igualmente perceber como evoluiu o nível de endividamento de empresas que, apesar de excluídas do novo regime, têm GFL elevados e próximos do limite mínimo estabelecido para a dedutibilidade fiscal.

1.4. Objetivos da investigação

Apoiados nas questões de investigação, que norteiam o nosso estudo, procuraremos perceber, por um lado e primordialmente, qual foi o impacto da limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento no endividamento das empresas portuguesas no triénio 2014-2016 e, por outro, de que modo se alterou a relação do mesmo com os seus determinantes, com particular destaque para a taxa efetiva média de IRC.

Assim sendo, delineamos os seguintes objetivos:

1. Conhecer e analisar a associação entre o endividamento e a taxa efetiva média de IRC;
2. Avaliar a forma como evoluiu a associação entre o endividamento e a taxa efetiva média de IRC no horizonte temporal do estudo;
3. Aferir em que medida o nível de endividamento das empresas se alterou após a entrada em vigor do novo enquadramento fiscal do financiamento; e
4. Averiguar a evolução do nível de endividamento das empresas abrangidas pelo novo enquadramento fiscal do financiamento no horizonte temporal do estudo.

1.5. Estrutura da dissertação

Este estudo encontra-se dividido em quatro capítulos, não considerando o atual (Introdução) nem o último capítulo (Bibliografia).

No capítulo 2 apresenta-se a revisão de literatura, onde se procede ao enquadramento teórico do estudo assente na informação recolhida na bibliografia pesquisada que serviu de base à sua elaboração. Composto por seis secções, este capítulo pretende sistematizar, com base em

literatura teórica e empírica, conceitos, teorias, argumentos e resultados de outros estudos relacionados com a problemática da investigação, explicar as razões que motivaram a alteração do enquadramento fiscal do financiamento em Portugal, em 2013, e, por último, explicitar os contornos do novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento. Tudo isto culmina na definição das hipóteses de investigação.

No capítulo 3 procede-se ao enquadramento metodológico da investigação, onde é descrita a abordagem ao tema investigado, efetuada com recurso ao método quantitativo, através de um modelo de regressão linear múltipla. Agrega três secções que, basicamente, descrevem todo o processo de investigação, nomeadamente, os critérios de recolha dos dados e de seleção da amostra, a escolha das variáveis consideradas e o modelo de regressão utilizado (composto por duas equações em tudo idênticas, exceto no que concerne ao seu horizonte temporal).

O capítulo 4 apresenta e explora os resultados da análise do modelo de regressão obtidos no SPSS, encontrando-se dividido em quatro secções. Concretizando, debruça-se sobre três vertentes de análise – estatísticas descritivas, correlações de *Pearson* e análise multivariada pela estimação do modelo de regressão utilizado - e termina com a realização de um teste de robustez aos resultados obtidos na análise multivariada através da estimação de um segundo modelo de regressão. O principal objetivo deste capítulo é reunir evidências empíricas que permitam validar/rejeitar as hipóteses de investigação definidas na secção 2.6.

O capítulo 5, constituído por três secções, encerra a investigação e refere-se às conclusões e recomendações do estudo. Primeiramente, são discutidos os resultados apresentados no capítulo 4 atendendo à revisão de literatura e à contextualização da problemática efetuadas no capítulo 2. São ainda abordadas as contribuições para a teoria e as implicações para a prática do estudo, identificadas as suas limitações, e, em último lugar, sugeridas perspetivas de investigação futuras.

2. Revisão de literatura

2.1. Finalidades dos impostos

O conceito de sistema fiscal é tradicionalmente usado para designar o conjunto de impostos existentes num certo espaço, reportando-se, sobretudo, ao domínio normativo, ou seja à legislação fiscal existente.

De acordo com Nabais (2016), a CRP define o desenho do nosso sistema fiscal em dois momentos. Num primeiro momento, quando estabelece as finalidades do mesmo, dispondo o n.º 1 do art.º 103.º que o sistema fiscal visa, em primeiro lugar, a obtenção de meios destinados à “*satisfação das necessidades financeiras do Estado e outras entidades públicas*”, e, em segundo lugar, “*uma repartição justa dos rendimentos e da riqueza*”. O mesmo é dizer que tem primordialmente uma finalidade financeira, seguida de uma finalidade extrafiscal. E, num segundo momento, quando estabelece a composição do sistema fiscal no art.º 104.º, em que conjetura um imposto único e progressivo sobre o rendimento pessoal, a tributação real como regra da tributação do rendimento das empresas, uma tributação do património como forma de promover a igualdade entre os cidadãos e uma tributação do consumo voltada para o desenvolvimento económico e a justiça social.

Também Carlos (2010) menciona a importância dos impostos na prossecução de outras finalidades, além da fiscal ou financeira, a que a doutrina chama de finalidades extrafiscais, elencando as seguintes:

Redistribuição da riqueza – Atendendo a que as “*correções das desigualdades na distribuição da riqueza e do rendimento, nomeadamente através da política fiscal*” são, nos termos da al. b) do art.º 81.º da CRP, uma incumbência prioritária do Estado, os impostos constituem um instrumento de “*repartição justa dos rendimentos e da riqueza*” (n.º 1 do art.º 103.º da CRP).

O autor salienta que a tributação deve operar uma correção da distribuição de rendimentos e de riqueza que ocorreu no momento da sua obtenção e, nessa medida, os indivíduos e empresas com maior capacidade económica devem contribuir mais do que os de menor capacidade para financiar o funcionamento do Estado. Esta função redistributiva do imposto, que assenta no princípio da equidade (critério da capacidade contributiva), também pode ser exercida através da concessão de benefícios fiscais a contribuintes com menores níveis de riqueza.

Estabilização macroeconómica – Os impostos também podem funcionar como um instrumento de estabilização macroeconómica, orientado para o combate ao desemprego ou à estagnação económica, bem como para o controlo da inflação e para o equilíbrio da balança de

pagamentos, visto que a sua alteração é passível de ser utilizada para estimular ou desincentivar o consumo ou o investimento.

Influência na afetação de recursos – Os objetivos prosseguidos pelo Estado encontram-se integrados no quadro da sua escolha política, nomeadamente de emprego, de poupança das famílias, de apoio social, de desenvolvimento regional, de competitividade empresarial, de saúde, de proteção do ambiente ou de promoção da cultura, o que não raras vezes implica beneficiar ou onerar determinados comportamentos dos indivíduos e empresas, condicionando invariavelmente a forma como os mesmos afetam os seus recursos. A concessão de benefícios fiscais pelo Estado constitui um exemplo de como incentivar um comportamento.

2.2. Dedutibilidade

Art.º 23.º do CIRC – Gastos e perdas

Tal como foi referido anteriormente, a tributação real assume-se como regra da tributação do rendimento das empresas.

Quanto ao *carácter real* do IRC, Nabais (2016: 442) refere “...*que se trata de um imposto em que se tributa o lucro, que é igual à diferença entre os valores do património líquido no fim e no início do período da tributação, quando sejam empresas, isto é, entidades que exerçam a título principal uma atividade de natureza comercial, industrial ou agrícola...*”.

Nesta conformidade, o lucro tributável é apurado segundo a chamada *teoria do balanço*, como decorre do n.º 2 do art.º 3.º do CIRC, tendo o resultado contabilístico como ponto de partida, pois é constituído pela soma algébrica do resultado líquido do período (rendimentos menos gastos), e das variações patrimoniais positivas e negativas verificadas no mesmo período e não refletidas naquele resultado, determinado com base na contabilidade organizada e eventualmente corrigido nos termos do CIRC (*cf.* n.º 1 do art.º 17.º do aludido diploma).

Nos termos do n.º 1 do art.º 23.º do CIRC³ “*Para a determinação do lucro tributável, são dedutíveis todos os gastos e perdas incorridos ou suportados pelo sujeito passivo para obter ou garantir os rendimentos sujeitos a IRC.*”.

A aplicação concreta da presente norma assenta, portanto, na relação dos gastos com a atividade empresarial como condição primordial para a respetiva dedutibilidade.

³ Redação da Lei n.º 2/2014, de 16 de janeiro, que republicou o CIRC.

Recorde-se que anteriormente às alterações introduzidas pela Lei n.º 2/2014, de 16 de janeiro (Lei da Reforma do IRC para 2014), o n.º 1 do art.º 23.º estabelecia que “*Consideram-se gastos os que comprovadamente sejam indispensáveis para a realização dos rendimentos sujeitos a imposto ou para a manutenção da fonte produtora...*”.

Esta norma, na redação anterior, assentando a dedutibilidade dos gastos no conceito de “*indispensabilidade*” ocasionou um número bastante significativo de litígios entre a AT e os contribuintes, pelo que foi propositada a exclusão daquele conceito na atual redação.

Com efeito, a doutrina (Tavares, 1999; Portugal, 2004) e a jurisprudência, em especial na primeira década do presente século, caminharam progressivamente para uma interpretação que equiparava o conceito de indispensabilidade dos gastos aos incorridos no interesse da empresa, no âmbito da respetiva atividade.

Apesar disso, conforme refere Martins (2015: 111), “*...a AT ainda procurava sublinhar e utilizar como fundamento que era necessária uma ligação à atividade “produtiva” e, por vezes, um nexos causal entre custos e rendimentos tributados...*”, perspectiva que não lhe parece adequada, designadamente no que se refere à atividade produtiva, uma vez que considera que todas as operações inerentes à gestão empresarial visam gerar rendimentos e excedentes a partir do uso dos ativos detidos, logo cabem no escopo da atividade desenvolvida.

Sobre o nexos causal entre rendimentos e gastos, atente-se ao Ac. do STA de 24-09-2014, proferido no âmbito do Proc. n.º 0779/12:

“...um custo será aceite fiscalmente caso, num juízo reportado ao momento em que foi efetuado, seja adequado à estrutura produtiva da empresa e à obtenção de lucros, ainda que se venha a revelar uma operação económica infrutífera ou economicamente ruínosa, e a AT apenas pode desconsiderar como custos fiscais os que não se inscrevem no âmbito da atividade do contribuinte e foram contraídos, não no interesse deste, mas para a prossecução de objetivos alheios (quando for de concluir, à face das regras da experiência comum que não tinha potencialidade para gerar proveitos).”

Em suma, já no contexto do CIRC em vigor em 2013, o teste da indispensabilidade dos gastos devia ser aferido pela relação destes com a atividade societária dos contribuintes, devendo a AT desconsiderar apenas os que fossem suportados não no interesse destes mas para o prosseguimento de objetivos alheios.

A proposta de alteração à redação do art.º 23.º do CIRC visou dar forma legal a esta (reiteradamente sustentada) interpretação jurisprudencial e doutrinal, podendo “...revelar-se um meio para incrementar o grau de certeza na aplicação concreta do princípio basilar relativo à dedutibilidade.” e “...ainda constituir uma via para o decréscimo da significativa litigância decorrente da aplicação do preceito em causa.” (Comissão para a Reforma do IRC, 2013: 129).

Se é verdade que não se eliminou toda a subjetividade que poderia existir com a anterior redação, na redação agora vigente, os gastos devem ter um propósito, uma finalidade, sendo aqueles que resultam da prossecução da atividade das empresas, do seu interesse próprio, inserindo-se no seu escopo social, independentemente de virem ou não a gerar rendimentos.

As exigências relativas à comprovação documental dos gastos são as estabelecidas nos n.ºs 3 e seguintes da aludida norma.

O n.º 2 enumera, a título exemplificativo, alguns gastos e perdas a considerar para efeitos fiscais, sendo os de natureza financeira, nos quais se incluem os juros de capitais alheios aplicados na exploração e os gastos com operações de crédito, referidos na sua al. c).

Por seu lado, o novo art.º 23.º-A do CIRC⁴, norma que visa prevenir abusos, apresenta “...uma lista bastante extensa de encargos não dedutíveis para efeitos fiscais.” (Nabais, 2016: 521). Ou seja, existem gastos e perdas que, embora classificados e contabilizados como tal, não são dedutíveis ao lucro tributável e, nessa medida, não são considerados, no todo ou em parte, para efeitos da sua determinação.

É o caso dos juros e outras formas de remuneração de suprimentos e empréstimos feitos pelos sócios à sociedade, na parte em que excedam a taxa definida por portaria do membro do Governo responsável pela área das finanças⁵, salvo no caso de se aplicar o regime dos preços de transferência (art.º 63.º), a que se refere a al. m) do n.º 1 da norma⁶.

Em suma, os juros suportados pelas empresas decorrentes de financiamentos necessários à sua atividade são aceites como gasto, exceto quando o CIRC impõe limites à sua dedutibilidade, o que ocorre no regime previsto no art.º 67.º e nos casos em que o mutuante é o sócio [al. m) do n.º 1 do art.º 23.º-A].

⁴ Aditado pela Lei da Reforma do IRC para 2014. Corresponde em parte aos anteriores art.ºs 45.º e 65.º.

⁵ Portaria n.º 184/2002, de 4 de março, com a redação dada pela Lei n.º 55-A/2010, de 31 de dezembro, aplicável aos períodos de 2011 a 2013; Portaria n.º 279/2014, de 30 de dezembro, aplicável aos períodos seguintes.

⁶ Visa no essencial evitar que as empresas procedam à distribuição encoberta de lucros pela via do pagamento aos sócios de juros anormalmente elevados.

2.3. Tratamento fiscal do financiamento

2.3.1. Estrutura de capital

A estrutura de capital é uma temática amplamente estudada. Porém, não tem uma definição única, sendo poucos os consensos existentes na sua investigação devido à heterogeneidade de resultados dos estudos científicos que têm sido realizados nas últimas décadas.

A referência de Myers (1984) ao puzzle da estrutura de capital mantém-se, por isso, atual, uma vez que ainda não existe uma base teórica sólida que explique como é que as empresas tomam as suas decisões de financiamento e de distribuição de resultados, as quais, juntamente com as de investimento, constituem as principais decisões que tradicionalmente são atribuídas à função financeira das empresas.

Na grande maioria dos estudos científicos, a estrutura de capital é definida como a combinação entre capitais próprios e capitais alheios utilizada pela empresa para financiar os seus ativos, ou seja, “*the firm’s mix of debt and equity financing*” (Brealey *et al.*, 2017: 436). A sua otimização, com vista à maximização do valor da empresa, é a principal decisão estrutural na gestão financeira de uma empresa (Mota *et al.*, 2012).

Num plano conceptual, Devereux *et al.* (2006) fazem a distinção entre dívida, ou capital alheio, e capital próprio com base em três características-chave:

- A dívida gera um direito preferencial (juro) relativamente aos resultados gerados pela empresa; o capital próprio confere apenas um direito residual (dividendo);
- A dívida implica o recebimento de uma remuneração pré-determinada (exceto em caso de falência); o capital próprio confere unicamente o direito a uma remuneração contingente, dependente da existência de resultados gerados; e
- Em regra, contrariamente aos acionistas, os credores não têm direito de voto no que respeita à condução dos negócios da empresa.

Não obstante muito já ter sido estudado e avançado sobre a problemática da estrutura de capital e os fatores determinantes da sua escolha, certo é que ainda não se chegou a um consenso relativamente à teoria que melhor define, especificamente, a proporção ótima de capital alheio e próprio na estrutura de capital das empresas. Como afirma Myers (2001: 81), “*there is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one.*”.

Importa, todavia, fazer um breve resumo dos principais modelos e estudos empíricos que exploram os efeitos da fiscalidade nas decisões relativas à estrutura de capital das empresas.

Desde logo, merece especial destaque o estudo pioneiro de Modigliani e Miller (1958), no qual os autores, tendo por base os pressupostos do mercado de capitais perfeito (sem impostos, custos de agência⁷, custos de falência ou assimetria de informação), refutam a existência de uma estrutura ótima de capital e defendem que o valor de mercado de uma empresa é independente da sua estrutura de capital, sendo essencialmente determinado pelas decisões de investimento. O mesmo é dizer que o valor da empresa não é afetado pela proporção entre dívida e capital próprio.

Anos mais tarde, Modigliani e Miller (1963) vieram reconhecer que a existência de impostos favorece a utilização de dívida em detrimento do capital próprio pelo facto de a remuneração que lhe está associada (juros) ser deduzida ao lucro tributável das empresas, diminuindo o montante de imposto devido. Considerando que esta poupança fiscal pode influenciar a escolha da estrutura de capital, assume-se que existirá uma estrutura de capital ótima, capaz de maximizar o valor das empresas.

Os aludidos estudos despertaram a curiosidade da comunidade científica relativamente à explicação do comportamento das empresas no que respeita à estrutura de capital, nomeadamente por via da identificação dos seus determinantes, sendo que as investigações realizadas começaram a dividir-se, sem prejuízo de outras menos predominantes, em duas principais correntes teóricas: a teoria do *trade-off* e a teoria da *pecking-order* (Myers, 2001; Elliot *et al.*, 2008).

A teoria do *trade-off* assume particular importância por dar ênfase ao papel dos impostos, designadamente dos incentivos fiscais, no processo de tomada de decisões de financiamento das empresas e, conseqüentemente, na definição das suas estruturas de capital.

Defendida por DeAngelo e Masulis (1980), que evidenciaram que a vantagem fiscal proporcionada pela dívida é limitada ao mostrar que outros incentivos fiscais (como por exemplo, depreciações/amortizações e subsídios ou deduções fiscais relacionados com investimentos) podem atuar como substitutos, esta teoria aponta para a existência de uma estrutura de capital ótima, resultante de um equilíbrio marginal entre o benefício fiscal decorrente da utilização de dívida e os prováveis custos de falência que essa mesma dívida implica. Portanto, é possível determinar um ponto ótimo de dívida que maximize o valor da empresa.

⁷ Resultam de existência de conflitos de interesse entre os gestores que detêm o controlo da empresa e os acionistas ou credores, detentores da propriedade de capital.

Por sua vez, a teoria da *pecking-order*, com origem nos trabalhos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), defende que a existência de assimetrias de informação entre gestores internos e investidores externos justifica a preferência das empresas pela utilização de fundos internos em detrimento dos fundos externos no financiamento dos seus investimentos, pelo que não há um ponto ótimo de dívida. As empresas seguem uma sequência hierárquica na escolha das suas fontes de financiamento, recorrendo primeiramente ao autofinanciamento (fundos gerados internamente), visto que o mesmo não acarreta custos de transação. Havendo necessidade de financiamento adicional, elas recorrem, em primeiro lugar, ao endividamento e, por último, aos aumentos de capital, através da emissão de novas ações.

2.3.2. As formas de financiamento empresarial e o fator fiscal

O financiamento assume-se como uma necessidade permanente de uma empresa, dado que a mesma requer de meios financeiros para fazer face aos compromissos assumidos e investimentos a realizar no desenvolvimento da sua atividade. As formas de financiamento à disposição das empresas resumem-se a duas: capital próprio ou capital alheio (dívida).

Importa, pois, perceber em que medida é que o tratamento fiscal dos rendimentos advenientes de cada uma das formas de financiamento influencia as decisões de financiamento das empresas, com o impacto nas estruturas de capital a elas inerente.

Embora as decisões relativas à estrutura de capital pareçam responder aos incentivos fiscais (Graham, 2003), o certo é que este entendimento não é unânime, especialmente no que se refere ao grau de relevância dos mesmos.

A este respeito, Hanlon e Heitzman (2010: 152) referem que “*a long-standing question in corporate finance is the extent to which the corporate tax deduction for interest creates a first-order incentive to finance investment with debt.*”.

Na verdade, são vários os fatores que podem influenciar as decisões de financiamento das empresas, de entre os quais se destacam a taxa de juro, o risco de falência, a estrutura dos ativos e o tratamento fiscal de juros, dividendos e mais-valias (Brealey *et al.*, 2017).

Pode-se afirmar que a falta de neutralidade no tratamento fiscal dos rendimentos do capital próprio e da dívida constitui o principal fator de influência da fiscalidade nas decisões de financiamento das empresas (Martins, 2014). Se, por um lado os juros são tidos como gastos inerentes à obtenção de rendimentos por parte da empresa, por outro, o retorno do rendimento que cabe aos acionistas é visto como o lucro resultante da atividade da mesma (De Mooij, 2012).

Na prática, tal significa que, numa empresa endividada, a remuneração dos credores é abatida ao rendimento dos acionistas para efeitos de determinação do lucro tributável, que constitui a base do imposto sobre o rendimento das empresas.

Este tratamento preferencial, comumente designado por “*debt bias*”, traduz-se numa poupança fiscal que pode criar um incentivo à alavancagem excessiva⁸ das empresas com importantes impactos na economia (Blaufus *et al.*, 2015).

As evidências empíricas sugerem que o *debt bias* conduziu a um endividamento significativamente superior ao que existiria sob um tratamento fiscal neutral, de que são exemplos os estudos realizados por Graham (2003) e Cheng e Green (2008).

Como sublinham Keen *et al.* (2010), este impacto é particularmente forte nos rácios dívida/capital próprio das subsidiárias de multinacionais, como, de resto, concluem Desai *et al.* (2004) e Huizinga *et al.* (2008) relativamente a multinacionais norte-americanas e europeias, respetivamente, ao constatar que o endividamento é superior nos países com maiores taxas de imposto. Buettner *et al.* (2009) apresentam resultados semelhantes relativamente às multinacionais alemãs. Este *debt shifting* realizado pelas multinacionais configura uma forma especial de *debt bias* induzida pela dedutibilidade dos juros (De Mooij, 2012).

Partindo do estudo de Desai *et al.* (2004), Faulkender e Smith (2016) abstraem-se da localização da dívida e, focando-se o endividamento total das multinacionais norte-americanas, concluem que o mesmo é inferior quando enfrentam taxas de imposto mais baixas.

2.3.3. Os riscos da alavancagem excessiva

O autor Bianchi (2011) avalia o impacto da alavancagem excessiva à luz de diversas imperfeições do mercado de capitais, tais como custos de monitorização e assimetrias de informação, e conclui que a mesma aumenta consideravelmente a probabilidade de uma crise financeira, ao mesmo tempo que a agudiza. No seu artigo, Keen *et al.* (2010) chegam mesmo a afirmar que o endividamento excessivo por uma grande parte das empresas foi um fator proeminente na crise financeira internacional.

De acordo com Martins (2014: 214), “*o endividamento excessivo torna as empresas mais vulneráveis à competição internacional, amplia o efeito dos ciclos económicos recessivos em virtude do impacto da alavancagem (leverage) financeira nos resultados obtidos, e induz*

⁸ Diz-se que uma empresa tem alavancagem excessiva quando recorre a muito endividamento para financiar os seus ativos. Permite que a empresa ganhe mais escala e aumente os seus lucros, mas é sinónimo de maior risco.

efeitos não negligenciáveis na solidez do setor financeiro, exposto a um elevado número de entidades empresariais muito fracamente capitalizadas.“.

Por seu lado, De Mooij (2012) foca-se no *debt bias* e considera que os seus custos económicos podem ser significativamente maiores do que seria expectável, colocando o tema na agenda política de muitos países desenvolvidos, pelas seguintes razões:

- A crise financeira internacional iniciada em 2007 acentuou a importância do tratamento preferencial dos rendimentos da dívida enquanto incentivo ao endividamento;
- O aparecimento dos instrumentos financeiros ditos *híbridos*⁹ e o crescente aproveitamento pelas multinacionais das diferentes taxas de imposto sobre o rendimento das empresas entre países para fins de planeamento fiscal internacional (com destaque para a transferência de dívida para subsidiárias localizadas em jurisdições de elevada tributação) fizeram aumentar a preocupação com a erosão das bases tributáveis das empresas provocada pelo *debt bias*; e
- Intensificou-se o interesse pelo *debt bias* no setor financeiro, uma vez que as instituições financeiras assumiram um risco demasiado elevado e o mesmo tornou-se muito grande e ineficiente.

Relativamente a este último ponto, Heckemeyer e De Mooij (2017) destacam que o *debt bias* é potencialmente uma preocupação muito maior no setor bancário do que noutros setores da economia, uma vez que a falência de um banco pode aumentar o risco de contágio através do sistema financeiro e comprometer a estabilidade global do mesmo.

2.4. Alterações legislativas

2.4.1. Medidas adotadas sobre a dedutibilidade dos juros

A necessidade de se combater os efeitos nocivos do tratamento fiscal preferencial dos rendimentos da dívida, reconhecida por um número cada vez maior de países, determinou o surgimento de possíveis soluções, algumas para eliminar e outras para atenuar a distorção fiscal que está na sua génese.

⁹ Segundo definição da CMVM, reúnem elementos característicos das ações e dos instrumentos de dívida (capital próprio e capital alheio). Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/GlossáriodetermosrelativaInstrumentosFinanceiros.aspx>

Dos principais regimes propostos no sentido de eliminar o tratamento fiscal preferencial dos rendimentos da dívida em relação aos do capital próprio, destacam-se o ACE e o CBIT, ambos com implicações económicas marcadamente diferentes.

O ACE, mantendo a dedutibilidade dos juros em sede de tributação das empresas, permite igualmente deduzir uma remuneração convencional do capital próprio (Tomaz, 2013). Adotando-se este regime, como constata Martins (2014: 2123), “...*quer uma fonte de financiamento quer outra teriam a sua remuneração abatida no apuramento do lucro tributável.*”. Defendido por Keuschnigg (2011) e De Mooij (2012), o principal obstáculo à sua introdução prende-se com o impacto negativo na receita fiscal, que a literatura estima em valores consideráveis, uma vez que os governos abdicariam de tributar os rendimentos do capital próprio.

Países como a Áustria, a Itália e a Croácia chegaram a adotar um ACE, mas depressa abdicaram dele em favor do alargamento da base e a redução da taxa de tributação. Ainda assim, estudos como os de Bordignon *et al.* (2001), Keen e King (2002) e Klemm (2007) encontraram evidências de que este regime está associado a uma redução dos rácios dívida/capital próprio.

O CBIT, por sua vez, impede a dedução dos juros ao rendimento tributável, os quais, à semelhança dos rendimentos do capital próprio, passam a ser tributados. De Mooij (2012) considera que a sua principal desvantagem decorre do aumento substancial do custo do capital relativo a investimentos financiados por dívida, que pode desincentivar o investimento empresarial. Martins (2014: 2128), por seu lado, salienta que “...*ao aumentar a receita por via da não dedutibilidade de juros, permitiria baixar a taxa do imposto societário. Porém, tal coloca problemas de coordenação inter-países, pois a sua adoção isolada por um deles pode afugentar investidores.*”.

Entre ambos os regimes surge uma solução intermédia, que tem vindo a ser crescentemente acolhida, sobretudo na Europa: a de manter, como princípio geral, a dedutibilidade dos juros e implementar medidas destinadas à sua limitação como forma de atenuar a distorção fiscal resultante do tratamento preferencial dos rendimentos da dívida.

São as chamadas medidas de limitação à dedutibilidade dos juros, frequentemente implementadas através de *thin capitalization rules*, especificamente direccionadas para o *debt shifting* realizado pelas multinacionais (Pomerleau e Jahnsen, 2017). Segundo Buettner *et al.* (2016), dois terços dos países da OCDE impuseram *thin capitalization rules* em 2005.

A Comissão Europeia (2016) agrupa as medidas de limitação à dedutibilidade dos juros atuais em três categorias: métodos *arm's length* (plena concorrência), as *earnings stripping rules* e as *fixed ratio rules*.

Começando pelos métodos *arm's length*, como o próprio nome indica, baseiam-se no princípio da plena concorrência para avaliar se os juros objeto de dedução relativamente a operações financeiras com entidades relacionadas¹⁰ são excessivos para efeitos fiscais. A Áustria, a Irlanda e a Suécia estão entre os países que seguem estes métodos.

As denominadas *earnings stripping rules* impõem uma restrição geral à dedução de GFL com base num teto correspondente a determinada medida de resultados (por exemplo, a imposição de uma percentagem de 30% do EBITDA tem sido solução recorrente). Em muitos casos, contemplam igualmente um limite mínimo até ao qual todos os GFL são dedutíveis. Alguns países limitam a dedutibilidade independentemente da entidade a quem são pagos os juros ser uma entidade relacionada ou não (casos da Alemanha, Espanha e Itália). Noutros países, como a Finlândia, a Noruega ou o Japão, estas medidas apenas limitam a dedução dos juros devidos a entidades relacionadas.

Maßbaum *et al.* (2012) estudaram o impacto das *earnings stripping rules* nas escolhas da estrutura de capital pelas empresas com base no caso alemão, tendo concluído que frequentemente logram reduzir a vantagem fiscal associada ao financiamento por via da dívida. Mas nem sempre é assim, verificando-se muitas vezes que os investidores preferem recorrer à dívida mesmo estando em vigor uma *earning stripping rule*. Estudos empíricos indicam que as medidas alemãs conduzem efetivamente a menores rácios de endividamento e a pagamentos de juros inferiores (Buslei e Simmler, 2012; Dreßler e Scheuering, 2012).

Por último, as *fixed ratio rules* aplicam-se com base num rácio calculado a partir do balanço de uma empresa. Em regra, utilizam o rácio dívida/capital próprio, ou seja, se o endividamento da empresa ultrapassar determinada proporção do seu capital próprio, é impedida a dedução dos juros associados ao endividamento excedente. O nível de endividamento permitido designa-se por “*safe heaven*”, sendo os respetivos juros totalmente dedutíveis para efeitos fiscais. Na Bélgica, Hungria e Letónia, por exemplo, vigoram medidas deste tipo.

¹⁰ Entidades entre as quais existem relações especiais, o que ocorre, nos termos do n.º 4 do art.º 63.º do CIRC, quando “...uma tem o poder de exercer, direta ou indiretamente, uma influência significativa nas decisões de gestão da outra...”.

No seu estudo empírico, Overesch e Wamser (2010) analisam o impacto das *fixed ratio rules* implementadas na Alemanha pelas reformas de 2001 e 2004, e confirmam a sua eficácia na redução dos níveis de endividamento interno de subsidiárias de empresas multinacionais.

Salienta-se o facto de, como referem Merlo e Wamser (2014), muitos países adotarem medidas que combinam elementos de mais de uma das categorias acima sintetizadas para proceder à limitação de gastos de financiamento. A Dinamarca, a França e os EUA são disso exemplo, aplicando tanto uma *earnings stripping rule* como uma *fixed ratio rule*.

Num cenário económico globalizado onde as empresas são cada vez mais globais no âmbito das suas atividades, ganha particular relevância a interação das medidas adotadas nos diversos países relativamente à dedutibilidade dos juros com a gradual sofisticação das empresas multinacionais ao estruturarem as suas modalidades de financiamento (Desai e Dharmapala, 2015).

O crescente interesse político internacional em torno do planeamento fiscal das empresas multinacionais (Comissão Europeia, 2011; Fundo Monetário Internacional, 2009) culminou com o desenvolvimento do projeto BEPS da OCDE, destinado a prevenir a transferência artificial de lucros empresariais para jurisdições de baixa tributação e a combater a erosão das bases tributárias através de esquemas internacionais de ausência de tributação de atividades empresariais.

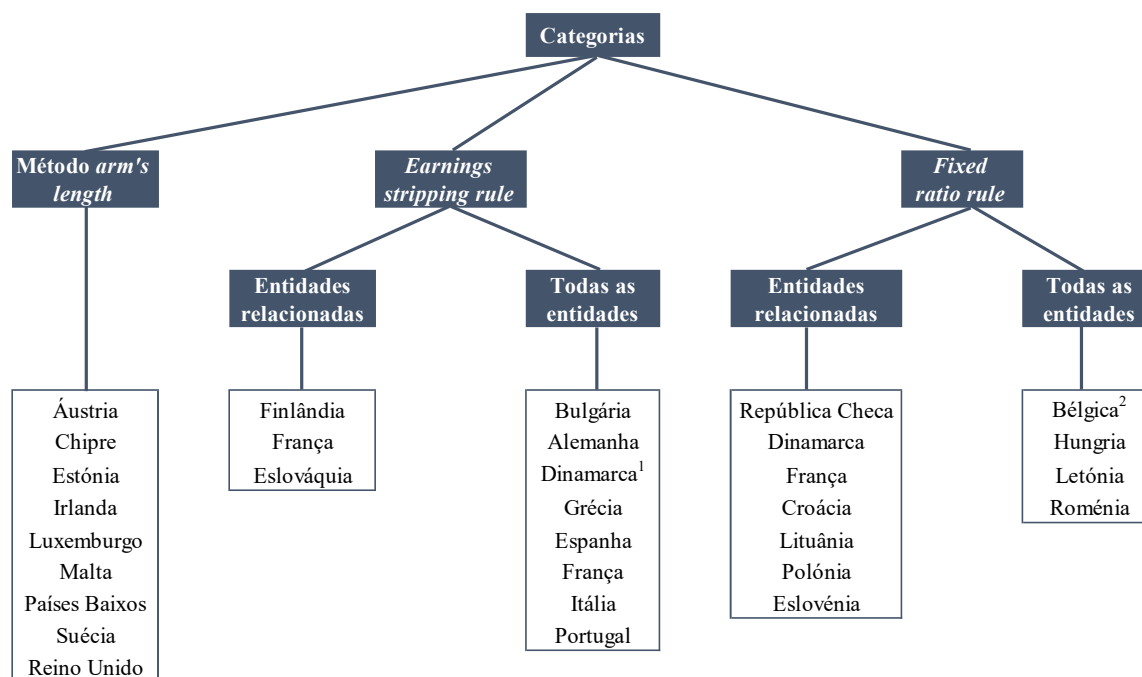
O relatório da OCDE (2013a), enquadrado no âmbito do projeto BEPS, sugere que os países devem repensar o tratamento fiscal das operações financeiras intragrupo, matéria posteriormente integrada na Ação 4 (denominada “*Limitar a erosão da base tributável através da dedução de juros e outros rendimentos equivalentes*”) do Plano de Ação BEPS (OCDE, 2013b), elaborado em colaboração com o G20.

No relatório final sobre a aludida ação (OCDE, 2015), é recomendada uma abordagem destinada a assegurar que a dedutibilidade fiscal dos juros varia na razão direta do nível de atividade económica das empresas, medido pelo EBITDA. Esta abordagem é composta por três vertentes: a implementação de uma *fixed ratio rule* baseada num rácio juros líquidos de referência/EBITDA, a possibilidade de aplicação deste rácio pelos grupos e, por último, a adoção de regras específicas para enfrentar riscos concretos nesta matéria.

Em 2016, foi lançado o quadro inclusivo da OCDE para a implementação do projeto BEPS, ao qual aderiram mais de cem países e jurisdições (OCDE, 2016).

Segundo a Comissão Europeia (2016), todos os Estados membros da UE têm em vigor algum tipo de medidas de limitação à dedutibilidade dos juros.

Ilustração 1: Categorias de medidas para limitação à dedutibilidade dos juros nos 28 Estados membros da UE em 2015



¹ Não aplicável a entidades relacionadas.

² Difere para entidades relacionadas e entidades terceiras.

Fonte: Adaptado da Comissão Europeia (2016: 26, Figure 2).

2.4.2. A evolução recente em Portugal

O regime de subcapitalização

A introdução no ordenamento jurídico português do primeiro regime de subcapitalização ocorreu em 1996, com o aditamento do art.º 57.º-C ao CIRC através do DL n.º 5/1996, de 29 de janeiro.

Em traços gerais, este regime negava a dedução dos juros relacionados com o endividamento do sujeito passivo junto de entidades não residentes em território português com as quais existissem relações especiais (tal como definidas nesse mesmo preceito do CIRC) sempre que aquele fosse superior a duas vezes a correspondente participação no seu capital próprio.

Das várias alterações, aditamentos e remunerações que foi sofrendo até ser revogado em 2013, destacam-se duas em particular:

- O aditamento de dois novos números (n.ºs 7 e 8) ao então art.º 57.º-C do CIRC pela Lei n.º 10-B/1996, de 23 de março, por forma a contemplar a possibilidade de não ser

aplicável a limitação descrita no parágrafo anterior caso o sujeito passivo fizesse prova, no espaço de trinta dias após o termo do período de tributação em causa, de que podia ter obtido o mesmo nível de endividamento e em condições análogas de uma entidade independente; e

- Na sequência do acórdão do TJCE relativo ao caso Lankhorst-Hohorst (Ac. de 12-12-2002, proferido no âmbito do Proc. n.º C-324/00), as alterações aos n.ºs 1, 2 e 6 do então artigo 61.º do CIRC¹¹, operadas pela LOE para 2006¹², com vista a excluir do âmbito da norma o endividamento obtido pelo sujeito passivo junto de entidades residentes noutros Estados membros da UE com as quais existissem relações especiais. Isto porque a sua redação anterior violava o direito à liberdade de estabelecimento e o princípio da não discriminação consagrados nos art.ºs 43.º e 12.º do TCE, respetivamente.

Assim, aquando da alteração do regime vertido no art.º 67.º do CIRC pela LOE para 2013, substituído pelo novo regime de limitação à dedutibilidade dos gastos de financiamento, a norma de subcapitalização em vigor impunha limites à aceitação dos juros relacionados com o endividamento do sujeito passivo junto de qualquer entidade residente fora da UE com a qual mantivesse relações especiais.

A perda de relevância em função das fortes limitações à sua aplicação prática, traduzida num reduzido peso na receita fiscal, aliada à necessidade de criar medidas fiscais incentivadoras da capitalização das empresas (ou desincentivadoras do recurso ao endividamento) estiveram na génese da criação de um novo regime.

O novo regime de 2013

Com a publicação da LOE para 2013 foi profundamente alterado o art.º 67.º do CIRC no sentido contemplar um novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento, aplicável aos períodos de tributação iniciados em/após 1 de janeiro de 2013, que veio substituir o regime de subcapitalização então vigente (*vide* Anexo 1).

A este respeito, Blaufus *et al.* (2015: 4) mencionam que “*whereas prior rules only limit the deductibility for interest on related-party debt, there is a trend to extend the deductibility restriction to all interest payments including arm’s-length payments.*”.

¹¹ Corresponde ao anterior art.º 57º-C, renumerado pelo DL n.º 198/2001, de 3 de julho.

¹² Lei n.º 60-A/2005, de 30 de dezembro.

Como salienta Martins (2014), a medida de restrição à dedutibilidade dos juros então adotada por Portugal foi semelhante a outras já implementadas em vários países da UE (por exemplo, Espanha, Itália e Finlândia).

De acordo com o Relatório do OE para 2013 (Ministério das Finanças, 2012: 61), esta alteração destinou-se a “...promover a redução do endividamento excessivo da economia e a mitigar a histórica propensão do sistema fiscal para privilegiar o financiamento da atividade económica através de dívida...”, mencionando ainda que “este regime, na medida em que salvaguarda da sua aplicação os gastos de financiamento líquidos inferiores a 3 M€, abrange apenas as grandes empresas que apresentem necessidades de financiamento consideradas excessivas, impondo, de uma forma gradual, um esforço de reajustamento por via da sua recapitalização.”.

Assim, nos termos da nova redação do art.º 67.º do CIRC (vide Anexo 2), para efeitos de determinação do lucro tributável das empresas, apenas são dedutíveis os GFL¹³ até à concorrência do maior dos seguintes limites: três milhões de euros¹⁴ ou 30% do EBITDA. Como tal, a norma introduz uma regra de limitação à dedutibilidade dos gastos de financiamento superiores a três milhões de euros, independentemente da localização do domicílio fiscal do credor e de existirem ou não relações especiais entre o devedor e o credor.

Encontram-se fora do âmbito de aplicação da norma as PME, pode dizer-se, por força do limite mínimo de três milhões de euros definido para os GFL aceites para efeitos fiscais, e, naturalmente, as instituições de crédito e as empresas de seguros¹⁵.

Note-se que a LOE para 2013¹⁶ estabeleceu um período transitório que prevê a gradação do limite relacionado com a percentagem do EBITDA, apenas restringido a 30% em 2017, a fim de permitir às empresas adequar as suas estruturas de financiamento à nova disposição legal:

Tabela 1: Limite tendo por referência o EBITDA nos períodos de tributação iniciados entre 2013 e 2017

Período	2013	2014	2015	2016	2017
Limite	70%	60%	50%	40%	30%

Fonte: Autoria própria.

A norma prevê também um mecanismo de reporte, segundo o qual os gastos de financiamento considerados excessivos num determinado período de tributação podem ser dedutíveis nos

¹³ Segundo definição constante do n.º 8 da norma, consideram-se GFL as importâncias devidas ou associadas à remuneração de capitais alheios, deduzidos de rendimentos de idêntica natureza.

¹⁴ Conforme estabelece o n.º 4 da norma, sempre que o período de tributação seja inferior a um ano, este limite é determinado proporcionalmente em função do número de meses do mesmo.

¹⁵ Exclusão expressamente prevista no n.º 7 do art.º 67.º do CIRC.

¹⁶ No n.º 2 do seu art.º 192.º.

cinco períodos seguintes, desde que, conjuntamente com os GFL desse mesmo período, não ultrapassem os limites acima referidos.

Convém sublinhar que este prazo para reporte dos juros considerados excessivos se mostra especialmente penalizador para as empresas a operar em indústrias de capital intensivo, como sejam as do setor energético ou da construção, cujos períodos normais de recuperação dos investimentos são, geralmente, superiores.

Além disso, quando seja aplicável o limite de 30% do EBITDA e os GFL se mostrem inferiores ao mesmo, a parte não utilizada (designada por “*folga*”) acresce para efeitos da determinação do limite máximo dedutível, até ao quinto período de tributação posterior.

Não obstante Martins (2014) prever que o novo regime deve conduzir, *ceteris paribus*, a um aumento da receita fiscal, por comparação com o anterior, reconhece que tal depende de um conjunto de fatores, tais como o ajustamento da estrutura de capital das empresas portuguesas, a evolução dos encargos financeiros decorrentes da dívida e a forma como as operações de financiamento intragrupo se redistribuírem.

O aludido autor refere igualmente que o novo regime pode diminuir a rentabilidade dos investimentos já financiados por dívida, além de desincentivar os investimentos projetados com recurso a capital alheio.

Neste sentido, pode afirmar-se que sobre as empresas mais maduras recai alguma vantagem fiscal face às empresas emergentes (*start-ups*), as quais, em regra, apresentam maiores necessidades de financiamento para realizar os seus investimentos iniciais.

Alterações introduzidas ao regime em 2014

No seu relatório final, a Comissão para a Reforma do IRC (2013) apenas propôs algumas alterações ao regime introduzido em 2013, as quais estiveram na origem da modificação do art.º 67.º do CIRC (*vide* Anexo 3) operada pela Lei da Reforma do IRC para 2014.

Destacam-se três alterações fundamentais, relacionadas com os seguintes aspetos:

- O limite mínimo estabelecido para os GFL aceites para efeitos fiscais¹⁷ passa de três milhões para um milhão de euros, ajustamento que visa maximizar o incremento da receita fiscal esperado com o novo regime de limitação à dedutibilidade dos gastos de financiamento, ainda mais quando a Reforma do IRC para 2014 reduz de 25% para

¹⁷ Previsto na al. a) do n.º 1 da norma.

23%¹⁸ a taxa nominal de IRC estabelecida no n.º 1 do art.º 87.º do CIRC (Comissão para a Reforma do IRC, 2013);

- A definição de um conceito específico de EBITDA para efeitos do cálculo da limitação à dedutibilidade de juros¹⁹ (o chamado “*EBITDA fiscal*”). Corresponde ao EBITDA contabilístico expurgado de algumas componentes que não são relevantes para efeitos fiscais (por exemplo, os rendimentos e gastos, assim como quaisquer outras variações patrimoniais, relevados em consequência da utilização do método da equivalência patrimonial); e
- É conferida aos grupos de sociedades a faculdade de poderem optar por efetuar o cálculo do limite que tem por referência o EBITDA ao nível do grupo (EBITDA consolidado)²⁰.

Refira-se que, segundo a Comissão para a Reforma do IRC (2013: 162), a redução da taxa nominal de IRC, em si mesma, “...*torna a dívida menos atrativa, dado que reduz a sua vantagem fiscal, e pode induzir uma redução de certas operações de financiamento que, buscando essencialmente uma vantagem fiscal, redundam muitas vezes em litígios.*”.

2.5. O endividamento e sua relação com os impostos na literatura

Segundo Sarkar (2008: 1311) “*There is a large literature on corporate capital structure, which is a complex decision since it is affected by a large number of factors, some of which are difficult to measure.*”.

Com efeito, o tema das decisões de financiamento assume-se como um dos principais focos de pesquisa na área de finanças, destacando-se o surgimento de duas correntes de literatura voltadas para identificar os determinantes da estrutura de capital das empresas: teórica e empírica (Qiao, 2013). No campo teórico, os impostos, os custos de falência, as assimetrias de informação e os conflitos de agência são apontados como os determinantes mais comuns, considerados importantes fatores explicativos das decisões de financiamento das empresas (Harris e Raviv, 1991). A literatura empírica, por sua vez, defende que a dimensão da empresa, oportunidades de crescimento, tangibilidade dos ativos, volatilidade das empresas subjacentes e medidas de assimetrias de informação são fatores relevantes na determinação da estrutura de capital e, conseqüentemente, do endividamento das empresas (Rajan e Zingales, 1995).

¹⁸ Não é mencionada a criação de uma taxa reduzida de 17%, aplicável aos primeiros 15 mil euros de matéria coletável, quando esteja em causa uma PME (n.º 2 do art.º 87.º do CIRC), pois, tal como já referido, a norma em apreço visa apenas as grandes empresas, não abrangendo aquelas empresas.

¹⁹ Constante do n.º 13 da norma, aditado pelo referido diploma.

²⁰ Vide n.º 5 da norma.

Embora a relação entre os impostos e a estrutura de capital seja bastante estudada há várias décadas (Hanlon e Heitzman, 2010), a verdade é que a literatura ainda se esforça por explicar os níveis de endividamento observados como uma função do que a teoria sugere que deveria ser um fator de primeira ordem: o tratamento fiscal diferenciado conferido à dívida e ao capital próprio (Hemmelgarn e Teichmann, 2014; Faulkender e Smith, 2016).

Partindo da previsão teórica de uma relação positiva entre a taxa marginal de imposto e o endividamento (Modigliani e Miller, 1963), muitos investigadores tiveram inicialmente dificuldade em sequer encontrar evidência empírica sobre a mesma (Myers, 1984), pelo que alguns contestaram a teoria do *trade-off*, sugerindo que o valor do benefício fiscal decorrente da utilização de dívida depende da interação entre os impostos sobre o rendimento das pessoas singulares e das empresas (Miller, 1977) ou propondo a teoria da *pecking-order*, baseada nas assimetrias de informação entre gestores e investidores como o principal determinante da estrutura de capital (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984).

Myers *et al.* (1998) chegaram mesmo a afirmar que os impostos seriam provavelmente uma preocupação de terceira ordem na tomada de decisões de financiamento.

No entanto, a aludida dificuldade foi-se amenizando à medida que os estudos realizados fizeram progressos indiscutíveis no campo empírico. Após uma revisão dos estudos sobre o impacto dos impostos na estrutura de capital, Graham (2003) conclui que, em geral, os mesmos afetam as decisões de financiamento das empresas, mas a magnitude do efeito nem sempre é significativo e é certamente inferior do que a teoria faria supor.

Este assunto tem recebido um interesse renovado na recente literatura empírica (Milonas, 2018), verificando-se que os estudos mais recentes são mais bem-sucedidos na identificação dos efeitos fiscais.

Alguns trabalhos examinam as relações entre o comportamento do endividamento das empresas e as alterações nas taxas de imposto sobre o rendimento das mesmas ao nível doméstico ou nacional.

Por exemplo, no seu estudo relativo aos EUA, Givoly *et al.* (1992) apresentam evidências de que as empresas reagem de forma diferente a uma alteração no sistema fiscal consoante a respetiva situação fiscal e encontram uma relação positiva entre o endividamento de uma empresa e a sua taxa de imposto marginal. Gropp (2002) também conclui que os impostos locais influenciam significativamente a escolha da estrutura de capital das empresas na Alemanha (controlando uma série de outros fatores), na medida em que verifica que as empresas que estão

localizadas em estados com taxas de imposto locais mais elevadas recorrem mais ao endividamento como forma de financiamento.

Por sua vez, Heider e Ljungqvist (2015) investigam os efeitos das alterações das taxas de imposto estaduais nos EUA e observam uma assimetria na sensibilidade aos impostos que contraria a teoria do *trade-off*, isto porque constata-se que os rácios de endividamento sofrem alterações quando há um aumento das referidas taxas, o mesmo não acontecendo quando aquelas diminuem.

É ainda de mencionar o estudo de Graham *et al.* (2015), no sentido em que evidenciam uma fraca associação estatística entre as taxas de imposto nominais e o endividamento de empresas industriais não regulamentadas dos EUA durante o período 1925-2010.

Numa vertente de comparação entre países, temos, por exemplo, os estudos de Rajan e Zingales (1995), Booth *et al.* (2001), Cheng e Shiu (2007) e Faccio e Xu (2015). Os dois primeiros comparam os determinantes da estrutura de capital de empresas cotadas (para o G7 e para 10 países em desenvolvimento, respetivamente). Faccio e Xu (2015) utilizam a variação das taxas de imposto entre 29 países da OCDE e dentro dos mesmos para mostrar que o endividamento responde às alterações fiscais, mas apenas nos países com menos evasão fiscal. Quanto ao estudo de Cheng e Shiu (2007), conclui, relativamente a uma amostra de 45 países, que as diferenças institucionais, nas quais se incluem as taxas de imposto, são tão importantes quanto as características das empresas na determinação da estrutura de capital.

A segmentação dos estudos realizados sobre os efeitos dos impostos na estrutura de capital proporciona uma ampla variedade de abordagens, tais como:

O ponto ótimo de dívida – Vários estudos empíricos sobre a teoria do *trade-off* concentraram-se em explicar os níveis de endividamento e o seu ajustamento para o chamado ponto ótimo de dívida (Flannery e Rangan, 2006; Frank e Goyal, 2009).

Fazendo um paralelo entre a teoria do *trade-off* e a teoria da *pecking order*, Fama e French (2002) sublinham o facto de a primeira defender a existência de pontos ótimos de dívida, contrariamente à segunda, e realizam uma análise cujos resultados parecem sugerir que a consideração dos custos de financiamento futuros e correntes conduz à existência de tais pontos ótimos. De mencionar ainda o questionário realizado por Graham e Harvey (2001), no qual 81% das empresas inquiridas respondeu ter um rácio dívida/capital próprio ótimo.

Apesar de ser genericamente aceite que as empresas têm um ponto ótimo de dívida, a verdade é que autores como Flannery e Rangan (2006) e Faulkender e Smith (2016) fazem uma ressalva quanto à velocidade do ajustamento em direção ao ponto ótimo, que se afigura algo lenta. O facto de as empresas parecerem ter estruturas de capital muito rígidas ao longo do tempo, isto apesar das mudanças na sua rentabilidade, bem como dos regimes fiscais, é abordado por Lin *et al.* (2014), que lhe chamam “*sticky-debt puzzle*”.

A dimensão internacional da estrutura de capital (multinacionais) – Muitos estudos, grande parte relativa aos EUA, apenas tratam o *debt bias*. Contudo, também há os que distinguem entre dívida interna e externa e avaliam o impacto diferenciado do *debt bias* e do *debt shifting* (Desai *et al.*, 2004; Buettner *et al.*, 2009); ou os que cingem a sua análise ao *debt shifting*, avaliando os efeitos fiscais sobre a dívida gerada dentro das multinacionais (Overesch e Wamser, 2010; Buettner *et al.*, 2016).

O setor financeiro – Durante muito tempo, os bancos e outras instituições financeiras foram excluídos da maioria dos estudos realizados sobre a estrutura de capital por se acreditar que tinham um comportamento distinto em relação às empresas não financeiras, nomeadamente pelo facto de estarem sujeitos a uma regulamentação própria aplicável ao capital (Hemmelgarn e Teichmann, 2014).

O fator gerador de controvérsia quanto ao impacto dos impostos nas decisões de financiamento dos bancos está em que estes apresentam muitas vezes níveis de endividamento que excedem significativamente disposições regulamentares (Flannery e Rangan, 2008).

Apenas recentemente os investigadores começaram a explorar empiricamente os efeitos da tributação sobre o *debt bias* no setor financeiro, confirmando impacto dos impostos (Gu *et al.*, 2015), ainda que, como verificam Heckemeyer e De Mooij (2017), os bancos se mostrem menos reativos aos incentivos fiscais associados à utilização de dívida do que as empresas não financeiras.

A agressividade fiscal – Atualizando o estudo de Graham e Tucker (2006), Lin *et al.* (2014) apresentam um modelo *trade-off* da estrutura de capital que analisa o endividamento como uma função da escolha da agressividade fiscal de uma empresa. Os resultados obtidos demonstram que, para a maioria das empresas, o endividamento está negativamente relacionado com um conjunto de medidas de agressividade fiscal, afigurando-se este efeito de substituição economicamente importante. As empresas mais lucrativas são uma exceção, com o endividamento e a agressividade fiscal a revelarem-se complementares. Ainda assim, ambos os

estudos são unânimes em concluir que as empresas mais agressivas têm níveis de endividamento inferiores.

Apesar destas e tantas outras abordagens ao tema dos efeitos dos impostos na estrutura de capital estarem relacionadas, os estudos realizados variam muito em termos de como medir os incentivos fiscais ao endividamento (Devereux *et al.*, 2018) em função do que se pretende investigar. De resto, como apontado por Feld *et al.* (2013), a escolha destas medidas afeta significativamente o impacto fiscal estimado sobre o endividamento, daí a sua importância.

Não menos importante é também a escolha da medida de endividamento mais adequada ao objetivo concreto do estudo (Rajan e Zingales, 1995).

Medidas de endividamento

A definição mais ampla de endividamento traduz-se no rácio entre o total do passivo e o total do ativo, que pode ser visto como *proxy* para o que é deixado para os acionistas em caso de liquidação (Rajan e Zingales, 1995). Como tal, estes autores entendem que uma definição mais apropriada de endividamento financeiro é fornecida pelo rácio entre a dívida total (tanto de curto como de longo prazo) e o total do ativo, ainda que o mesmo não incorpore o facto de existirem alguns ativos que são compensados por passivos específicos que não assumem a natureza de dívida.

Várias definições alternativas de endividamento têm sido utilizadas na literatura, sendo que a maioria dos estudos considera algum tipo de rácio de dívida (Frank e Goyal, 2009). Estes diferem consoante os valores utilizados – contabilísticos (*book values*) e/ou de mercado (*market values*) – e tipos de endividamento considerados – total, de curto prazo ou de longo prazo.

Se, por um lado, Harris e Raviv (1991) destacam que diferentes medidas de endividamento podem produzir resultados diferentes e também podem afetar a interpretação dos resultados, por outro, Rajan e Zingales (1995) e Booth *et al.* (2001) mostram que os determinantes das estruturas de capital são altamente sensíveis à escolha do tipo de endividamento.

De acordo com Song (2005), uma análise dos determinantes do endividamento com base em rácios de dívida total pode mascarar diferenças significativas nos determinantes dos dois tipos de endividamento (de curto e de longo prazo).

É, pois, com o intuito de obviar aos referidos constrangimentos que um número crescente de autores opta por considerar várias medidas de endividamento nos seus estudos (Qiao, 2013; Lin *et al.*, 2014; Faulkender e Smith, 2016).

Contudo, a maioria dos estudos utiliza tão somente uma medida de endividamento (mensurada em termos de valor contabilístico e/ou de mercado) e concentra-se no endividamento total (a soma da dívida de curto e longo prazo sobre o total do ativo) ou no endividamento de longo prazo. Alguns exemplos são os estudos de Blaylock *et al.* (2017) e Heckemeyer e De Mooij (2017).

Por último, cabe mencionar o estudo de Heider e Ljungqvist (2015) para enumerar os três motivos pelos quais acreditam que o endividamento de longo prazo contabilístico é mais sensível às alterações fiscais e, como tal, uma medida mais apropriada da política de endividamento das empresas:

- O endividamento de curto prazo é frequentemente usado para necessidades de fundo de manuseio e, portanto, é improvável que seja alterado no seguimento de alterações fiscais;
- O endividamento de longo prazo proporciona um maior benefício fiscal do que o endividamento de curto prazo; e
- As empresas têm maior controle sobre o endividamento contabilístico (que é uma função da dívida registrada e da dimensão do balanço) do que sobre o endividamento a valores de mercado (que, em parte, reflete o valor das ações em bolsa).

Medidas de incentivos fiscais ao endividamento

As taxas marginais de imposto assumem um papel de extrema importância na medição dos efeitos de incentivo dos sistemas fiscais – como sejam ao investimento, à poupança e à oferta de trabalho (Frenkel *et al.*, 1991).

Nessa consonância, Hanlon e Heitzman (2010: 152) referem que “*The tax benefits from incremental interest deductions depend on the firm’s marginal tax rate...*”, definida por Graham (1996a: 44) como “*...the present value of current and expected future taxes paid on an additional dollar of income earned today.*”.

Uma empresa que efetua uma nova dedução ou que perde uma dedução pode enfrentar uma taxa de imposto marginal entre zero e cem por cento, podendo haver uma variação substancial nas taxas marginais de imposto entre empresas (Graham, 1996a).

Nestes termos, como sublinham Faulkender e Smith (2016), o aumento da taxa marginal de imposto traduz-se numa maior valorização do uso de dívida como forma de eliminar o imposto sobre o rendimento das empresas que, caso contrário, seria pago sobre os resultados da sua atividade.

Tratando-se de um termo relativamente claro a nível conceptual, a taxa marginal de imposto não é muito usada pelos investigadores porque o seu cálculo requer o recurso a um vasto e denso conjunto de dados capaz de refletir a complexidade dos códigos fiscais (Graham, 1996a; Frenkel *et al.*, 1991). Como alternativa, são usadas *proxies* para avaliar a situação fiscal de uma empresa que, na opinião Graham (1996a), são, na melhor das hipóteses, indiretas e podem induzir em erro. Este autor considera, aliás, que isso poderia explicar porque é que muitos estudos fracassam no intento de mostrar que os impostos são um fator importante nas decisões financeiras das empresas.

Em termos simples, a literatura baseia-se amplamente nas demonstrações financeiras para inferir a situação fiscal das empresas ou limita-se simplesmente a usar a taxa nominal de imposto como *proxy* para os incentivos fiscais à utilização de dívida (Devereux *et al.*, 2018). Assim, as medidas mais comuns são a taxa nominal, a taxa efetiva média e a taxa efetiva marginal.

Começando pela taxa nominal, é a que melhor corresponde aos instrumentos de política fiscal, sendo única em fornecer uma medida inequívoca e essencialmente exógena da mesma (Cheng e Green, 2008). Porém, apresenta a desvantagem de mudar com pouca frequência e ser comum a todas as empresas num mesmo país, limitando, deste modo, a sua aplicação para efeitos de determinação das respostas das empresas nacionais às alterações fiscais.

Não obstante a referida desvantagem, os resultados dos estudos de Graham (1996b) e Plesko (2003) demonstram que, em determinadas circunstâncias, as taxas nominais podem constituir uma medida razoável dos incentivos fiscais. Estes autores sugerem que, deixando de lado o reporte de prejuízos fiscais, a taxa nominal máxima é a melhor *proxy* para a verdadeira taxa marginal da maioria das empresas dos EUA.

Um outro exemplo é o estudo de Faccio e Xu (2015), que mede os incentivos fiscais em 29 países da OCDE utilizando a taxa nominal máxima.

No entanto, como referem Devereux *et al.* (2018: 251) “... *the top statutory marginal tax rate is likely to be an inaccurate indicator of the true tax incentive for using debt, especially if the tax rate schedule is not flat.*”.

Por conseguinte, a utilização da taxa efetiva média enquanto variável explicativa é mais comum (como por exemplo, Booth *et al.*, 2001).

O problema desta abordagem está no facto da taxa efetiva média ser o resultado endógeno das decisões das empresas presentes e passadas de investimento, de financiamento, de

depreciações, de reporte de prejuízos fiscais, entre outras (Graham *et al.*, 1998). O mesmo é dizer que esta taxa é parcialmente determinada pela própria empresa, o que enfraquece a sua capacidade de ser uma medida de política fiscal.

Mesmo assim, segundo Devereux *et al.* (2018), estudos recentes revelam que muitas empresas se baseiam na taxa efetiva média para tomar decisões relativas à estrutura de capital, possivelmente por ser mais saliente para os gestores. Cheng e Green (2008), por exemplo, usam a taxa efetiva média como uma das medidas do impacto do sistema fiscal nas empresas.

Por último, estudos como os de Graham (1996a) e Alworth e Arachi (2001) para os EUA e Itália, respetivamente, envolveram um procedimento de simulação para estimar as taxas efetivas marginais das empresas com base no histórico do lucro tributável e considerando, nomeadamente, o reporte e dedução de prejuízos fiscais. Ambos encontraram evidência inequívoca da relação positiva entre a taxa efetiva marginal estimada e o uso de dívida, o que significa que empresas com taxas efetivas marginais elevadas têm um maior nível de endividamento.

Partindo de pressupostos diferentes quanto ao crescimento dos lucros, também Blouin *et al.* (2010) estimam as taxas efetivas marginais e concluem que as mesmas explicam melhor as variações do endividamento do que as estimativas de Graham (1996a), particularmente no que se refere às empresas que só operam nos EUA.

Autores como Graham (1996b) e Feld *et al.* (2013) argumentam que as taxas efetivas marginais estimadas são a melhor *proxy* para a verdadeira taxa marginal de imposto enfrentada pelas empresas.

Sem prejuízo das muitas vantagens decorrentes do uso de taxas de imposto marginais estimadas (Devereux *et al.*, 2018), resumem-se seguidamente as desvantagens que lhes são apontadas:

- Requerem dados substanciais antes e depois do período abrangido pela amostra para calcular as taxas efetivas marginais de cada ano (Cheng e Green, 2008);
- O seu carácter endógeno pode enviesar a interpretação dos efeitos fiscais relacionados, isto atendendo a que a situação fiscal de uma empresa depende, entre outros fatores, das decisões de financiamento (Graham *et al.*, 1998);
- São de difícil interpretação, uma vez que, enquanto funções dos lucros obtidos, as taxas efetivas marginais são, na realidade, taxas *ex-post* e não *ex-ante* (realizadas e não planeadas/desejadas). Acontece que as decisões das empresas podem ter sido baseadas

em taxas efetivas marginais assumindo um nível diferente de previsão de lucros daquele que posteriormente se concretizou (Cheng e Green, 2008); e

- Se o seu cálculo for efetuado com base em informação contabilística das demonstrações financeiras, o que se verifica em muitos estudos (Hanlon e Heitzman, 2010), podem ocorrer erros de medição que conduzem à subestimação dos efeitos fiscais na estrutura de capital (Devereux *et al.*, 2018). Esses erros são tanto maiores quanto maiores forem as chamadas *book-tax differences* – o lucro tributável reportado pelas empresas nas demonstrações financeiras difere usualmente do que é apurado nas declarações fiscais.

Em suma, como salientam Cheng e Green (2008: 93), “... *we are unlikely ever to find a unique mapping from the whole tax code to the tax actually paid by every individual firm.*”, daí que as três medidas abordadas sejam relevantes para a compreensão dos efeitos fiscais no endividamento.

2.6. Determinantes do endividamento e hipóteses de investigação

O regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento, que entrou em vigor em 1 de janeiro de 2013, foi criado pela LOE para 2013 e veio substituir o regime de subcapitalização anteriormente em vigor. Sendo o principal objetivo do novo regime atenuar a distorção fiscal resultante do tratamento preferencial dos rendimentos da dívida com vista à redução do endividamento excessivo da economia, importa perceber se o mesmo teve um impacto real nas decisões de financiamento das empresas portuguesas ou, pelo contrário, não produziu os efeitos pretendidos.

Na sua revisão da literatura sobre os impostos, Hanlon e Heitzman (2010) realçam que uma das razões pelas quais o efeito dos impostos sobre a tomada de decisões no contexto empresarial é importante tem a ver o facto de os governos usarem a política fiscal para fornecer incentivos e desincentivos para determinados comportamentos. Como tal, o grau em que os impostos realmente impactam as decisões empresariais determina se tais políticas são eficazes.

Além disso, determinar o efeito de fatores de natureza não fiscal e o seu *trade-off* ou interação com os de natureza fiscal permite compreender melhor porque é que algumas políticas fiscais podem não afetar o comportamento no grau pretendido ou, às vezes, terem consequências não intencionais.

Atentas as já mencionadas teorias do *trade-off* e da *pecking-order* e os estudos empíricos anteriores, procurar-se-á obter evidências sobre o nível de endividamento e os incentivos fiscais

ao mesmo, controlando o efeito de outros determinantes, como sejam os incentivos fiscais não relacionados com a dívida, a dimensão das empresas e a sua rentabilidade.

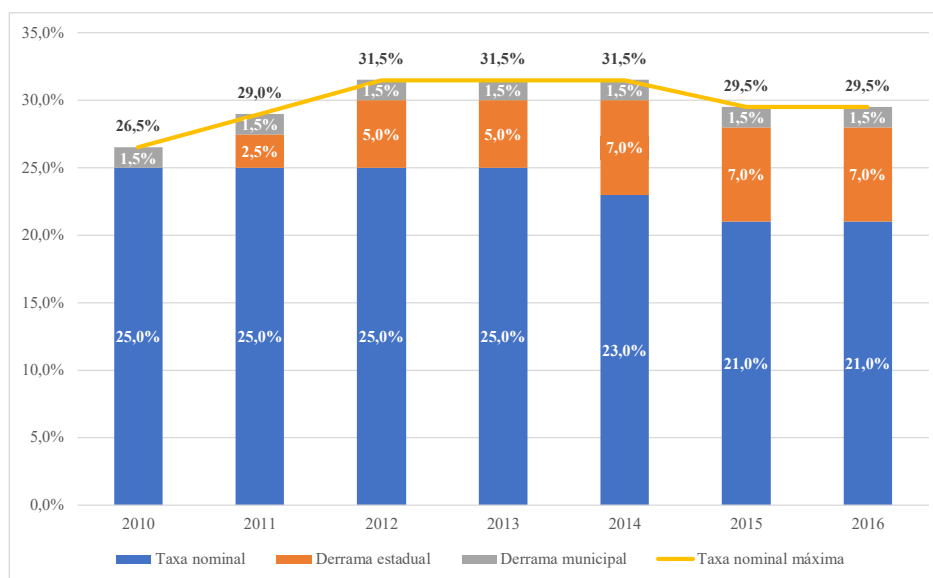
Incentivos fiscais ao endividamento

Tal como foi referido anteriormente, as principais medidas usadas nos estudos empíricos para traduzir os incentivos fiscais ao endividamento são a taxa nominal, a taxa efetiva média e a taxa efetiva marginal.

Exclui-se, desde logo, a taxa nominal pelo facto de este estudo se debruçar unicamente sobre Portugal, havendo um tratamento fiscal bastante semelhante entre empresas (Cheng e Shiu, 2007). Por outras palavras, no mesmo país, em dado ano, a taxa nominal é igual para todas as empresas, daí uma variação mínima nos resultados (Faulkender e Smith, 2016).

Atente-se, contudo, que a taxa nominal máxima de IRC, formada pela taxa nominal prevista no n.º 1 do art.º 87.º do CIRC, a taxa de derrama estadual correspondente ao último escalão (se aplicável) estabelecido no n.º 1 do art.º 87.º-A do mesmo diploma e a taxa máxima de derrama municipal (fixada anualmente pelos diferentes municípios), sofreu alterações nos triénios 2010-2012 e 2014-2016, pré e pós-alteração do regime, respetivamente.

Gráfico 1: Evolução da taxa nominal máxima de IRC entre 2010 e 2016



Fonte: Autoria própria.

Como podemos constatar pela análise do Gráfico 1, a taxa nominal máxima aumentou entre 2010 e 2012, passando de 26,5% para 31,5%, mantendo-se nesse valor em 2013 e 2014, apesar de, neste último, a sua composição se ter alterado por força da redução da taxa nominal para 23,0% conjugada com o aumento da taxa de derrama estadual correspondente ao último escalão

para 7,0%. Em 2015, a tendência crescente inverteu-se e, após uma redução de 2 p.p. na taxa nominal, que se situou nos 21,0%, a taxa nominal máxima baixou para 29,5%, a qual se manteve em 2016, aproximando-se da registada em 2011 (29,0%).

A terminologia geral de ETR não distingue claramente a taxa efetiva média, definida como uma medida de impostos sobre uma medida de rendimento, da taxa efetiva marginal, medida como a variação dos impostos para uma dada variação do rendimento. Certo é que, como afirma Plesko (2003), ambas se destinam a capturar as diferenças de carga tributária entre empresas, devendo ser utilizada uma ou outra consoante o contexto do objeto de estudo.

Assim sendo, e considerando a caracterização anteriormente efetuada destas medidas, a taxa efetiva média afigura-se como a mais adequada para quantificar os efeitos no endividamento inerentes à introdução do novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento.

Partindo da existência de uma associação negativa entre o endividamento e a taxa efetiva média de imposto, a qual será testada primeiramente, espera-se que o aludido regime tenha tornado o primeiro menos atrativo para as empresas como forma de pagarem menos IRC (via dedução dos gastos de financiamento) e, com isso, reduzirem a segunda, argumento que conduz à formulação das seguintes hipóteses:

H₁: O endividamento está negativamente associado à taxa efetiva média de imposto.

H₂: O novo enquadramento fiscal do financiamento mitigou a associação negativa entre o endividamento e a taxa efetiva média de imposto.

H₃: O endividamento diminuiu após a entrada em vigor do novo enquadramento fiscal do financiamento.

H₄: O endividamento das empresas com uma média de GFL superior a um milhão de euros no triénio 2010-2012 diminuiu com o novo enquadramento fiscal do financiamento.

Incentivos fiscais não relacionados com a dívida

A teoria do *trade-off* prevê que o endividamento é inversamente relacionado com os incentivos fiscais não decorrentes da sua utilização (como por exemplo, depreciações, subsídios ou deduções fiscais relacionadas com investimentos), os quais atuam como substitutos fiscais das deduções de juros e, nessa medida, podem moderar a utilização dos incentivos fiscais associados à dívida (DeAngelo e Masulis, 1980).

Visto que o endividamento tem a desvantagem de aumentar a probabilidade de falência, as empresas tendem a optar pela utilização dos incentivos fiscais não relacionados com a dívida, *ceteris paribus* (Cheng e Green, 2008).

Como sublinham Fama e French (2002), uma maior utilização dos incentivos fiscais não relacionados com a dívida aumenta a probabilidade de as empresas não terem lucro tributável, enfrentarem uma ETR inferior e, portanto, terem um retorno esperado menor das deduções fiscais com juros, daí resultando um nível de endividamento inferior.

Os estudos empíricos não chegam a uma conclusão inequívoca: a maior parte encontra a esperada relação negativa (Givoly *et al.*, 1992; Fama e French, 2002; Cheng e Green, 2008), mas alguns indiciam um impacto positivo ou insignificante. Song (2005), por exemplo, embora concluindo que os incentivos fiscais não relacionados com a dívida não influenciam o rácio de endividamento total, verifica que eles têm o esperado efeito negativo na dívida de longo prazo e um efeito positivo na dívida de curto prazo.

Por seu lado, Graham (1996a) constata que as medidas tradicionais dos incentivos fiscais não relacionados com a dívida, tais como os gastos com depreciações e o crédito fiscal ao investimento, têm um papel diminuto na determinação da ETR e, conseqüentemente, na política de endividamento em comparação com a influência dos prejuízos fiscais.

É expectável que as empresas que mais recorrem a incentivos fiscais não relacionados com a dívida tenham um menor nível de endividamento, isto é, prevê-se a existência de uma associação negativa entre ambos.

Dimensão da empresa

Em geral, como referem Hemmelgarn e Teichmann (2014), empresas maiores e mais maduras tendem a ser mais estáveis e a apresentar menor risco, logo podem ter um maior nível de endividamento.

Ambas as teorias (*trade-off* e *pecking-order*) sugerem uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o endividamento, ainda que por razões diferentes.

De acordo com a teoria do *trade-off*, porque as empresas de maior dimensão tendem a atuar em áreas de negócio mais diversificadas e a obter resultados menos voláteis (Fama e French, 2002), espera-se, por um lado, que incorram em menores custos de pressão financeira (Cheng e Shiu, 2007) e, por outro, que cedam ao mercado de dívida a um custo inferior, ou

seja, que beneficiem de custos de transação mais baixos (Fama e French, 2002; Psillaki e Daskalakis, 2009).

Por sua vez, a teoria da *pecking-order* alega que as empresas de maior dimensão apresentam menos problemas de assimetrias de informação (Psillaki e Daskalakis, 2009), o que representa uma vantagem para os credores.

Com base nos aludidos argumentos teóricos, antecipa-se uma associação positiva entre a dimensão da empresa e o endividamento, pese embora os estudos empíricos sejam inconclusivos quanto ao tipo de relação existente entre as duas variáveis. Muitos autores estabelecem uma relação positiva (Danis *et al.*, 2014; Lin *et al.*, 2014; Graham *et al.*, 2015; Heckemeyer e De Mooij, 2017), mas também há os que concluem no sentido oposto, como é o caso de Heyman *et al.* (2008), que sublinham a dificuldade em interpretar esta variável, uma vez que pode captar diferentes efeitos.

Pelo exposto, Van Campenhout e Van Caneghem (2013) consideram que a influência da dimensão da empresa sobre o endividamento permanece uma questão empírica.

Rentabilidade

Danis *et al.* (2014) afirmam que a sensibilidade do endividamento à rentabilidade das empresas tem sido o aspeto central para distinguir as teorias do *trade-off* e da *pecking-order*, dando o exemplo de Fama e French (2002).

A teoria do *trade-off* considera que a estrutura de capital ótima de qualquer empresa reflete o balanceamento (na margem) entre o incentivo fiscal ao endividamento e os crescentes custos de agência e de pressão financeira (custos de falência ou de reorganização) associados a níveis de endividamento elevados. Deste modo, conjectura uma relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento, sustentando que as empresas com maior capacidade para gerar resultados recorrem mais ao endividamento não só porque estão em melhores condições de o obter, mas também porque requerem mais dívida para usufruir da poupança fiscal dela decorrente (Cheng e Shiu, 2007).

No sentido inverso, a teoria da *pecking-order* prevê uma relação negativa entre a rentabilidade e o endividamento, uma vez que as empresas com maior capacidade para gerar resultados têm maior capacidade de autofinanciamento (Psillaki e Daskalakis, 2009).

Espera-se encontrar uma associação negativa entre ambos, atendendo a que a mesma é estabelecida nos estudos de diversos autores, entre os quais Rajan e Zingales (1995), Booth *et al.* (2001) e Graham e Tucker (2006).

Apesar de evidenciar essa relação negativa, Danis *et al.* (2014) também constatam que, às vezes, quando as empresas estão no seu ponto ótimo de dívida ou próximas deste, há uma relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento.

O estudo de Harris e Raviv (1991), por exemplo, encontra uma relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento.

3. Metodologia

A abordagem à problemática da investigação far-se-á recorrendo ao método quantitativo, através da utilização de um modelo de regressão linear múltipla, onde se procurará medir o nível de endividamento das empresas nacionais num horizonte temporal de dois períodos de três anos, de modo a poder aferir o impacto do novo regime de limitação à dedutibilidade dos gastos de financiamento criado pela LOE para 2013.

O horizonte temporal do estudo abarca os anos de 2010 a 2016, onde será retirado o ano de 2013, considerando que diversos estudos atentam para o facto de que o primeiro ano de implementação de uma reforma é de transição e, como tal, os seus efeitos só se farão sentir a partir do mesmo (Gupta e Newberry, 1997; Arnold *et al.*, 2011). Assim sendo, ficamos com dois períodos de três anos: o triénio 2010-2012, quando ainda vigorava o anterior regime de subcapitalização, e o triénio 2014-2016, após entrar em vigor o novo enquadramento fiscal do financiamento.

Após a recolha de todos os dados necessários para a investigação, serão realizados um conjunto de testes estatísticos com vista a validar as hipóteses H_1 a H_4 .

3.1. Recolha de dados e seleção da amostra

Atendendo à escassez de informação oficial em matéria fiscal, em especial no que à sua divulgação individual diz respeito, optou-se por seguir a literatura na estimação dos determinantes do endividamento de natureza fiscal, nomeadamente, da taxa efetiva média de imposto e dos incentivos fiscais não relacionados com a dívida, recorrendo assim à informação financeira disponível na base de dados *Bureau van Dijk's Amadeus*.

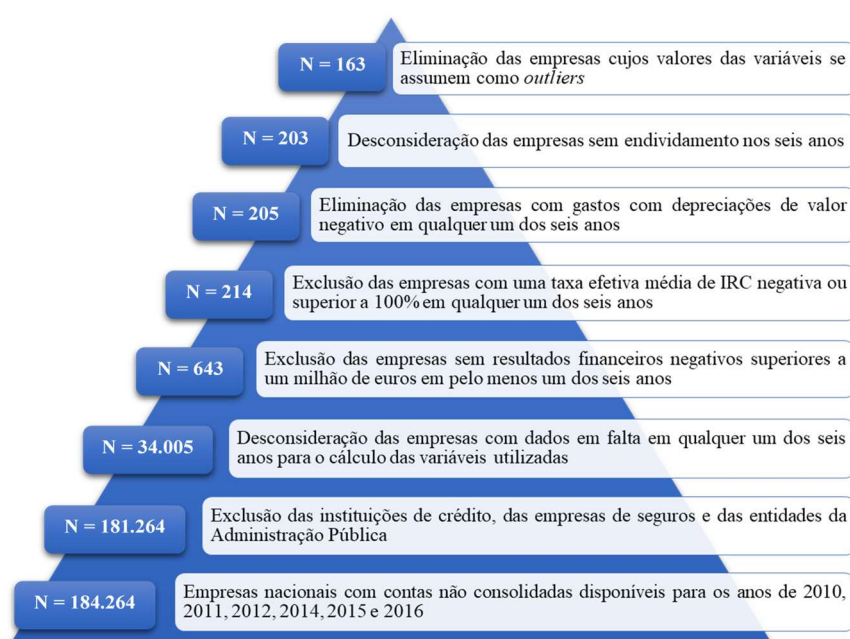
Todos os dados foram recolhidos na referida base de dados para os anos de 2010 a 2016, excluindo 2013, ou seja, para os triénios pré e pós-alteração do regime.

O processo de seleção da amostra iniciou-se com todas as empresas nacionais com contas não consolidadas disponíveis para os anos supramencionados. Destas, excluíram-se as instituições de crédito e as empresas de seguros por estarem fora do âmbito de aplicação da norma em apreço, bem como as entidades da Administração Pública. Eliminaram-se as empresas com dados em falta em qualquer um dos seis anos para o cálculo das variáveis utilizadas. De seguida, atentos os limites para a dedução de GFL estabelecidos pela norma introduzida em 2013, explicitados na subsecção 2.4.2., foram descartadas as empresas sem resultados financeiros negativos superiores a um milhão de euros em pelo menos um dos seis anos. À semelhança do procedimento adotado por Gupta e Newberry (1997) no seu estudo, seguiu-se a exclusão das

empresas com uma taxa efetiva média de IRC negativa ou superior a 100% em qualquer um dos seis anos, dado que enviesam a amostra. Sucedeu-se a eliminação das empresas com gastos com depreciações negativos em qualquer um dos seis anos, por, evidentemente, se tratar de erro contabilístico ou de reporte da informação financeira, após a qual foram desconsideradas as empresas sem endividamento nos seis anos abarcados pelo estudo, sem relevância para a problemática da investigação. Por último, desconsideraram-se as empresas cujos valores de qualquer das variáveis foram identificados como *outliers*²¹.

A Ilustração 2 apresenta os critérios de seleção da amostra.

Ilustração 2: Composição da amostra

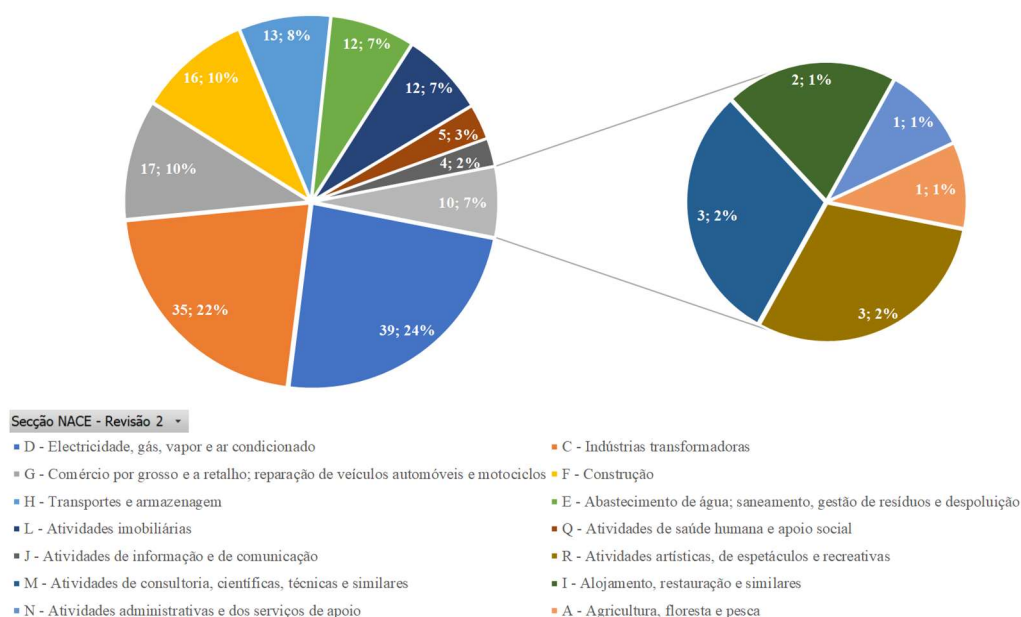


Fonte: Autoria própria.

Não obstante a amostra ser composta por 163 empresas, é de sublinhar que integra um total de 326 observações dividido em dois blocos, cada um com 163 observações, em função do triénio a que dizem respeito, isto é, 2010-2012 ou 2014-2016, respetivamente, pré ou pós-alteração do regime.

A composição da amostra em termos da atividade desenvolvida pelas empresas no âmbito das secções da NACE – Revisão 2 é evidenciada pela ilustração a seguir apresentada:

²¹ A deteção dos *outliers* das variáveis foi efetuada através de um método simples que consistiu em assumir que todas as observações cujos valores distassem da média mais do que três desvios-padrão em valor absoluto eram observações com valores atípicos.

Ilustração 3: Composição da amostra por secção da NACE – Revisão 2

Fonte: Autoria própria.

De mencionar que 119 empresas, representativas de cerca de 73% da amostra, operam nos setores das indústrias transformadoras (NACE, secção C), comércio (NACE, secção G) e outras indústrias (NACE, secções D, E e F).

Acresce dizer que, tal como Blaylock *et al.* (2017) fazem no seu estudo, é utilizado um grupo de controlo (N = 42) e um grupo experimental (N = 121). Sendo equivalentes do ponto de vista da amostra, o primeiro difere do segundo unicamente pela não aplicação (leia-se, exclusão) do novo regime de limitação à dedutibilidade dos gastos de financiamento. Ambos serão testados nos triénios pré e pós-alteração do regime e a comparação dos respetivos resultados tornará possível determinar o impacto da introdução do novo enquadramento fiscal do financiamento no endividamento e eliminar outros fatores. Os resultados do grupo de controlo vão servir, designadamente, para avaliar a consistência e validade da resposta à hipótese H_4 .

3.2. Definição das variáveis

A variável dependente

A principal variável de interesse do modelo é o endividamento, o qual se pretende prever e explicar em função das variáveis independentes explicitadas seguidamente.

Considerando que o novo regime abrange os gastos de financiamento inerentes ao endividamento total (tanto de curto como de longo prazo) e atendendo à explanação anteriormente efetuada das medidas de endividamento, a variável dependente adotada será o

LEV, correspondente ao rácio entre o endividamento total e o total do ativo (ambos valores contabilísticos).

As variáveis independentes e as variáveis de controlo

Para além de variáveis independentes, são adotadas variáveis de controlo na medida em que as variações no nível de endividamento das empresas nacionais não são necessariamente e apenas resultantes da alteração do enquadramento fiscal do financiamento, considerando-se que podem ser atribuíveis a outras disposições de carácter fiscal cuja aplicação é potenciada pela referida alteração (incentivos fiscais não relacionados com a dívida) e a mudanças nas características das empresas (dimensão e rentabilidade).

Concretizando, o modelo integra duas variáveis independentes e três variáveis de controlo, comumente encontradas em modelos empíricos do endividamento (por exemplo, Frank e Goyal, 2009), pela ordem que a seguir é indicada:

AETR

A AETR corresponde à taxa efetiva média de IRC, que constitui a variável independente referente aos incentivos fiscais ao endividamento.

Lazăr (2014) afirma que existe uma grande heterogeneidade quanto à sua definição e fórmula de cálculo entre os diversos estudos realizados, sobretudo relacionada com dois aspetos: os vários denominadores do rácio usados como base tributável e, em menor grau (por ser rara), a consideração de impostos diferidos no numerador.

As medidas de AETR mais utilizadas foram identificadas e testadas por Omer *et al.* (1991), cujo trabalho foi posteriormente atualizado por Plesko (2003). Estes autores identificam três categorias de medidas em função da classificação das medidas de rendimento usadas como denominador: o RAI ou outro tipo de resultado (por exemplo, o EBIT), os fluxos de caixa operacionais e o lucro tributável estimado.

Com base na informação fiscal de uma amostra de empresas do Reino Unido, Devereux *et al.* (2018) definem a AETR como o rácio entre o imposto bruto pago e o lucro tributável.

Apesar de autores como Cheng e Green (2008) ou Lin *et al.* (2014) utilizarem o RAI como medida do rendimento no denominador, atendendo ao facto de o mesmo contemplar a influência de distorções fiscais, como sejam os gastos de financiamento, pode não ser apropriado quando o objetivo da investigação é interpretar o impacto dessas distorções na taxa efetiva de imposto

das empresas (Lazăr, 2014). Isto porque os gastos de impostos são o numerador mais vulgarmente utilizado, pelo que a influência da fiscalidade já se encontra presente no seu cálculo. De modo a evitar que a utilização do RAI estenda essa influência ao denominador e origine efeitos contraditórios, o EBIT torna-se a base mais adequada.

Assim, a AETR será medida pelo rácio entre os gastos de impostos e o EBIT (Gupta e Newberry, 1997; Plesko, 2003; Qiao, 2013).

LDGF

A *dummy* LDGF constitui a segunda variável independente e refere-se à aplicabilidade do novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento. Assume o valor 1 para as observações relativas às empresas que cabem no âmbito de aplicação deste regime e 0 para as demais (isto é, quando a observação respeite a empresas excluídas do seu âmbito de aplicação).

Tendo em conta que não dispomos de dados fiscais relativos aos GFL, recorreu-se à informação financeira referente aos resultados financeiros (rendimentos financeiros – gastos financeiros) para definir um critério de aplicabilidade do novo regime. Equiparando os resultados financeiros aos GFL, esse critério corresponde à média dos resultados financeiros no triénio 2010-2012 ser negativa em mais de um milhão de euros.

Destina-se a captar o efeito da aplicabilidade do novo regime na variação do endividamento, permitindo diferenciar o grupo experimental (empresas com LDGF = 1) do grupo de controlo (empresas com LDGF = 0).

DEPR

A DEPR serve como *proxy* para os incentivos fiscais não relacionados com a dívida e pretende captar as deduções fiscais com depreciações. Assume-se, portanto, que os gastos com depreciações registados na contabilidade são aceites para efeitos fiscais ou, pelo menos, que não haverá diferenças significativas entre o tratamento contabilístico e o tratamento fiscal das depreciações.

Tal como nos estudos de Cheng e Green (2008) e de Faulkender e Smith (2016), será medida pelo rácio entre os gastos com depreciações e o total do ativo (ambos valores contabilísticos), tratando-se de uma variável de controlo.

SIZE

O SIZE representa a dimensão da empresa, a qual será medida pelo logaritmo natural do total do ativo (valores contabilísticos), à semelhança do que fizeram autores como

Heyman *et al.* (2008), Heider e Ljungqvist (2015) e Heckemeyer e De Mooij (2017). É uma variável de controlo.

ROA

Enquanto *proxy* para a rentabilidade, o ROA representa o desempenho da empresa em termos da capacidade de gerar resultados e será calculado pelo rácio entre o EBIT, correspondente ao resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos), e o total do ativo (ambos valores contabilísticos), tal como fizeram Fama e French (2002). É uma variável de controlo.

3.3. Modelo empírico

O modelo do endividamento definido, composto por duas equações em tudo idênticas, exceto no que concerne ao seu horizonte temporal, é estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (OLS) através do *software* de tratamento estatístico de dados IBM SPSS *Statistics* - Versão 25 para *Windows*.

À exceção da *dummy* LDGF, variável explicativa constante ao longo do tempo, para o período pré-alteração do regime, são consideradas as médias²² das variáveis relativas ao triénio 2010-2012, e para o período pós-alteração do regime, são consideradas as médias²² das variáveis relativas ao triénio 2014-2016.

Deste modo, calculamos o nível de endividamento pré e pós-alteração do regime para testar as hipóteses de investigação (H_1 a H_4) da seguinte forma:

$$PRÉ_LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \overline{AETR}_{it} + \beta_2 LDGF_i + \sum_{k=3}^5 \beta_k \overline{CONTROLO}_{k,it} + \varepsilon_{it} \quad (1a)$$

$$PÓS_LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \overline{AETR}_{it} + \beta_2 LDGF_i + \sum_{k=3}^5 \beta_k \overline{CONTROLO}_{k,it} + \varepsilon_{it} \quad (1b)$$

onde:

i = empresa;

t = triénios 2010-2012 (1a) e 2014-2016 (1b);

— = média da variável para o triénio t ;

²² Médias aritméticas referentes aos valores das variáveis de três anos. O facto dos *outliers* terem sido excluídos antes do seu cálculo eliminou o efeito de uma eventual sensibilidade das médias aos mesmos.

- LEV = nível de endividamento calculado pelo rácio entre o endividamento total e o total do ativo;
- $AETR$ = taxa efetiva média de IRC resultante do rácio entre os gastos de impostos e o EBIT;
- $LDGF$ = *dummy* igual a 1 para as empresas que cabem no âmbito de aplicação do novo regime e 0 para as empresas não abrangidas pelo mesmo;
- $CONTROLO_k$ = vetor de variáveis de controlo que inclui a $DEPR$ ($k=3$), o $SIZE$ ($k=4$) e o ROA ($k=5$);
- $DEPR$ = *proxy* dos incentivos fiscais não relacionados com a dívida medida pelo rácio entre os gastos com depreciações e o total do ativo;
- $SIZE$ = *proxy* da dimensão da empresa determinada pelo logaritmo natural do total do ativo;
- ROA = *proxy* da rentabilidade calculada pelo rácio entre o EBIT e o total do ativo;
- ε = termo de erro.

Atendendo a que o recurso ao endividamento por parte das empresas tem constituído um poderoso e inegável instrumento de redução da sua taxa efetiva de imposto, a variável $AETR$, que traduz os incentivos fiscais ao endividamento, deverá apresentar um coeficiente (β_1) negativo em ambas as equações [(1a) e (1b)]. De resto, é esta associação negativa que se encontra conjecturada na primeira hipótese de investigação (H_1).

Como já se referiu, a introdução do novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento em 2013 visou, ainda que implicitamente, enfraquecer o grau de associação negativa entre endividamento e taxa efetiva de IRC.

O coeficiente β_1 da equação (1b) presente captar o efeito sobre o endividamento das alterações na taxa efetiva média de IRC ocorridas entre 2014 e 2016, aferindo-se assim o impacto decorrente da alteração do regime.

A segunda hipótese de investigação (H_2) prevê que o novo regime tenha mitigado o efeito da taxa efetiva média de imposto no endividamento. Como tal, é expectável que a comparação dos coeficientes β_1 das equações (1a) e (1b) reflita um enfraquecimento da associação negativa entre ambos. Especificando, o valor absoluto do coeficiente β_1 da equação (1b) deverá ser inferior ao valor absoluto do coeficiente β_1 da equação (1a).

Dado o nosso modelo, a constante β_0 representa o ponto de partida para a estimação do nível médio de endividamento em ambos os triénios. Proceder à comparação das constantes das

equações (1a) e (1b) permitirá captar parte do efeito do tempo, mais concretamente após a introdução do novo regime em 2013, na variação do endividamento médio, podendo mostrar-se relevante na obtenção de evidências que sustentem a terceira hipótese de investigação (H_3), segundo a qual o nível de endividamento das empresas diminuiu após 2013.

Por sua vez, a utilização da *dummy* LDGF prende-se com a quarta hipótese de investigação (H_4), que, partindo de uma associação positiva entre a aplicabilidade do novo enquadramento fiscal do financiamento e o endividamento, antecipa uma diminuição do endividamento das empresas abrangidas pelo mesmo (com uma média de GFL superior a um milhão de euros no triénio 2010-2012). Ora, sendo isso verdade, os coeficientes β_2 de ambas as equações [(1a) e (1b)] deverão apresentar o sinal positivo esperado, o qual indica que as empresas às quais o novo regime é aplicável registam níveis médios de endividamento superiores, comparativamente às empresas não abrangidas pelo mesmo, mas o coeficiente β_2 da equação (1b) mostrar-se-á inferior ao coeficiente β_2 da equação (1a).

A estratégia de investigação empírica passou por também incorporar no modelo um vetor de variáveis de controlo que representam outros determinantes do endividamento considerados em estudos empíricos anteriores. O vetor CONTROLO inclui a DEPR, o SIZE e o ROA como *proxies* dos incentivos fiscais não relacionados com a dívida, da dimensão da empresa e da sua rentabilidade, respetivamente.

Em suma, a validação das hipóteses de investigação será efetuada tendo por base as equações (1a) e (1b), mediante análise da constante e dos coeficientes das variáveis independentes, conforme ilustração abaixo:

Ilustração 4: Testes às hipóteses de investigação

Constante/variável independente	Hipótese
AETR	H_1
AETR	H_2
Constante	H_3
LDGF	H_4

Fonte: Autoria própria.

A Tabela 2 apresenta as definições detalhadas das variáveis que compõem o modelo utilizado (com indicação dos códigos BvD usados), bem como os sinais previstos dos coeficientes associados às variáveis independentes e de controlo.

Tabela 2: Definição das variáveis

Variável	Fórmula de cálculo	Fórmula de cálculo com base nos códigos BvD	Sinal previsto
<i>LEV</i>	$\frac{\text{Endividamento total}}{\text{Total do ativo}}$	$\frac{(\text{LTDB} + \text{LOAN})}{\text{TOAS}}$	N/A
<i>AETR</i>	$\frac{\text{Gastos de impostos}}{\text{EBIT}}$	$\frac{\text{TAXA}}{\text{OPPL}}$	-
<i>LDGF</i>	1 se média GFL 2010-2012 > 1 milhão de euros; 0 se média GFL 2010-2012 ≤ 1 milhão de euros.	1 se média Financial P/L 2010-2012 < -1 milhão de euros; 0 se média Financial P/L 2010-2012 ≥ -1 milhão de euros.	+
<i>DEPR</i>	$\frac{\text{Gastos com depreciações}}{\text{Total do ativo}}$	$\frac{\text{DEPR}}{\text{TOAS}}$	-
<i>SIZE</i>	LN(Total do ativo)	LN(TOAS)	+
<i>ROA</i>	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Total do ativo}}$	$\frac{\text{OPPL}}{\text{TOAS}}$	-

Fonte: Autoria própria.

4. Resultados

4.1. Estatísticas descritivas

A Tabela 3 mostra as estatísticas descritivas de todas as variáveis (com exceção da *dummy* LDGF) para a nossa amostra segmentadas em dois grupos, de acordo com o horizonte temporal das equações (1a) e (1b): triénio 2010-2012 (Painel A) e triénio 2014-2016 (Painel B).

Tabela 3: Parâmetros estatísticos de síntese relativos às 163 empresas da amostra

Painel A: Triénio 2010-2012						
Variável	N.º de observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
$\overline{PRÉ-LEV}$	163	0,5001	0,2587	0,0001	0,4934	0,9843
\overline{AETR}	163	0,1468	0,0815	0,0007	0,1324	0,3451
\overline{DEPR}	163	0,0342	0,0225	0,0000	0,0322	0,1170
\overline{SIZE}	163	11,4458	0,8992	9,4345	11,3935	14,5316
\overline{ROA}	163	0,0699	0,0482	-0,0773	0,0643	0,2168
Painel B: Triénio 2014-2016						
Variável	N.º de observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
$\overline{PÓS-LEV}$	163	0,4379	0,2448	0,0000	0,4138	0,9810
\overline{AETR}	163	0,1702	0,0796	0,0001	0,1709	0,3698
\overline{DEPR}	163	0,0358	0,0247	0,0000	0,0322	0,1031
\overline{SIZE}	163	11,4007	0,9000	9,2963	11,3799	13,6664
\overline{ROA}	163	0,0825	0,0600	-0,0496	0,0673	0,2483

Nota: Ver Tabela 2 para definição das variáveis.

Fonte: Autoria própria com base nos *outputs* extraídos do SPSS.

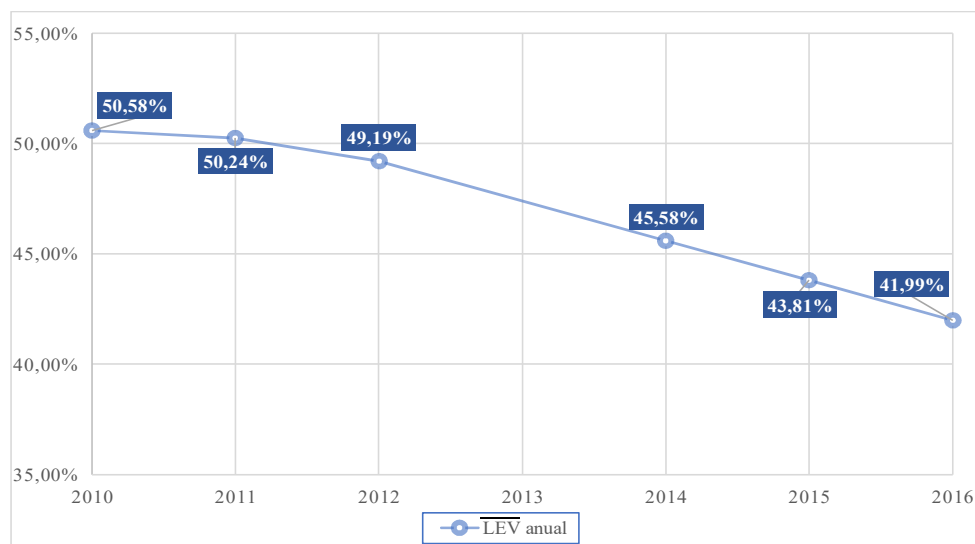
Do Painel A da Tabela 3 constata-se que o nível médio de endividamento das empresas que integram a amostra no triénio 2010-2012, pré-alteração do regime, é de 50,01% (desvio padrão = 25,87%). Esta é a percentagem média do total do ativo financiada por capital alheio. Em média, os níveis de endividamento mínimo e máximo verificados são de 0,01% e de 98,43%, respetivamente, e metade das empresas regista um endividamento médio igual ou superior a 49,34%.

Observando agora o Painel B da mesma tabela, relativo ao triénio 2014-2016, pós-alteração do regime, facilmente se constata que o nível médio de endividamento baixou após 2013 (- 6,22%). Se antes, como acima referido, rondava os 50,01% (desvio padrão = 25,87%), passou para 43,79% (desvio padrão = 24,48%). Além disso, também baixaram os níveis médios de endividamento mínimo (0,00%) e máximo (98,10%), bem como o limiar inferior do endividamento médio de metade das empresas da amostra (41,38%).

Com vista a compreender melhor de que forma se alterou o nível médio anual de endividamento no horizonte temporal de seis anos abarcado pelo estudo, foi elaborado o Gráfico 2, que

confirma a sua trajetória decrescente. A evidência de que há uma variação absoluta negativa de 8,59% entre 2010 e 2016, sendo as variações anuais absolutas registadas no triénio 2014-2016 mais significativas (2015/2014: -1,77%; 2016/2015: -1,82%), mostra-se relevante no contexto da hipótese H_3 .

Gráfico 2: Evolução do nível médio de endividamento entre 2010 e 2016 (sem 2013)

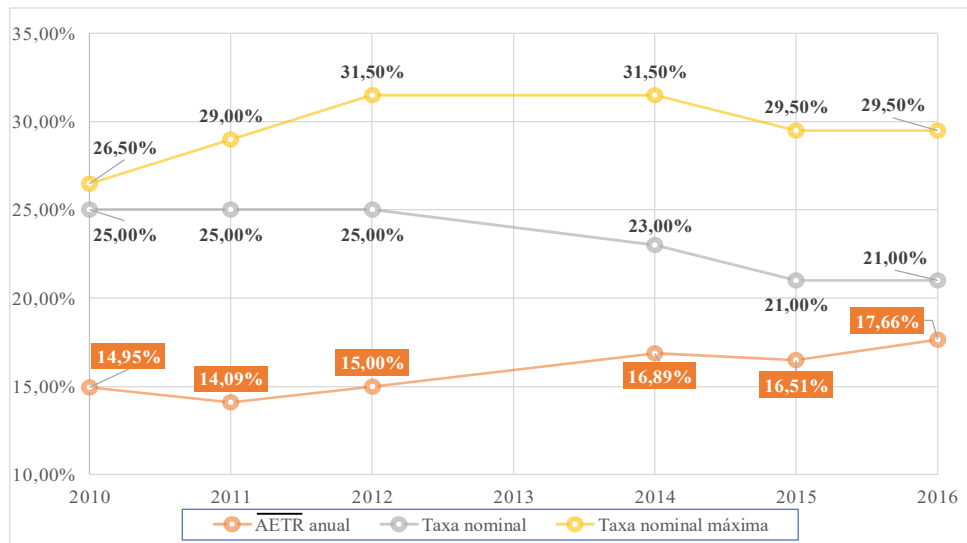


Fonte: Autoria própria.

Relativamente aos incentivos fiscais ao endividamento, medidos pela AETR, cabe mencionar que esta apresenta um valor médio de 14,68% (desvio padrão = 8,15%) no triénio pré-alteração do regime, verificando-se um aumento de 2,34 p.p. quando comparado com o valor do triénio pós-alteração do regime (de 17,02%, com desvios padrão de 7,96%).

Através da leitura do Gráfico 3, pode-se afirmar que as médias anuais da AETR se situam muito abaixo das taxas nominais de IRC, mas as diferenças existentes tendem a esbater-se com o tempo. Se, em 2010, a diferença era de 10,05%, em 2016, rondava os 3,34%. Não podemos deixar de sublinhar que, em termos gerais, a trajetória das médias anuais da AETR é bastante similar à da taxa nominal máxima de IRC.

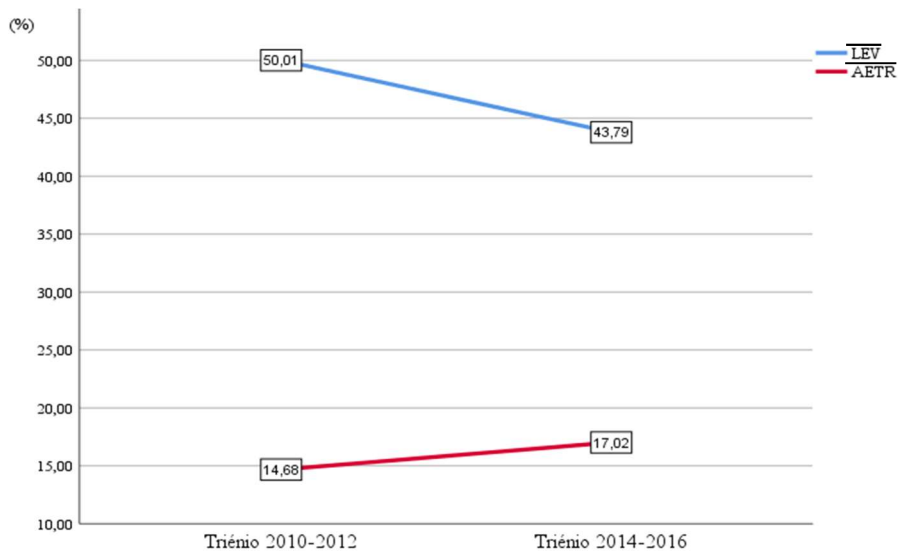
Gráfico 3: Evolução do valor médio da AETR, da taxa nominal e da taxa nominal máxima de IRC entre 2010 e 2016 (sem 2013)



Fonte: Autoria própria.

O Gráfico 4, por sua vez, revela uma inclinação positiva do valor médio da AETR das empresas da amostra que, conjugada com a inclinação negativa do seu nível médio de endividamento, se afigura importante na validação das hipóteses H_1 e H_2 .

Gráfico 4: Nível médio de endividamento e valor médio da AETR nos triénios pré e pós-alteração do regime



Fonte: Autoria própria.

Os incentivos fiscais não relacionados com a dívida são mensurados pela *proxy* DEPR, cujo valor médio do triénio 2014-2016 se fixa em 3,58% (desvio padrão = 2,47%), mais 0,16 p.p. do que no triénio 2010-2012 (3,42% com desvio padrão de 2,25%). Sendo esta uma variável relativizada pelo total do ativo, tal significa que os gastos com depreciações, que se presumem

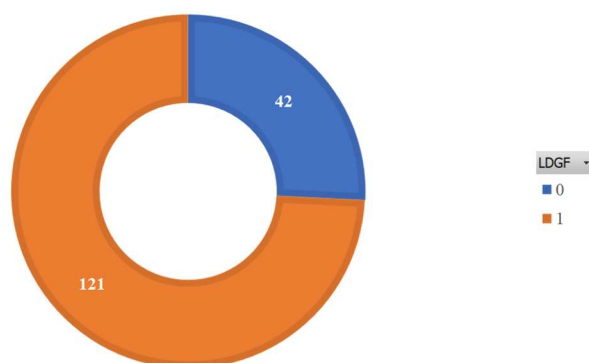
iguais ou, pelo menos, semelhantes aos gastos fiscais com depreciações, representam, em média, as referidas percentagens do ativo.

No que respeita à dimensão da empresa, calculada pelo logaritmo natural do total do ativo, dos Painéis A e B da Tabela 3 não resultam variações relevantes dos seus parâmetros. Note-se, ainda assim, que esta variável apresenta um valor médio de 11,40 no triénio 2014-2016, correspondente a cerca de 89,4 milhões de euros, valor bastante aproximado, embora ligeiramente inferior, ao registado no triénio 2010-2012 (11,44). Os elevados desvios padrão, de 90,00% e 89,92%, respetivamente, são indicativos da grande dispersão de valores existente em relação às médias, ou seja, da grande variação na dimensão média do leque de empresas consideradas. O ativo de menor valor ronda os 10,9 milhões de euros, enquanto o maior tem o valor de 861,5 milhões de euros.

Por fim, refira-se que a rentabilidade, a qual traduz a capacidade de uma empresa gerar resultados, situa-se, em média, em 8,25% (desvio padrão = 6,00%) no triénio 2014-2016, salientando-se que metade das empresas da amostra regista um ROA igual ou superior a 6,73%. A diminuta variação da média do ROA observada relativamente ao triénio 2010-2012 (6,99% com desvio padrão de 4,82%) reflete um aumento de 1,26 p.p., facto que se presume estar associado a uma ligeira melhoria do desempenho das empresas.

Vejamos agora as estatísticas descritivas para o grupo experimental (cfr. Tabela 4), formado por um grupo restrito de empresas da amostra que consideramos caberem no âmbito de aplicação do novo enquadramento fiscal do financiamento, de acordo com o critério aclarado na secção 3.2., a fim de investigar se diferem, ou não, substancialmente das que constam da Tabela 3.

Desde logo, importa relembrar qual o número de empresas que cumpre o aludido critério (leia-se, com uma média negativa dos resultados financeiros no triénio 2010-2012 superior a um milhão de euros), assumindo a respetiva *dummy* LDGF o valor de 1 em ambas as equações do modelo:

Ilustração 5: Composição da amostra em função do valor assumido pela *dummy* LDGF

Fonte: Autoria própria.

Tabela 4: Parâmetros estatísticos de síntese relativos às 121 empresas abrangidas pelo novo regime

Painel A: Triénio 2010-2012						
Variável	N.º de observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
PRÉ-LEV	121	0,5388	0,2519	0,0005	0,5509	0,9843
AETR	121	0,1439	0,0752	0,0007	0,1324	0,3127
DEPR	121	0,0352	0,0227	0,0000	0,0339	0,1170
SIZE	121	11,6276	0,8626	10,0382	11,5466	14,5316
ROA	121	0,0674	0,0448	-0,0773	0,0648	0,1795
Painel B: Triénio 2014-2016						
Variável	N.º de observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
PÓS-LEV	121	0,4532	0,2456	0,0000	0,4507	0,9810
AETR	121	0,1718	0,0766	0,0001	0,1709	0,3698
DEPR	121	0,0370	0,0243	0,0000	0,0353	0,1031
SIZE	121	11,5426	0,9054	9,5953	11,5746	13,6664
ROA	121	0,0857	0,0570	-0,0496	0,0774	0,2444

Nota: Ver Tabela 2 para definição das variáveis.

Fonte: Autoria própria.

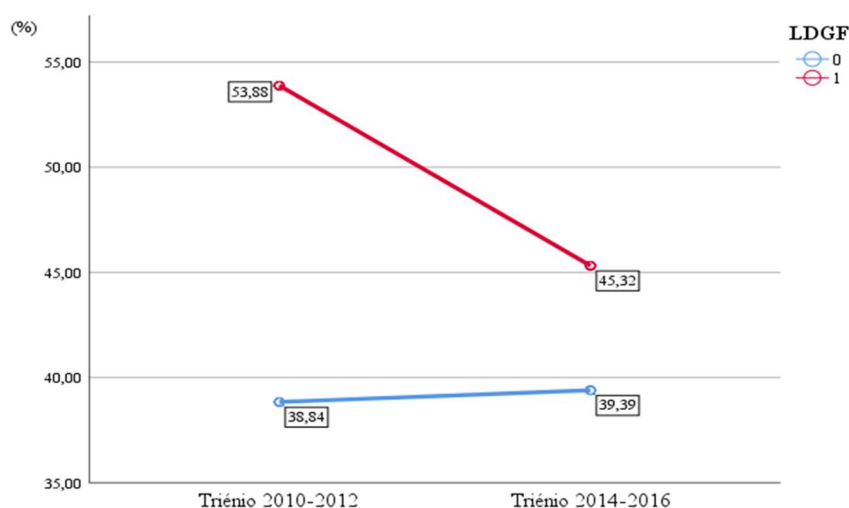
Comparando os resultados das Tabelas 3 e 4, estes apontam para a existência de claras diferenças, quer no perfil das empresas abrangidas pelo novo regime, quer nas variações observadas entre os triénios 2010-2012 e 2014-2016. São dignas de destaque as que se seguem:

- Em ambos os triénios, o nível médio de endividamento destas empresas é superior ao registado para a totalidade das empresas da amostra, se bem que a diferença seja menor no triénio 2014-2016 (de apenas 1,53%, por oposição à de 3,87% existente no triénio 2010-2012);
- A média da AETR, por seu lado, está ligeiramente abaixo da apurada para a amostra no triénio 2010-2012 (-0,29%), situação que se inverte no triénio 2014-2016, onde se fixa num valor ligeiramente superior (+0,16%);

- A dimensão média das empresas abrangidas pelo novo regime é maior em ambos os triénios. Tomando por referência o triénio 2014-2016, apura-se um valor médio de 11,54 (desvio padrão = 90,54%), correspondente a 103,0 milhões de euros, por oposição ao acima referido de 11,40, correspondente a cerca de 89,4 milhões de euros. Aliás, o valor da mediana, também ela superior, é demonstrativo disso mesmo; e
- Olhando para as médias das 121 empresas referentes aos triénios 2010-2012 e 2014-2016 e procedendo à sua comparação com as relativas à amostra, constata-se, em termos simples, que a variação absoluta do nível médio de endividamento após 2013 é maior (-8,56% contra -6,22%), aspeto que vai de encontro à expectativa formulada na hipótese H_4 , a variação absoluta da média da AETR é igualmente maior (+2,79% contra +2,34%) e a variação absoluta da média do ROA é mais acentuada (+1,83% contra +1,26%).

Em complemento a estas considerações, o Gráfico 5 mostra que o nível médio de endividamento das 42 empresas que integram o grupo de controlo tem pouca variação no triénio 2014-2016, registando-se inclusivamente uma inclinação positiva. Já a pronunciada inclinação negativa do nível médio de endividamento das 121 empresas que compõem o grupo experimental indica que são elas as responsáveis pela variação negativa do mesmo observada na Tabela 3, relativa à amostra, e confirmada pela trajetória decrescente espelhada nos Gráficos 2 e 4.

Gráfico 5: Nível médio de endividamento nos triénios pré e pós-alteração do regime por valor da LDGF



Fonte: Autoria própria.

4.2. Correlações

Por forma a averiguar a existência de associação entre as seis variáveis do modelo é utilizada a matriz de correlações de *Pearson* (cfr. Tabela 5). Este tipo de análise retrata a forma como duas variáveis variam em conjunto, medindo a intensidade e o sentido da relação linear entre ambas.

Tabela 5: Coeficientes de correlação de *Pearson* (r) para as equações (1a) e (1b)

Painel A: Triénio 2010-2012						
Variável	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) $\overline{\text{PRÉ-LEV}}$	1,000					
(2) $\overline{\text{AETR}}$	-0,456***	1,000				
(3) $\overline{\text{LDGF}}$	0,255***	-0,061	1,000			
(4) $\overline{\text{DEPR}}$	0,116*	0,206***	0,072	1,000		
(5) $\overline{\text{SIZE}}$	-0,213***	0,337***	0,344***	0,030	1,000	
(6) $\overline{\text{ROA}}$	-0,090	0,491***	-0,088	0,294***	0,072	1,000

Painel B: Triénio 2014-2016						
Variável	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) $\overline{\text{PÓS-LEV}}$	1,000					
(2) $\overline{\text{AETR}}$	-0,455***	1,000				
(3) $\overline{\text{LDGF}}$	0,106*	0,034	1,000			
(4) $\overline{\text{DEPR}}$	0,206***	0,256***	0,085	1,000		
(5) $\overline{\text{SIZE}}$	-0,257***	0,259***	0,268***	0,021	1,000	
(6) $\overline{\text{ROA}}$	-0,007	0,358***	0,091	0,386***	-0,007	1,000

Notas: Ver Tabela 2 para definição das variáveis.

*** e * denotam significância estatística com o nível de significância de 0,01 e 0,1, respetivamente.

Fonte: Autoria própria com base nos *outputs* extraídos do SPSS.

Tanto no Painel A como no Painel B, todas as correlações detetadas entre o endividamento e os seus determinantes são estatisticamente significativas, com exceção do ROA. A AETR apresenta-se como a variável que tem uma correlação mais intensa com o LEV.

No que toca aos sinais dos coeficientes de correlação (r), estão em consonância com os sinais previstos na Tabela 2, exceção feita ao SIZE e à DEPR.

Assim sendo, diga-se que os coeficientes de correlação negativos entre o LEV e a AETR traduzem uma associação inversa entre a variável dependente e a variável independente, isto é, as mesmas variam em sentido contrário. Como já mencionado, a associação entre o LEV e a AETR regista os coeficientes negativos mais elevados, sublinhando-se o facto de, no triénio 2014-2016, cerca de 20,70% ($r^2 = -0,455^2$) da variação de uma delas ser explicada pela variação da outra, percentagem infimamente inferior à de 20,79% ($r^2 = -0,456^2$) apurada para o triénio 2010-2012.

A correlação positiva encontrada entre o LEV e a LDGF em ambos os triénios mais não é do que a confirmação de que as empresas abrangidas pelo novo regime (grupo experimental) têm maiores níveis médios de endividamento do que as que ficam fora do seu âmbito de aplicação (grupo de controlo). Apesar disso, refira-se que há um enfraquecimento desta correlação no triénio 2014-2016 ($r = 0,255$ passa para $r = 0,106$).

Por sua vez, os coeficientes de correlação negativos entre o LEV e o SIZE significam que eles variam em sentido inverso, ou seja, quanto maior/menor for a dimensão da empresa, menor/menor será o seu nível médio de endividamento. No triénio 2014-2016, assiste-se a um reforço da correlação ($r = -0,213$ passa para $r = -0,257$), mas note-se que apenas 6,60% ($r^2 = -0,257^2$) da variação de uma é explicada pela variação da outra.

No que concerne à correlação positiva entre o LEV e a DEPR em ambos os triénios, é razoável admitir que, sendo o tecido empresarial português composto por empresas que dependem fortemente do endividamento para realizarem os seus investimentos, o mesmo advenha desse facto. Isto considerando que o investimento conduz a um incremento do ativo que é acompanhado pelo aumento de gastos com depreciações. De realçar o reforço desta correlação no triénio 2014-2016 ($r = 0,116$ passa para $r = 0,206$).

Por último, são ainda de referir as seguintes evidências quanto às correlações existentes entre os determinantes do endividamento nos triénios 2010-2012 e 2014-2016:

- Apenas metade, concretamente cinco das dez correlações, tem significância estatística e para o nível de significância de 0,01 ($p = 0,000$). No entanto, a magnitude dos respetivos os coeficientes, todos eles positivos, espelha correlações fracas, excetuando-se o coeficiente de correlação entre a AETR e o ROA no triénio 2010-2012 ($r = 0,491$), que é sinónimo de uma correlação moderada;
- Como seria expectável, a AETR encontra-se positivamente correlacionada com o ROA, o SIZE e a DEPR. No triénio 2014-2016, enquanto a correlação com os dois primeiros enfraquece claramente face à registada no triénio 2010-2012, a correlação com a DEPR vê-se reforçada;
- A DEPR e o ROA têm uma correlação positiva que é manifestamente reforçada no triénio 2014-2016, no qual 14,90% ($r^2 = 0,386^2$) da variação de uma das variáveis é explicada pela variação da outra; e

- A correlação positiva, ainda que amenizada no triénio 2014-2016, existente entre a LDGF e o SIZE justifica-se pelo facto do novo regime recair fundamentalmente sobre empresas de maior dimensão, tal como já constatado, por só ter aplicação aos GFL superiores a um milhão de euros.

4.3. Análise multivariada

A análise multivariada é realizada através de modelo de regressão linear múltipla composto pelas equações (1a) e (1b) com o objetivo de avaliar o impacto do novo enquadramento fiscal do financiamento no endividamento *per se* e, tirando partido do ensejo, na associação entre o endividamento e a taxa efetiva média de IRC.

O modelo base²³ é composto por duas equações em tudo idênticas, exceto no que concerne ao seu horizonte temporal.

A estimação das referidas equações com base nos dados das 163 empresas que constituem a nossa amostra conduziu aos resultados apresentados na Tabela 6, os quais podemos sumarizar do seguinte modo:

$$\widehat{PRÉ_LEV}_{it} = 1,018 - 1,540\overline{AETR}_{it} + 0,166LDGF_i + 1,840\overline{DEPR}_{it} - 0,046\overline{SIZE}_{it} + 0,737\overline{ROA}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1.1a)$$

$$\widehat{PÓS_LEV}_{it} = 1,044 - 1,571\overline{AETR}_{it} + 0,077LDGF_i + 3,098\overline{DEPR}_{it} - 0,046\overline{SIZE}_{it} + 0,171\overline{ROA}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1.1b)$$

onde:

i = empresa;

t = triénio 2010-2012 (1.1a) ou 2014-2016 (1.1b);

— = média da variável para o triénio t .

²³ Foram verificados os pressupostos estatísticos subjacentes ao modelo de regressão linear múltipla, designadamente:

- Normalidade – os erros (ε_{it}) são normalmente distribuídos com média nula. Embora assumindo valores positivos e negativos, as diferenças entre o modelo e os dados das observações são frequentemente nulas ou próximas de zero;
- Linearidade - existe uma relação linear entre X e Y, isto é, entre o endividamento médio e as variáveis explicativas (taxa efetiva média de IRC, LDGF, incentivos fiscais não relacionados com a dívida, dimensão da empresa e rentabilidade) nos parâmetros $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ e β_5 ;
- Homocedasticidade – os erros têm uma variância (σ^2) constante para qualquer nível médio de endividamento, ou seja, a dispersão dos dados em torno da reta de regressão é uniforme;
- Multicolinearidade – não existe uma relação linear perfeita entre duas ou mais variáveis explicativas; e
- Independência dos erros – os erros comportam-se de forma aleatória, logo não são correlacionados e a condição de independência é satisfeita.

Tabela 6: Estimação do nível médio de endividamento nos triénios 2010-2012 e 2014-2016

Variável ^{a)}	Sinal previsto ^{b)}	PRÉ- $\overline{\text{LEV}}$	PÓS- $\overline{\text{LEV}}$
		Coefficiente (Erro padrão)	Coefficiente (Erro padrão)
$\overline{\text{AETR}}$	-	-1,540*** (0,258)	-1,571*** (0,223)
$\overline{\text{LDGF}}$	+	0,166*** (0,042)	0,077** (0,038)
$\overline{\text{DEPR}}$	-	1,840** (0,793)	3,098*** (0,698)
$\overline{\text{SIZE}}$	+	-0,046** (0,022)	-0,046** (0,019)
$\overline{\text{ROA}}$	-	0,737* (0,415)	0,171 (0,299)
Constante	N/A	1,018*** (0,232)	1,044*** (0,206)
N.º de observações		163	163
R ²		0,334	0,354
R ² ajustado		0,312	0,334
Erro padrão da estimativa		0,214	0,200
Teste F		15,724***	17,214***

Notas: ^{a)} Ver Tabela 2 para definição das variáveis.

^{b)} Sinal previsto na Tabela 2.

***, ** e * denotam significância estatística com o nível de significância de 0,01, 0,05 e 0,1, respetivamente.

Fonte: Autoria própria com base nos *outputs* extraídos do SPSS.

Os *outputs* obtidos evidenciam que o modelo utilizado é significativo na sua globalidade [equação (1.1a): $F_{(5, 157)} = 15,724, p = 0,000$; equação (1.1b): $F_{(5, 157)} = 17,214, p = 0,000$], o que indica que estimar o nível médio de endividamento – PRÉ- $\overline{\text{LEV}}$ e PÓS- $\overline{\text{LEV}}$ – com base nas cinco variáveis escolhidas (duas variáveis independentes e três de controlo, sendo que foram consideradas as médias trienais de quatro delas) é significativamente melhor do que considerar os níveis médios obtidos pela amostra.

No seu conjunto, as aludidas variáveis têm uma capacidade explicativa da variação do nível médio do endividamento de 31,2% no triénio 2010-2012 e de 33,4% no triénio 2014-2016 [R² ajustado das equações (1.1a) e (1.1b), respetivamente]. Considerando que o R² ajustado aumenta, podemos dizer que aumenta a capacidade explicativa das mesmas variáveis relativamente à variação do nível médio do endividamento.

Para além disso, todos os coeficientes de regressão são estatisticamente significantes ($|t| > 2$; $p < 0,100$), com exceção do referente ao ROA no triénio 2014-2016 ($t = 0,571$; $p = 0,569$). Tal assegura a significância do contributo individual de cada uma das variáveis, menos do ROA na equação (1.1b), na explicação do endividamento.

De mencionar que nenhum dos coeficientes das três variáveis de controlo tem o sinal previsto na Tabela 2 em qualquer das equações.

Relativamente à DEPR, os valores dos coeficientes são inesperadamente positivos e muito elevados [equação (1.1a): $\beta_3 = 1,840$; equação (1.1b): $\beta_3 = 3,098$]. No entanto, tal poderá justificar-se pelo facto das empresas que compõem o tecido empresarial português dependerem fortemente do endividamento para realizarem os seus investimentos que, por sua vez, conduzem a um incremento dos ativos objeto de depreciação. Nessa medida, afigura-se muito provável que os aludidos coeficientes estejam a captar outros efeitos que não os atinentes às deduções fiscais com depreciações, como pretendido. Daí que se possa dizer que a DEPR está mais a funcionar como uma *proxy* para o investimento do que para os incentivos fiscais não relacionados com a dívida. A sua interpretação vai, portanto, no sentido de haver uma relação positiva forte entre os gastos com depreciações e o endividamento, a qual se vê reforçada no triénio 2014-2016.

O coeficiente associado ao SIZE é negativo e igual nos dois triénios ($\beta_4 = -0,046$), contrariando a previsão de uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o endividamento das teorias do *trade-off* e da *pecking-order*. O mesmo indica que as empresas de maior dimensão têm níveis médios de endividamento mais reduzidos, resultado empírico menos frequente, mas em linha com o obtido por Heyman *et al.* (2008).

Em conformidade com a relação positiva entre rentabilidade e endividamento sugerida pela teoria do *trade-off*, o ROA apresenta coeficientes positivos nas equações (1.1a) e (1.1b), onde $\beta_5 = 0,737$ e $\beta_5 = 0,171$, respetivamente. Contudo, só o primeiro é significativo, relevando nos resultados da estimação do PRÉ- $\overline{\text{LEV}}$.

Olhando para os coeficientes padronizados das cinco variáveis explicativas em ambas as equações, refira-se que houve uma alteração do grau de importância no modelo (poder explicativo, em termos relativos) da LDGF e da DEPR:

Tabela 7: Coeficientes padronizados das variáveis explicativas do modelo

Variável	PRÉ- $\overline{\text{LEV}}$		PÓS- $\overline{\text{LEV}}$	
	Coefficiente padronizado	Grau	Coefficiente padronizado	Grau
$\overline{\text{AETR}}$	-0,485	1	-0,511	1
$\overline{\text{LDGF}}$	0,282	2	0,139	4
$\overline{\text{DEPR}}$	0,160	4	0,312	2
$\overline{\text{SIZE}}$	-0,161	3	-0,168	3
$\overline{\text{ROA}}$	0,138	5	0,042	5

Ver Tabela 2 para definição das variáveis.

Fonte: Autoria própria com base nos *outputs* extraídos do SPSS.

Passemos então à análise em separado do contributo de cada variável independente para a explicação da variável dependente, decomposta em $\overline{\text{PRÉ-LEV}}$ e $\overline{\text{PÓS-LEV}}$, em função das hipóteses de investigação formuladas na secção 2.6.

4.3.1. O impacto do novo enquadramento fiscal do financiamento na relação entre endividamento e taxa efetiva média de IRC

Começamos por destacar os coeficientes negativos associados à AETR [equação (1.1a): $\beta_1 = -1,540$; equação (1.1b): $\beta_1 = -1,571$] que vão de encontro à associação negativa com o endividamento conjecturada na hipótese H_1 , consequentemente validada.

O coeficiente β_1 da equação (1.1a) diz-nos que, perante uma variação unitária da taxa efetiva média de IRC no período 2010-2012, o nível médio de endividamento varia, em média, 154,0 p.p. no sentido oposto, mantendo-se tudo o resto constante.

Analisando o mesmo coeficiente na equação (1.1b), a sua leitura remete para a interpretação de que, no triénio 2014-2016, a mesma variação unitária da AETR resulta numa variação média de 157,1 p.p. do nível médio de endividamento, *ceteris paribus*.

A comparação do valor absoluto de ambos os coeficientes ($|\beta_1|_{2014-2016} > |\beta_1|_{2010-2012}$) não reflete, como preconizado na hipótese H_2 , um enfraquecimento da associação negativa entre o endividamento e a taxa efetiva média de imposto no triénio pós-alteração do regime. Pelo contrário, a estimação aponta para um ligeiro reforço desta associação, traduzido no aumento do coeficiente negativo β_2 em 0,031.

No triénio 2010-2012, o aumento de uma unidade na AETR diminui o $\overline{\text{PRÉ-LEV}}$, em média, 154,0%, mantidas inalteradas as restantes variáveis. No entanto, a mesma variação da AETR ocorrida no triénio 2014-2016 faz com que, em média, a diminuição do $\overline{\text{PÓS-LEV}}$ seja superior em 3,1%, situando-se nos 157,1%, *ceteris paribus*.

Convém, a este respeito, recordar que as alterações na AETR verificadas após 2013 podem não decorrer exclusivamente do novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento. Sendo expectável que o mesmo tenha aumentado o lucro tributável das empresas e, com isso, haja um aumento da taxa efetiva média de IRC, o seu impacto pode, por exemplo, ter sido francamente mitigado, ou mesmo anulado, pelos efeitos da redução quer da taxa nominal (4 p.p. de 2013 para 2016, sendo 2 p.p. em 2014 e 2 p.p. em 2015), quer da taxa nominal máxima de IRC (2 p.p. em 2015), visível no Gráfico 1. O mesmo é dizer que, não fossem esses efeitos, o coeficiente negativo da AETR na equação (1.1b) poderia apresentar um valor inferior ao da equação (1.1a), espelhando a esperada, porém não comprovada, atenuação

da associação negativa entre o endividamento e a taxa efetiva média de imposto no triénio 2014-2016.

Posto isto, as evidências não indicam existir o enfraquecimento do grau de associação negativa entre endividamento e taxa efetiva de IRC implícito ao novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento, logo é rejeitada a hipótese H_2 .

4.3.2. O impacto do novo enquadramento fiscal do financiamento no endividamento

Primeiramente, cabe aqui salientar que, em ambas as equações, a constante (β_0) constitui o ponto de partida para a determinação do nível médio esperado de endividamento nos respetivos triénios, alterado consoante os valores das variáveis independentes (AETR e LDGF) e das variáveis de controlo (DEPR, SIZE e ROA).

Apesar de, por si só, a constante não ter uma leitura prática (apenas valor preditivo, conjugada com as demais variáveis do modelo), a verdade é que comparar o valor que assume nas equações do nosso modelo possibilita captar parte do efeito do tempo, após a introdução do novo regime em 2013, na variação do endividamento médio.

Assim sendo, verifica-se que a constante da equação (1.1b) é superior à da equação (1.1a), isto é, $\beta_{0_{2014-2016}} > \beta_{0_{2010-2012}}$, pelo que o valor do referido ponto de partida aumenta no triénio 2014-2016. Mais especificamente, o valor de β_0 passa de 1,018 para 1,044, aumentando 0,026.

Em termos simples, esta evidência considerada isoladamente não fornece indícios que apontem no sentido de haver uma redução do nível médio de endividamento após a introdução do novo regime em 2013, sendo, por isso, rejeitada a hipótese H_3 .

A inclusão da *dummy* LDGF no modelo prende-se com o âmbito de aplicação específico do novo enquadramento fiscal do financiamento e visa averiguar se o comportamento do endividamento médio das empresas por ele abrangidas, ou seja, com uma média de GFL superior a um milhão de euros no triénio 2010-2012 (grupo experimental), difere do das restantes (grupo de controlo).

Antes de mais, cumpre notar que a aplicabilidade do novo regime, captada pela LDGF, resulta, em média, em variações de 16,6 p.p. e de 7,7 p.p. nos níveis médios de endividamento verificados nos triénios 2010-2012 e 2014-2016, respetivamente, mantendo-se tudo o resto inalterado. É o que representam os coeficientes positivos β_2 de ambas as equações, cujo efeito na estimação depende do valor assumido pela *dummy* (0 ou 1). Confirma-se, portanto, a esperada associação positiva entre a aplicabilidade do novo regime e o endividamento.

Todavia, paralelamente ao sinal do coeficiente β_2 , que aponta no sentido das empresas abrangidas pelo novo regime (grupo experimental) terem, em média, maiores níveis médios de endividamento do que as que ficam fora do seu âmbito de aplicação (grupo de controlo), interessa perceber como é que o mesmo evoluiu no tempo. Ora, atendendo a que $\beta_{2_{2014-2016}} < \beta_{2_{2010-2012}}$, observa-se uma redução do endividamento médio das empresas abarcadas pela norma de aproximadamente 8,9%, em média, condizente com a previsão da hipótese H_4 , que é validada. De resto, em consonância com esta redução, a LDGF apresenta um menor grau de importância no que se refere à estimação do PÓS-LEV [equação (1.1b)], como ilustra a Tabela 7. Em termos relativos, o seu poder explicativo, representado pelo valor do coeficiente padronizado, vê-se reduzido para metade no triénio 2014-2016, passando do segundo mais relevante para o quarto (leia-se, penúltimo) menos importante.

4.4. Teste de robustez

A avaliação da robustez dos resultados apresentados para o modelo base é realizada através estimação de um segundo modelo de regressão²⁴ centrado na variação do comportamento do endividamento entre 2014 e 2012. Pretende-se, deste modo, averiguar se a introdução do novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento em 2013 resultou numa diminuição imediata do endividamento.

A equação explicativa da variação do endividamento 2014/2012 é representada da seguinte forma:

$$\Delta LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta AETR_{it} + \beta_2 LDGF_i + \sum_{k=3}^5 \beta_k \Delta CONTROLLO_{k,it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

onde:

i = empresa;

Δ = diferença entre os valores da variável de 2014 e de 2012;

t = anos de 2012 e 2014;

$CONTROLLO_k$ = vetor de variáveis de controlo que inclui a $DEPR$ ($k=3$), o $SIZE$ ($k=4$) e o ROA ($k=5$);

As demais especificações são idênticas às das equações (1a) e (1b).

²⁴ Os pressupostos estatísticos constantes da nota de rodapé 23 também foram verificados para o modelo definido para analisar a robustez do modelo (doravante, modelo de robustez).

Na Tabela 8, apresentam-se os resultados da estimação da equação (2) com base nos dados das 163 empresas que integram a nossa amostra.

Tabela 8: Estimação da variação do endividamento 2014/2012

Variável ^{a)}	Sinal evidenciado ^{b)}	Δ LEV
		Coefficiente (Erro padrão)
Δ AETR	-	-0,138* (0,078)
LDGF	-	-0,034** (0,014)
Δ DEPR	+	-0,458 (0,630)
Δ SIZE	N/A	0,138*** (0,032)
Δ ROA	-	-0,585*** (0,153)
Constante	+	0,004 (0,012)
N.º de observações		163
R ²		0,341
R ² ajustado		0,320
Erro padrão da estimativa		0,075
Teste <i>F</i>		16,242***

Notas: ^{a)} Ver Tabela 2 para definição das variáveis.

^{b)} Sinal da diferença dos coeficientes evidenciados na Tabela 6 [equação (1.1b) - equação (1.1a)].

***, ** e * denotam significância estatística com o nível de significância de 0,01, 0,05 e 0,1, respetivamente.

Fonte: Autoria própria com base nos *outputs* extraídos do SPSS.

Observando os resultados obtidos, constatamos que o modelo de robustez é significativo na sua globalidade ($F_{(5, 157)} = 16,242, p = 0,000$) e tem uma capacidade explicativa da variação do endividamento 2014/2012 de 32,0% (R² ajustado).

Todos os coeficientes de regressão são estatisticamente significantes ($|t| < 2; p < 0,100$), exceto nos casos da constante ($t = 0,352; p = 0,725$) e da Δ DEPR ($t = -0,728; p = 0,468$).

Uma vez que a constante ($\beta_0 = 0,004$) não é estatisticamente significativa, sinónimo de que o seu impacto nos resultados é residual, nada pode acrescentar em termos da análise já efetuada no modelo base para efeitos de teste à hipótese H_3 .

No que respeita à Δ AETR, o coeficiente negativo estimado ($\beta_1 = -0,138$) aponta para uma variação no sentido oposto da Δ LEV, *ceteris paribus*, evidência que reitera a validade da hipótese H_1 . Cabe lembrar que a diferença entre os coeficientes da variável AETR no modelo base (*vide* Tabela 6, $\beta_{1,2014-2016} - \beta_{1,2010-2012}$) também assume um valor negativo (-0,031), pelo que ambos apontam no sentido de haver um reforço (e não um enfraquecimento) da associação negativa entre o endividamento e a taxa efetiva média de imposto após a introdução do novo regime em 2013. Por conseguinte, a hipótese H_2 não é confirmada pelos *outputs*.

Por seu lado, o coeficiente negativo associado à *dummy* LDGF ($\beta_2 = -0,034$) denota uma variação negativa de maior escala do endividamento 2014/2012 nas empresas abrangidas pelo novo regime (em média, -3,4%, *ceteris paribus*) do que nas demais. Em complemento à análise efetuada com base nos coeficientes da Tabela 6 ($\beta_{2_{2014-2016}} - \beta_{2_{2010-2012}}$), este resultado vem reforçar a validade da hipótese H_4 , segundo a qual o endividamento relativo às empresas com uma média de GFL superior a um milhão de euros no triénio 2010-2012 (grupo experimental) diminuiu após a entrada em vigor do novo enquadramento fiscal do financiamento em 2013.

Finalmente, resta notar que, no caso da Δ SIZE, o coeficiente estimado de sinal positivo ($\beta_4 = 0,138$) aponta para uma variação no mesmo sentido da Δ LEV, *ceteris paribus*, evidência não obtida a partir do modelo base, e ainda que o sinal do coeficiente da Δ ROA é coerente com o evidenciado na Tabela 6, quando apurada a diferença dos respetivos coeficientes ($\beta_{5_{2014-2016}} - \beta_{5_{2010-2012}}$).

5. Conclusões e recomendações

5.1. Discussão crítica dos resultados da investigação

Passados alguns anos desde a alteração legislativa ao CIRC que introduziu o novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento, consagrado no art.º 67.º daquele diploma e que substituiu o regime de subcapitalização (em vigor até 2012), o foco deste estudo foi a análise de três anos pré e pós-alteração, respetivamente, 2010-2012 e 2014-2016, tendo como objetivo primordial avaliar o impacto do aludido regime no endividamento *per se* e, tirando partido do ensejo, analisar e perceber como evoluiu a associação entre o endividamento e a taxa efetiva média de imposto.

Os nossos resultados sugerem que, após 2013, as empresas abrangidas pelo novo enquadramento fiscal do financiamento ajustaram as suas estruturas de capital, ou seja, reduziram os seus níveis médios de endividamento (em média -8,9%, *ceteris paribus*), confirmando que a norma teve um impacto imediato nas decisões de financiamento dessas empresas.

Como bem ilustra o Gráfico 5, a variação do nível médio de endividamento entre os triénios 2010-2012 e 2014-2015 das referidas empresas é negativa e consideravelmente superior, em valor absoluto, à variação positiva registada para as empresas excluídas do novo regime.

De sublinhar que, em ambos os triénios, as empresas abrangidas pelo novo regime registam níveis médios de endividamento superiores aos das empresas excluídas do mesmo (em média, +16,6 p.p. em 2010-2012 e +7,7 p.p. em 2014-2016), *ceteris paribus*, pelo que é encontrada uma associação positiva entre a aplicabilidade do novo regime e o endividamento. Contudo, tal como seria de esperar com base nas evidências acima apresentadas, assiste-se a um enfraquecimento desta associação no triénio 2014-2016.

Perante os resultados acima expostos, decorre que as empresas abrangidas pelo novo regime são as responsáveis pela variação negativa do nível médio de endividamento observada a partir das estatísticas descritivas univariadas e comprovada pelos Gráficos 2 e 4.

No entanto, a verdade é que os resultados da análise multivariada não apontam no sentido de haver uma redução generalizada do nível médio de endividamento após a introdução do novo regime em 2013, *ceteris paribus*, cingindo-se a mesma às empresas às quais é aplicável o novo enquadramento fiscal do financiamento. Por conseguinte, nada se pode inferir relativamente à evolução do nível médio de endividamento das empresas que, apesar de excluídas do novo

regime, têm GFL elevados e próximos do limite mínimo estabelecido para a dedutibilidade fiscal.

Resumindo, em concordância com a teoria do *trade-off*, e tal como conclui Graham (2003), verifica-se que os impostos, designadamente os incentivos fiscais, afetam as decisões de financiamento das empresas, tendo o novo regime contribuído para atenuar o *debt bias* que propicia o endividamento excessivo das empresas (Cheng e Green, 2008).

Adicionalmente, mencione-se que a constatada diminuição do endividamento das empresas abrangidas pelo novo enquadramento fiscal do financiamento é consistente com os resultados obtidos pelos autores Buslei e Simmler (2012) e Dreßler e Scheuering (2012) nos seus estudos sobre as medidas implementadas na Alemanha.

No que se refere à associação entre o endividamento e a taxa efetiva média de imposto (utilizada como medida dos incentivos fiscais ao endividamento), os resultados indicam que existe uma forte associação negativa entre ambos, ilustrada no Gráfico 4, na qual a variação de uma unidade na taxa efetiva média de IRC traduz-se numa variação em sentido oposto de 154,0% ou de 157,1% no nível de endividamento médio, *ceteris paribus*, consoante se trate do triénio 2010-2012 ou do triénio 2014-2016.

Refira-se, desde logo, que a forte associação negativa encontrada reflete a importância do endividamento como forma de reduzir o IRC pago (leia-se, gastos de impostos) por via da dedução dos inerentes gastos de financiamento, conformemente à teoria defendida por Modigliani e Miller (1963).

Ainda assim, não se evidencia um enfraquecimento da associação negativa entre o endividamento e a taxa efetiva média de IRC no triénio pós-alteração do regime que corresponda a uma redução da importância do segundo na explicação do primeiro. Pelo contrário, os resultados sugerem haver um ligeiro reforço desta associação.

As estatísticas descritivas univariadas denotam uma variação positiva da taxa efetiva média de IRC entre os triénios pré e pós-alteração do regime. Paralelamente, o Gráfico 3 mostra que as médias anuais da taxa efetiva média de IRC se situam muito abaixo das taxas nominais de IRC, apesar das diferenças existentes tenderem a esbater-se com o tempo (2010: 10,05%; 2016: 3,34%), e torna claro que, em termos gerais, a sua trajetória é bastante similar à da taxa nominal máxima de IRC.

Recorde-se que a Lei da Reforma do IRC para 2014 não só reduziu de 25% para 23% a taxa nominal de IRC estabelecida no n.º 1 do art.º 87.º do CIRC, mas também ajustou o limite

mínimo estabelecido para os GFL aceites para efeitos fiscais para um milhão de euros (que anteriormente era de três milhões de euros). Reconhecendo o novo enquadramento fiscal do financiamento como uma medida de alargamento da base tributável, entendeu a Comissão para a Reforma do IRC (2013) que o aludido ajustamento podia favorecer o incremento da receita fiscal, falando num *trade-off* apropriado relativamente ao alívio da carga fiscal proporcionado por via da descida da taxa nominal de IRC. Note-se que, apesar desta última, a taxa nominal máxima de IRC manteve-se nos 31,5% por conta do aumento da taxa de derrama estadual correspondente ao último escalão previsto no n.º 1 do art.º 87.º-A do CIRC de 5,0% para 7,0%.

Por sua vez, a LOE para 2015²⁵ reduziu de 23% para 21% a taxa nominal de IRC estabelecida no n.º 1 do art.º 87.º do CIRC, alteração que, sem mais, reduziu igualmente a taxa nominal máxima de IRC de 31,5% para 29,5%.

Tudo isto para concluir que as alterações na taxa efetiva média de IRC verificadas após 2013 podem ter origem diversa, sendo o novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento tão só uma das possíveis causas dessas alterações.

Ao impor limites gerais à dedutibilidade fiscal dos GFL, seria expectável que a introdução do novo regime fizesse aumentar o lucro tributável das empresas e, com isso, houvesse um aumento da taxa efetiva média de IRC. Dito de outra forma, em relação ao triénio pré-alteração do regime, o aumento de uma unidade na taxa efetiva média de IRC no triénio 2014-2016 deveria conduzir a uma variação negativa de menor escala no nível de endividamento médio, *ceteris paribus*. Mas, como já referido, os resultados não refletem isso.

Parece-nos ser de admitir que os efeitos da descida quer da taxa nominal quer da nominal máxima de IRC, acima explicitadas e constantes do Gráfico 1, tenham contribuído para mitigar significativamente, ou mesmo anular, o impacto do novo regime ao nível da taxa efetiva média de IRC e, conseqüentemente, ao nível da associação negativa entre a mesma e o endividamento. O mesmo é dizer que, não fossem esses efeitos, seria mais provável constatar a esperada atenuação da associação negativa entre o endividamento e a taxa efetiva média de imposto no triénio 2014-2016.

Passamos agora à discussão crítica dos resultados obtidos para os demais determinantes do endividamento, sublinhando-se desde já que nenhum deles tem uma associação com aquele no sentido esperado de acordo revisão de literatura efetuada no capítulo 2.

²⁵ Lei n.º 82-B/2014, de 31 de dezembro.

Começando pelos incentivos fiscais não relacionados com a dívida, apresentam uma associação positiva com o nível médio de endividamento, a qual se vê manifestamente reforçada no triénio 2014-2016. O mesmo é dizer que, quanto maior o peso dos gastos com depreciações no total do ativo, maior é o nível de endividamento das empresas, *ceteris paribus*.

Tipicamente estimados com recurso à informação financeira das empresas, a medida por nós adotada e mais frequentemente utilizada na literatura empírica tem os gastos com depreciações no numerador (Cheng e Green, 2008; Faulkender e Smith, 2016).

Porém, no nosso estudo, a medida parece estar a captar os efeitos do investimento em vez dos atinentes às deduções fiscais com depreciações, como pretendido. Uma das possíveis razões para isso poderá ser o facto de o investimento (tendente ao aumento dos ativos objeto de depreciação) ser essencialmente financiado por endividamento, o qual, por sua vez, é potenciado pelas acrescidas necessidades de fundo de maneo dele decorrentes.

Contrariamente à maior parte dos estudos (Givoly *et al.*, 1992; Fama e French, 2002; Cheng e Green, 2008), não se encontram, portanto, evidências em apoio ao argumento de DeAngelo e Masulis (1980) de que os incentivos fiscais não relacionados com a dívida atuam como substitutos fiscais das deduções de gastos de financiamento.

Quanto à dimensão da empresa, embora não se registem variações dignas de relevo entre os triénios pré e pós-alteração do regime, é de salientar a grande dispersão existente em termos da dimensão média das empresas consideradas (2010-2012: 11,44 milhões de euros; 2014-2016: 11,40 milhões de euros). Evidencia-se, além disso, uma associação negativa entre o endividamento e a dimensão da empresa (mantida inalterada no triénio 2014-2016) que contraria a previsão das teorias do *trade-off* e da *pecking-order*. Por outras palavras, os resultados sugerem que as empresas de maior dimensão têm níveis médios de endividamento mais reduzidos, *ceteris paribus*, em linha com o estudo de Heyman *et al.* (2008).

Por fim, temos a rentabilidade da empresa que pretende traduzir a sua capacidade de gerar resultados. Em consonância com a previsão da teoria do *trade-off*, é encontrada uma associação positiva entre a rentabilidade e o endividamento, mas que apenas releva estatisticamente no triénio 2010-2012. De realçar que Harris e Raviv (1991) também encontraram essa relação positiva.

5.2. Contribuições para a teoria e implicações para a prática

Segundo Blaufus *et al.* (2015), os estudos direcionados a investigar os efeitos económicos das medidas de limitação à dedutibilidade dos juros são escassos, não obstante existir na literatura

um vasto leque de investigações sobre os efeitos da fiscalidade nas decisões relativas à estrutura de capital das empresas.

Nessa conformidade, este estudo pretende ser um importante contributo para a literatura empírica relacionada com os efeitos económicos das medidas de limitação à dedutibilidade dos juros. Os seus resultados mostram-se relevantes por, pelo menos, dois motivos principais:

- Sugerem que o novo enquadramento fiscal do financiamento de 2013 teve um impacto real nas decisões de financiamento das empresas e, por conseguinte, no seu endividamento; e
- Contribuem para o debate sobre os efeitos no curto prazo da adoção de medidas de limitação à dedutibilidade dos juros, tendo em conta a evidência de que a associação negativa entre o endividamento e a taxa efetiva média de IRC não foi mitigada.

Assim, atendendo a que a alteração do enquadramento fiscal do financiamento visou reforçar o desincentivo ao endividamento excessivo, os resultados da investigação são passíveis de merecer o interesse das autoridades fiscais com vista à indispensável avaliação da eficácia do regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento adotado em Portugal, em 2013, podendo, eventualmente, constituir elementos de reflexão úteis para perspetivar futuras alterações ao regime tendentes a potenciar os seus efeitos positivos.

5.3. Limitações e sugestões para investigações futuras

A primeira grande e óbvia limitação deste estudo prende-se com a não utilização de informação fiscal, não divulgada por uma questão de sigilo fiscal, na composição dos determinantes do endividamento de natureza fiscal, tendo-se seguido a literatura na estimação daqueles com base na informação financeira disponível na base de dados *Bureau van Dijk's Amadeus*. Tal facto pode ter condicionado a estimação dos efeitos fiscais no endividamento, conduzindo à sua subestimação (Devereux *et al.*, 2018).

Aliada à limitação da informação fiscal, não é demais referir que os efeitos fiscais encontrados no endividamento são certamente sensíveis aos critérios de seleção da amostra, ao horizonte temporal (de seis anos) abarcado pelo estudo e à escolha das variáveis explicativas que integram o modelo.

Outra das limitações a apontar pode ser o facto de o modelo de regressão definido não contemplar a taxa de juro, fator seguramente importante na explicação do endividamento, logo passível de aumentar a capacidade explicativa do modelo. Refira-se, contudo, que a sua não

inclusão foi uma opção assumida em função dos objetivos específicos da investigação, voltados para a influência do fator fiscal na explicação do endividamento.

Sem prejuízo das limitações existentes, este estudo pode servir como ponto de partida para aprofundar o conhecimento e compreensão do impacto do novo enquadramento fiscal do financiamento de 2013 no endividamento das empresas portuguesas. Assim, algumas perspectivas futuras de investigação poderiam passar por alargar o horizonte temporal de análise, contemplar uma análise por setores de atividade ou desenvolver o modelo ora utilizado através da inclusão de mais determinantes do endividamento, como sejam a taxa de juro ou as condições macroeconómicas, que admitam a formulação de outras e mais detalhadas hipóteses de investigação.

6. Bibliografia

- Arnold, J. M., Brys, B., Heady, C., Johansson, Å., Schweltnus, C. e Vartia, L. 2011. Tax policy for economic recovery and growth. *The Economic Journal*, 121(550): 59–80.
- Alworth, J. e Arachi, G. 2001. The effect of taxes on corporate financing decisions: Evidence from a panel of Italian firms. *International Tax and Public Finance*, 8(4): 353–376.
- Bianchi, J. 2011. Overborrowing and systemic externalities in the business cycle. *American Economic Review*, 101(7): 3400-3426.
- Blaufus, K., Kreinacke, M. e Mantei, B. 2015. Interest deductibility restrictions and organizational form. *Journal of Business Research*, 8(1): 3-37.
- Blaylock, B., Gaertner, F. B. e Shevlin, T. 2017. Book-tax conformity and capital structure. *Review of Accounting Studies*, 22(2): 903-932.
- Blouin, J., Core, J. E. e Guay, W. 2010. Have the tax benefits of debt been over- estimated? *Journal of Financial Economics*, 98(2): 195–213.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircug-Kunt, A. e Maksimovic, V. 2001. Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 56(1): 87–130.
- Bordignon, M., Giannini, S. e Panteghini, P. 2001. Reforming business taxation: Lessons from Italy? *International Tax and Public Finance*, 8(2): 191–210.
- Brealey, R., Myers, S. e Allen, F. 2017. *Principles of corporate finance* (12th ed.). New York: McGraw Hill.
- Buettner, T., Overesch, M., Schreiber, U. e Wamser, G. 2009. Taxation and capital structure choice – Evidence from a panel of German multinationals. *Economic Letters*, 105(3): 309-311.
- Buettner, T., Overesch, M. e Wamser, G. 2016. Restricted interest deductibility and multinationals' use of internal debt finance. *International Tax and Public Finance*, 23(5): 785-797.
- Buslei, H. e Simmler, M. 2012. *The impact of introducing an interest barrier: Evidence from the German corporation tax reform 2008*. Discussion Paper no. 1215, DIW Berlin – German Institute for Economic Research, Berlin. https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.402715.de/dp1215.pdf, acedido em 20-05-2018.
- Carlos, A. B. 2010. *Impostos teoria geral* (3.^a ed.). Coimbra: Almedina.
- Cheng, S. R. e Shiu, C. Y. 2007. Investor protection and capital structure: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1): 30-44.
- Cheng, Y. e Green, C. J. 2008. Taxes and capital structure: A study of European companies. *The Manchester School*, 76(1): 85–115.
- Comissão Europeia, 2011. *Growth-friendly tax policies in member states and better tax coordination in the EU*. Annex IV to the communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee of Regions, Annual growth survey 2012, Brussels. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1539601688375&uri=CELEX%3A52011DC0815>, acedido em 15-10-2018.

- Comissão Europeia, 2016. *The effects of tax reforms to address the debt-equity bias on the cost of capital and on effective tax rates*. Taxation paper no. 65, Centre For European Economic Research, Mannheim. https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/taxation_paper_65.pdf, acedido em 24-11-2017.
- Comissão para a Reforma do IRC, 2013. *Relatório final: Uma reforma do IRC orientada para a competitividade, o crescimento e o emprego*. Secretaria de Estado dos Assuntos Fiscais, Lisboa. <https://www.occ.pt/fotos/editor2/relatorioirc.pdf>, acedido em 25-11-2017.
- Danis, A., Rettl, D. A. e Whited, T. M. 2014. Refinancing, profitability, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 114(3): 424–443.
- DeAngelo, H. e Masulis, R. W. 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1): 3-29.
- De Mooij, R. A. 2012. Tax biases to debt finance: Assessing the problem, finding solutions. *Fiscal Studies*, 33(4): 489-512.
- Desai, M. A. e Dharmapala, D. 2015. Interest deductions in a multijurisdictional world. *National Tax Journal*, 68(3): 653-680.
- Desai, M. A., Foley, C. F. e Hines, J. R. 2004. A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets. *The Journal of Finance*, 59(6): 2451–2487.
- Devereux, M. P., Maffini, G. e Xing, J. 2018. Corporate tax incentives and capital structure: New evidence from UK firm-level tax returns. *Journal of Banking and Finance*, 88: 250-266.
- Devereux, M. P., Morkkas, S., Pennock, J. e Wharrad, P. 2006. *Interest deductibility for UK corporation tax*. Working paper, Oxford University Centre for Business Taxation, Oxford. http://eureka.sbs.ox.ac.uk/3518/1/Interest_Deductibility.pdf, acedido em 20-05-2018.
- Dreßler, D. e Scheuering, U. 2012. *Empirical evaluation of interest barrier effects*. Discussion Paper no. 12–046, ZEW — Centre for European Economic Research, Mannheim. <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp12046.pdf>, acedido em 20-05-2018.
- Elliot, W. B., Kant, J. K. e Warr, R. S. 2008. Market timing and the debt-equity choice. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2): 175-197.
- Faccio, M. e Xu, J. 2015. Taxes and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3): 277–300.
- Fama, E. F. e French, K. R. 2002. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1): 1–33.
- Faulkender, M. e Smith, J. M. 2016. Taxes and leverage at multinational corporations. *Journal of Financial Economics*, 122(1): 1-20.
- Feld, L. P., Heckemeyer, J. H. e Overesch, M. 2013. Capital structure choice and company taxation: A meta-study. *Journal of Banking and Finance*, 37(8): 2850-2866.
- Flannery, M. J. e Rangan, K. P. 2006. Partial adjustment toward target capital structure. *Journal of Financial Economics*, 79(3): 469–506.
- Flannery, M. J. e Rangan, K. P. 2008. What caused the bank capital build-up of the 1990s? *Review of Finance*, 12(2): 391–429.
- Frank, M. Z. e Goyal, V. K. 2009. Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1): 1-37.

- Frenkel, J. A., Razin, A. e Sadka, E. 1991. *International taxation in an integrated world*. Cambridge: MIT Press. https://books.google.pt/books?hl=pt-PT&lr=&id=wddqOVZno_AC&oi=fnd&pg=PR9&ots=aNIjq4kubE&sig=0wRMQk4I1z4ZmQVzGSPxNtlquRw&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false, acedido em 12-06-2018.
- Fundo Monetário Internacional, 2009. *Debt bias and other distortions: Crisis-related issues in tax policy*. Policy paper, Fiscal Affairs Department. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/061209.pdf>, acedido em 15-10-2018.
- Givoly, D., Hayn, C., Ofer, A. R., e Sarig, O. 1992. Taxes and capital structure: Evidence from firms' response to the tax reform act of 1986. *Review of Financial Studies*, 5(2): 331-355.
- Graham, J. R. 1996a. Debt and the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, 41(1): 41-73.
- Graham, J. R. 1996b. Proxies for the corporate marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, 42(2): 187-221.
- Graham, J. R. 2003. Taxes and corporate finance: A review. *The Review of Financial Studies*, 16(4): 1075-1129.
- Graham, J. R. e Harvey, C. R. 2001. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3): 187-243.
- Graham, J. R. e Tucker, A. L. 2006. Tax shelters and corporate debt policy. *Journal of Financial Economics*, 81(3): 563-594.
- Graham, J. R., Leary, M. T. e Roberts, M. R. 2015. A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*, 118(3): 658-683.
- Graham, J. R., Lemmon, M. L. e Schallheim, J. S. 1998. Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status. *Journal of Finance*, 53(1): 131-162.
- Gropp, R. E. 2002. Local taxes and capital structure choice. *International Tax and Public Finance*, 9(1): 51-71.
- Gu, G. W., De Mooij, R. e Poghosyan, T. 2015. Taxation and leverage in international banking. *International Tax and Public Finance*, 22(2): 177-200.
- Gupta, S. e Newberry, K. 1997. Determinants of the variability in corporate effective tax rates and tax reform: Evidence from longitudinal data. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16(1): 1-34.
- Hanlon, M. e Heitzman, S. 2010. A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3): 127-178.
- Harris, M. e Raviv, A. 1991. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1): 297-355.
- Heckemeyer, J. H. e De Mooij, R. A. 2017. Taxation and corporate debt: Are banks any different? *National Tax Journal*, 70(1): 53-76.
- Heider, F. e Ljungqvist, A. 2015. As certain as debt and taxes: Estimating the tax sensitivity of leverage from state tax changes. *Journal of Financial Economics*, 118(3): 684-712.
- Hemmelgarn, T. e Teichmann, D. 2014. Tax reforms and the capital structure of banks. *International Tax and Public Finance*, 21(4): 645-693.
- Heyman, D., Deloof, M. e Ooghe, H. 2008. The financial structure of private held Belgian firms. *Small Business Economics*, 30(3): 301-313.

- Huizinga, H., Laeven, L. e Nicodeme, G. 2008. Capital structure and international debt shifting. *Journal of Financial Economics*, 88(1): 80–118.
- Keen, M. e King, J. 2002. The Croatian profit tax: An ACE in practice. *Fiscal Studies*, 23(3): 401–418.
- Keen, M., Klemm, A. e Perry, V. 2010. Tax and the crisis. *Fiscal Studies*, 31(1): 43–79.
- Keuschnigg, C. 2011. The design of capital income taxation: Reflections on the Mirrlees Review. *Fiscal Studies*, 32(3): 437–452.
- Klemm, A. 2007. Allowances for corporate equity in practice. *CESifo Economic Studies*, 53(2): 229–262.
- Lazăr, S. 2014. Determinants of the variability of corporate effective tax rates: Evidence from Romanian listed companies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(4): 113–131.
- Lin, S., Tong, N. e Tucker, A. L. 2014. Corporate tax aggression and debt. *Journal of Banking and Finance*, 40(1): 227–241.
- Maßbaum, A., Klotzkowski, T. e Sureth, C. 2012. The influence of the German interest ceiling rule on entrepreneurial capital structure decisions. *Journal of Business Economics*, 82(12): 1389–1425.
- Martins, A. 2014. O tratamento fiscal dos rendimentos do capital próprio e da dívida: a limitação à dedutibilidade dos encargos financeiros em sede do IRC. Em Universidade de Coimbra, Faculdade de Direito (Eds.), *Boletim de Ciências Económicas*, vol. 57, tomo II: 2119–2142.
- Martins, A. 2015. A dedutibilidade dos gastos e a nova redação do artigo 23.º, n.º 1, do CIRC: Uma nota. *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*, 8(1): 95–114.
- Merlo, V. e Wamser, G. 2014. Debt shifting and thin-capitalization rules. *CESifo DICE Report*, 12(4): 27–31.
- Miller, M. H. 1977. Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32(2): 261–275.
- Milonas, K. 2018. Bank taxes, leverage, and risk. *Journal of Financial Services Research*, 54(2): 145–177.
- Ministério das Finanças, 2012. *Relatório do orçamento do estado para 2013*. Ministério das Finanças, Lisboa. <http://www.dgo.pt/politicaorcamental/OrcamentodeEstado/2013/Proposta%20do%20Or%20C3%A7amento/Documentos%20do%20OE/Rel-2013.pdf>, acedido em 13-11-2017.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3): 261–297.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3): 433–443.
- Mota, A. G., Barroso, C. D., Nunes, J. P. e Ferreira, M. A. 2012. *Finanças da empresa: Teoria e prática* (4.ª ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Myers, S. 1984. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3): 575–592.
- Myers, S. 2001. Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2): 81–102.
- Myers, S. e Majluf, N. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187–221.

- Myers, S., McConnell, J., Petersen, A., Soter, D., Stern, J. 1998. Vanderbilt University roundtable on the capital structure puzzle. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(1): 8-24.
- Nabais, J. C. 2016. *Direito fiscal* (9.^a ed.). Coimbra: Almedina.
- OCDE, 2013a. *Addressing base erosion and profit shifting*. OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264192744-en>, acessado em 21-11-2017.
- OCDE, 2013b. *Action plan on base erosion and profit shifting*. OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264202719-en>, acessado em 21-11-2017.
- OCDE, 2015. *Limiting base erosion involving interest deductions and other financial payments, action 4 - 2015 final report*. OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264241176-en>, acessado em 21-11-2017.
- OCDE, 2016. *Limiting base erosion involving interest deductions and other financial payments, action 4 - 2016 update*. OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264268333-en>, acessado em 14-03-2018.
- Omer, T. C., Molloy, K. H. e Ziebart, D. A. 1991. Measurement of effective corporate tax rates using financial statement information. *Journal of the American Taxation Association*, 13(1): 57-72.
- Overesch, M. e Wamser, G. 2010. Corporate tax planning and thin-capitalization rules: Evidence from a quasi-experiment. *Applied Economics*, 42(5): 563-573.
- Plesko, G. A. 2003. An evaluation of alternative measures of corporate tax rates. *Journal of Accounting and Economics*, 35(2): 201-226.
- Pomerleau, K. e Jahnsen, K. 2017. *Designing a territorial tax system: A review of OECD systems*. Tax Foundation Fiscal Fact no. 554, Washington, DC. <https://files.taxfoundation.org/20170822101918/Tax-Foundation-FF554-8-22.pdf>, acessado em 20-05-2018.
- Portugal, A. M. 2004. *A dedutibilidade dos custos na jurisprudência fiscal portuguesa*. Coimbra: Coimbra Editora.
- Psillaki, M. e Daskalakis, N. 2009. Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 33(3): 319-333.
- Qiao, K. 2013. Government policies and corporate financing decisions in China: Theory and evidence. *Journal of Systems Science and Systems Engineering*, 22(1): 93-111.
- Rajan, R. G. e Zingales, L. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5): 1421-1460.
- Sarkar, S. 2008. Can tax convexity be ignored in corporate financing decisions? *Journal of Banking and Finance*, 32(7): 1310-1321.
- Schindler, D. e Schjelderup, G. 2012. Debt shifting and ownership structure. *European Economic Review*, 56(4): 635-647.
- Song, H. 2005. *Capital structure determinants: An empirical study of Swedish companies*, CESIS Working Paper no. 25, Royal Institute of Technology, Centre of Excellence for Science and Innovation Studies, Estocolmo. <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:565199/FULLTEXT01.pdf>, acessado em 03-06-2018.

Tavares, T. C. 1999. Da relação de dependência parcial entre a contabilidade e o direito fiscal na determinação do rendimento tributável das pessoas coletivas: algumas reflexões ao nível dos custos. *Ciência e Técnica Fiscal*, 396: 7-177.

Tomaz, J. A. 2013. Será sido Portugal o primeiro país a implementar a remuneração convencional do capital próprio? *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*, 5(3): 59-86.

Van Campenhout, G. e Van Caneghem, T. 2013. How did the notional interest deduction affect Belgian SMEs' capital structure? *Small Business Economics*, 40(2): 351-373.

- Legislação

Constituição da República Portuguesa de 2 de abril de 1976, na redação dada pela Lei Constitucional n.º 1/2005, de 12 de agosto.

Tratado da Comunidade Europeia, que se refere à versão consolidada dos Tratados originais (1952 e 1957) com as modificações introduzidas pelas sucessivas alterações. Após o Tratado de Lisboa, passou a designar-se por Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE).

Lei n.º 10-B/1996, de 23 de março.

Lei n.º 60-A/2005, de 30 de dezembro.

Lei n.º 66-B/2012, de 31 de dezembro.

Lei n.º 2/2014, de 16 de janeiro.

Lei n.º 82-B/2014, de 31 de dezembro.

Decreto-Lei n.º 5/1996, de 29 de janeiro.

Decreto-Lei n.º 198/2001, de 3 de julho.

Portaria n.º 184/2002, de 4 de março, com a redação dada pela Lei n.º 55-A/2010, de 31 de dezembro.

Portaria n.º 279/2014, de 30 de dezembro.

- Jurisprudência

Acórdão do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias de 12-12-2002, proferido no âmbito do Proc. n.º C-324/00. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62000CJ0324&from=PT>, acedido em 14-03-2018.

Acórdão do Supremo Tribunal Administrativo de 24-09-2014, proferido no âmbito do Proc. n.º 0779/12. <http://www.dgsi.pt/jsta.nsf/35fbbbf22e1bb1e680256f8e003ea931/6c3dfbcbec2b7f7f80257d5f005091ec?OpenDocument>, acedido em 14-03-2018.

Anexo 1: Art.º 67.º do CIRC – Redação em vigor previamente à sua alteração pela LOE para 2013

Subcapitalização

“1 — Quando o endividamento de um sujeito passivo para com entidade que não seja residente em território português ou em outro Estado -membro da União Europeia com a qual existam relações especiais, nos termos definidos no n.º 4 do artigo 63.º, com as devidas adaptações, for excessivo, os juros suportados relativamente à parte considerada em excesso não são dedutíveis para efeitos de determinação do lucro tributável.

2 — É equiparada à existência de relações especiais a situação de endividamento do sujeito passivo para com um terceiro que não seja residente em território português ou em outro Estado -membro da União Europeia, em que tenha havido prestação de aval ou garantia por parte de uma das entidades referidas no n.º 4 do artigo 63.º

3 — Existe excesso de endividamento quando o valor das dívidas em relação a cada uma das entidades referidas nos números anteriores, com referência a qualquer data do período de tributação, seja superior ao dobro do valor da correspondente participação no capital próprio do sujeito passivo.

4 — Para o cálculo do endividamento são consideradas todas as formas de crédito, em numerário ou em espécie, qualquer que seja o tipo de remuneração acordada, concedido pela entidade com a qual existem relações especiais, incluindo os créditos resultantes de operações comerciais quando decorridos mais de seis meses após a data do respetivo vencimento.

5 — Para o cálculo do capital próprio adiciona-se o capital social subscrito e realizado com as demais rubricas como tal qualificadas pela regulamentação contabilística em vigor, exceto as que traduzem mais-valias ou menos-valias potenciais ou latentes, designadamente as resultantes de reavaliações não autorizadas por diploma fiscal ou da aplicação do método da equivalência patrimonial.

6 — Com exceção dos casos de endividamento perante entidade residente em país, território ou região com regime fiscal claramente mais favorável que conste de lista aprovada por portaria do Ministro das Finanças, não é aplicável o disposto no n.º 1 se, encontrando-se excedido o coeficiente estabelecido no n.º 3, o sujeito passivo demonstrar, tendo em conta o tipo de atividade, o sector em que se insere, a dimensão e outros critérios pertinentes, e tomando em conta um perfil de risco da operação que não pressuponha o envolvimento das entidades com as quais tem relações especiais, que podia ter obtido o mesmo nível de endividamento e em condições análogas de uma entidade independente.

7 — A prova mencionada no número anterior deve integrar o processo de documentação fiscal a que se refere o artigo 130.º”

Anexo 2: Art.º 67.º do CIRC – Redação dada pela LOE para 2013, com entrada em vigor em 1 de janeiro de 2013

Limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento

“1 - Os gastos de financiamento líquidos são dedutíveis até à concorrência do maior dos seguintes limites:

a) (euro) 3 000 000; ou

b) 30 % do resultado antes de depreciações, gastos de financiamento líquidos e impostos.

2 - Os gastos de financiamento líquidos não dedutíveis nos termos do número anterior podem ainda ser considerados na determinação do lucro tributável de um ou mais dos cinco períodos de tributação posteriores, conjuntamente com os gastos financeiros desse mesmo período, observando-se as limitações previstas no número anterior.

3 - Sempre que o montante dos gastos de financiamento deduzidos seja inferior a 30 % do resultado antes de depreciações, gastos de financiamento líquidos e impostos, a parte não utilizada deste limite acresce ao montante máximo dedutível, nos termos da mesma disposição, em cada um dos cinco períodos de tributação posteriores, até à sua integral utilização.

4 - No caso de entidades tributadas no âmbito do regime especial de tributação de grupos de sociedades, o disposto no presente artigo é aplicável a cada uma das sociedades do grupo.

5 - O disposto no presente artigo aplica-se aos estabelecimentos estáveis de entidades não residentes, com as necessárias adaptações.

6 - Sempre que o período de tributação tenha duração inferior a um ano, o limite previsto na alínea a) do n.º 1 é determinado proporcionalmente ao número de meses desse período de tributação.

7 - O disposto no presente artigo não se aplica às entidades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal nem às sucursais em Portugal de instituições de crédito e outras instituições financeiras ou empresas de seguros com sede em outro Estado membro da União Europeia.

8 - Para efeitos do presente artigo, consideram-se gastos de financiamento líquidos as importâncias devidas ou associadas à remuneração de capitais alheios, designadamente juros de descobertos bancários e de empréstimos obtidos a curto e longo prazos, juros de obrigações e outros títulos assimilados, amortizações de descontos ou de prémios relacionados com empréstimos obtidos, amortizações de custos acessórios incorridos em ligação com a obtenção de empréstimos, encargos financeiros relativos a locações financeiras, bem como as diferenças de câmbio provenientes de empréstimos em moeda estrangeira, deduzidos dos rendimentos de idêntica natureza.”

Nota: Deve ter-se em atenção a disposição transitória prevista no n.º 2 do art.º 192.º da LOE para 2013:

“2 - Nos períodos de tributação iniciados entre 2013 e 2017, o limite referido na alínea b) do n.º 1 do artigo 67.º do Código do IRC, sem prejuízo do limite máximo dedutível previsto no n.º 3 do mesmo artigo, é de 70 % em 2013, 60 % em 2014, 50 % em 2015, 40 % em 2016 e 30 % em 2017.”

**Anexo 3: Art.º 67.º do CIRC – *Redação dada pela Lei da Reforma do IRC para 2014,
com entrada em vigor em 17 de janeiro de 2014
(os n.ºs não assinalados mantiveram a redação anterior, embora com renumeração)**

Limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento

“1- Os gastos de financiamento líquidos concorrem para a determinação do lucro tributável até ao maior dos seguintes limites:*

a) (euro) 1 000 000; ou

b) 30 % do resultado antes de depreciações, amortizações, gastos de financiamento líquidos e impostos.

2- Os gastos de financiamento líquidos não dedutíveis nos termos do número anterior podem ainda ser considerados na determinação do lucro tributável de um ou mais dos cinco períodos de tributação posteriores, após os gastos de financiamento líquidos desse mesmo período, observando-se as limitações previstas no número anterior.*

3- Sempre que o montante dos gastos de financiamento deduzidos seja inferior a 30 % do resultado antes de depreciações, amortizações, gastos de financiamento líquidos e impostos, a parte não utilizada deste limite acresce ao montante máximo dedutível, nos termos da alínea b) do n.º 1, até ao 5.º período de tributação posterior.*

4- Para efeito do disposto nos n.ºs 2 e 3, consideram-se em primeiro lugar os gastos de financiamento líquidos não dedutíveis e a parte não utilizada do limite referido no número anterior que tenham sido apurados há mais tempo.*

5- Nos casos em que exista um grupo de sociedades sujeito ao regime especial previsto no artigo 69.º, a sociedade dominante pode optar, para efeitos da determinação do lucro tributável do grupo, pela aplicação do disposto no presente artigo aos gastos de financiamento líquidos do grupo nos seguintes termos:*

a) O limite para a dedutibilidade ao lucro tributável do grupo corresponde ao valor previsto na alínea a) do n.º 1, independentemente do número de sociedades pertencentes ao grupo ou, quando superior, ao previsto na alínea b) do mesmo número, calculado com base no resultado consolidado antes de depreciações, amortizações, gastos de financiamento líquidos e impostos, relativo à totalidade das sociedades que o compõem;

b) Os gastos de financiamento líquidos de sociedades do grupo relativos aos períodos de tributação anteriores à aplicação do regime e ainda não deduzidos apenas podem ser considerados, nos termos do n.º 2, até ao limite previsto no n.º 1 correspondente à sociedade a que respeitem, calculado individualmente;

c) A parte do limite não utilizado, a que se refere o n.º 3, por sociedades do grupo em períodos de tributação anteriores à aplicação do regime apenas pode ser acrescido nos termos daquele número ao montante máximo dedutível dos gastos de financiamento líquidos da sociedade a que respeitem, calculado individualmente;

d) Os gastos de financiamento líquidos de sociedades do grupo, bem como a parte do limite não utilizado a que se refere o n.º 3, relativos aos períodos de tributação em que seja aplicável o regime, só podem ser utilizados pelo grupo, independentemente da saída de uma ou mais sociedades do grupo.

6- A opção da sociedade dominante prevista no número anterior deve ser mantida por um período mínimo de três anos, a contar da data em que se inicia a sua aplicação.*

7*- *A opção mencionada no n.º 5 deve ser comunicada à Autoridade Tributária e Aduaneira através do envio, por transmissão eletrónica de dados, da declaração prevista no artigo 118.º, até ao fim do 3.º mês do período de tributação em que se pretende iniciar a respetiva aplicação.*

8*- *O previsto nos n.ºs 2 e 3 deixa de ser aplicável quando se verificar, à data do termo do período de tributação em que é efetuada a dedução ou acrescido o limite que, em relação àquele a que respeitam os gastos de financiamento líquidos ou a parte do limite não utilizada, se verificou a alteração da titularidade de mais de 50 % do capital social ou da maioria dos direitos de voto do sujeito passivo, salvo no caso de ser aplicável o disposto no n.º 9 do artigo 52.º ou obtida autorização do membro do Governo responsável pela área das finanças em caso de reconhecido interesse económico, mediante requerimento a apresentar na Autoridade Tributária e Aduaneira, no prazo previsto no n.º 14 do artigo 52.º*

9 - *O disposto no presente artigo aplica-se aos estabelecimentos estáveis de entidades não residentes, com as necessárias adaptações.*

10 - *Sempre que o período de tributação tenha duração inferior a um ano, o limite previsto na alínea a) do n.º 1 é determinado proporcionalmente ao número de meses desse período de tributação.*

11*- *O disposto no presente artigo não se aplica às entidades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal, às sucursais em Portugal de instituições de crédito e outras instituições financeiras ou empresas de seguros, e às sociedades de titularização de créditos constituídas nos termos do Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro.*

12 - *Para efeitos do presente artigo, consideram-se gastos de financiamento líquidos as importâncias devidas ou associadas à remuneração de capitais alheios, designadamente juros de descobertos bancários e de empréstimos obtidos a curto e longo prazos, juros de obrigações e outros títulos assimilados, amortizações de descontos ou de prémios relacionados com empréstimos obtidos, amortizações de custos acessórios incorridos em ligação com a obtenção de empréstimos, encargos financeiros relativos a locações financeiras, bem como as diferenças de câmbio provenientes de empréstimos em moeda estrangeira, deduzidos dos rendimentos de idêntica natureza.*

13*- *Para efeitos do presente artigo, o resultado antes de depreciações, amortizações, gastos de financiamento líquidos e impostos é o apurado na contabilidade, corrigido de:*

a) *Ganhos e perdas resultantes de alterações de justo valor que não concorram para a determinação do lucro tributável;*

b) *Imparidades e reversões de investimentos não depreciáveis ou amortizáveis;*

c) *Ganhos e perdas resultantes da aplicação do método da equivalência patrimonial ou, no caso de empreendimentos conjuntos que sejam sujeitos passivos de IRC, do método de consolidação proporcional;*

d) *Rendimentos ou gastos relativos a partes de capital às quais seja aplicável o regime previsto nos artigos 51.º e 51.º-C;*

e) *Rendimentos ou gastos imputáveis a estabelecimento estável situado fora do território português relativamente ao qual seja exercida a opção prevista no n.º 1 do artigo 54.º-A;*

f) *A contribuição extraordinária sobre o setor energético.”*