ISCTE IUL
REPOSITÓRIO
INSTITUTO UNIVERSITÁRIO DE LISBOA

Repositório ISCTE-IUL

Deposited in *Repositório ISCTE-IUL*:
2023-07-25

Deposited version:
Accepted Version

Peer-review status of attached file:
Peer-reviewed

Citation for published item:
Fonseca, D. & Dias, P. (2019). O impacto do novo enquadramento fiscal do financiamento de 2013 no endividamento. In Rocha, Á., Pedrosa, I., Cota, M. P., and Goncalves, R. (Ed.), 2019 14th Iberian Conference on Information Systems and Technologies (CISTI) . Coimbra: IEEE.

Further information on publisher's website:
10.23919/CISTI.2019.8760767

Publisher's copyright statement:
This is the peer reviewed version of the following article: Fonseca, D. & Dias, P. (2019). O impacto do novo enquadramento fiscal do financiamento de 2013 no endividamento. In Rocha, Á., Pedrosa, I., Cota, M. P., and Goncalves, R. (Ed.), 2019 14th Iberian Conference on Information Systems and Technologies (CISTI) . Coimbra: IEEE., which has been published in final form at https://dx.doi.org/10.23919/CISTI.2019.8760767. This article may be used for non-commercial purposes in accordance with the Publisher's Terms and Conditions for self-archiving.

Use policy

Creative Commons CC BY 4.0
The full-text may be used and/or reproduced, and given to third parties in any format or medium, without prior permission or charge, for personal research or study, educational, or not-for-profit purposes provided that:

- a full bibliographic reference is made to the original source
- a link is made to the metadata record in the Repository
- the full-text is not changed in any way

The full-text must not be sold in any format or medium without the formal permission of the copyright holders.

Serviços de Informação e Documentação, Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL)
Av. das Forças Armadas, Edifício II, 1649-026 Lisboa Portugal
Phone: +(351) 217 903 024 | e-mail: administrador.repositorio@iscte-iul.pt
https://repositorio.iscte-iul.pt

O Impacto do Novo Enquadramento Fiscal do Financiamento de 2013 no Endividamento

The Impact of the New Tax Framework for Corporate Financing of 2013 on Leverage

Resumo — **O novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento introduzido no Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (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. 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. 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.

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. 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. 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.

I. INTRODUÇÃO

O presente estudo 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 [2]. Como tal, 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 foi promover a redução do endividamento excessivo da economia [37], 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.

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, 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, o travão ao crescimento de empresas emergentes com acesso restrito a fundos alheios, e a erosão das bases tributárias e consequente redução das receitas fiscais.

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

Perante esta factualidade, 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. Portugal não é exceção, sendo que a alteração mais recente e significativa neste âmbito foi operada pela Lei do Orçamento do Estado (LOE) para 2013, com a criação de um novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento, consagrado no artigo (art.º) 67.º do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC), que substituiu o regime de subcapitalização até então em vigor.

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 Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (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.

II. Revisão de Literatura

A. Dedutibilidade

A aplicação concreta do número (n.º) 1 do art.º 23.º do CIRC assenta na relação dos gastos com a atividade empresarial como condição primordial para a respetiva dedutibilidade. 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 alínea (al.) c). Com efeito, 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].

B. Estrutura de capital

Sendo uma temática amplamente estudada, a estrutura de capital não tem uma definição única devido à heterogeneidade de resultados dos estudos científicos que têm sido realizados nas últimas décadas, não existindo ainda uma base teórica sólida que explique como é que as empresas tomam as suas decisões de financiamento e de distribuição de resultados. A referência de [40] ao puzzle da estrutura de capital mantém-se, por isso, atual.

Não obstante a grande maioria dos estudos científicos definir a estrutura de capital como a combinação entre capitais próprios e capitais alheios utilizada pela empresa para financiar os seus ativos [6], certo é que ainda não se chegou a um consenso relativamente à teoria que melhor define, especificamente, a proporção ótima de cada um deles na estrutura de capital das empresas.

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 destaque o estudo pioneiro de [38], no qual os autores, tendo por base os pressupostos do mercado de capitais perfeito (sem impostos, custos de agência, 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. Anos mais tarde, [39] 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. Defendida por [13], a teoria do *trade-off* assume particular importância por dar ênfase ao papel dos impostos no processo de tomada de decisões de financiamento das empresas e, consequentemente, na definição das suas estruturas de capital. Por sua vez, a teoria da *pecking-order*, com origem nos trabalhos de [40] e [41], 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.

C. As formas de financiamento empresarial e o fator fiscal

Apesar do tratamento fiscal de juros se assumir como um dos vários os fatores que podem influenciar as decisões de financiamento das empresas [6], parecendo as mesmas responder aos incentivos fiscais [21], a verdade é que este entendimento não é unânime, especialmente no que se refere ao seu grau de relevância [26]. De qualquer forma, 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 [36]. De resto, as evidências empíricas dos estudos realizados por [21] e [9] sugerem que o *debt bias* conduziu a um endividamento significativamente superior ao que existiria sob um tratamento fiscal neutral. [14] alerta que os seus custos económicos podem ser muito maiores do que seria expectável.

D. Medidas adotadas sobre a dedutibilidade dos juros

Dos principais regimes propostos no sentido de eliminar o tratamento fiscal preferencial, destacam-se o *Allowance for Corporate Equity* (ACE) e o *Comprehensive Business Income Tax* (CBIT), ambos com implicações económicas marcadamente diferentes. Defendido por [32] e [14], o ACE mantém a dedutibilidade dos juros em sede de tributação das empresas, permitindo igualmente deduzir uma remuneração convencional do capital próprio [47]. 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. Ainda assim, estudos como os de [5], [31] e [33] 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 passam a ser tributados. [14] 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.

Entre ambos os regimes surge uma solução intermédia, que tem vindo a ser crescentemente acolhida. São as chamadas medidas de limitação à dedutibilidade dos juros, agrupadas pela Comissão Europeia (2016) em três categorias: métodos *arm's length*, as *earnings stripping rules* e as *fixed ratio rules*. Os métodos *arm's lengh* baseiam-se no princípio da plena concorrência para avaliar se os juros objeto de dedução relativamente a operações financeiras com entidades relacionadas são excessivos para efeitos fiscais. As denominadas *earnings stripping rules* impõem uma restrição geral à dedução de gastos de financiamento líquidos (GFL) com base num teto correspondente a determinada medida de resultados [a imposição de uma percentagem de 30% do *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) tem sido solução recorrente]. Em muitos casos, contemplam igualmente um limite mínimo até ao qual todos os GFL são dedutíveis. 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.

E. Alterações legislativas – A Evolução recente em Portugal

Presente no ordenamento jurídico português desde 1996, o regime de subcapitalização sofreu várias alterações, aditamentos e remunerações até ser revogado em 2013. Em traços gerais, a norma de subcapitalização então em vigor impunha limites à aceitação dos juros relacionados com o endividamento do sujeito passivo junto de qualquer entidade residente fora da União Europeia (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.

Em 2013 o art.º 67.º do CIRC foi profundamente alterado no sentido contemplar um novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento líquidos (GFL) até à concorrência do maior dos seguintes limites: três milhões de euros (que passou a um milhão após 2014) ou 30% do EBITDA. A norma prevê um mecanismo de reporte, segundo o qual os gastos de financiamento considerados excessivos num determinado período de tributação podem ser dedutíveis nos cinco períodos seguintes, desde que, conjuntamente com os GFL desse mesmo período, não ultrapassem os limites acima referidos. 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.

F. Hipóteses de investigação

Partindo da existência de uma associação negativa entre o endividamento e a taxa efetiva média de imposto, espera-se que o novo 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: H_1: O endividamento está negativamente associado à taxa efetiva média de imposto; H_2: O novo enquadramento fiscal do financiamento mitigou a associação negativa entre o endividamento e a taxa efetiva média de imposto; H_3: O endividamento diminuiu após a entrada em vigor do novo enquadramento fiscal do financiamento; H_4: 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.

III. 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 triénios (2010-2012 e 2014-2016), de modo a poder aferir o impacto do novo regime de limitação à dedutibilidade dos gastos de financiamento. 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 [25], [1].

A. Recolha de dados e seleção da amostra

Atendendo à escassez de informação oficial em matéria fiscal, 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-se assim a informação financeira. Todos os dados necessários para a investigação foram recolhidos na base de dados *Bureau van Dijk's Amadeus* para os anos de 2010 a 2016, excluindo 2013.

O processo de seleção da amostra iniciou-se com as 184,264 empresas nacionais com contas não consolidadas disponíveis para os anos supramencionados. Destas, excluíram-se 2,987 instituições de crédito e empresas de seguros por estarem fora do âmbito de aplicação da norma em apreço, bem como 13 entidades da Administração Pública. Eliminaram-se 147,259 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, foram descartadas 33,362 empresas sem resultados financeiros negativos superiores a um milhão de euros em pelo menos um dos seis anos. À semelhança do procedimento adotado por [25] no seu estudo, seguiu-se a exclusão de 429 empresas com uma taxa efetiva média de IRC negativa ou superior a 100% em qualquer um dos seis anos. Sucedeu-se a eliminação de 9 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 2 empresas sem endividamento nos seis anos abarcados pelo estudo, sem relevância para a problemática da investigação. Por último, desconsideraram-se 40 empresas cujos valores de qualquer das variáveis foram identificados como *outliers*.

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, relativos aos triénios 2010-2012 e 2014-2016. Tal como [3] fazem no seu estudo, é utilizado um grupo de controlo (42 empresas) e um grupo experimental (121 empresas). 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.

B. Definição das variáveis

1) 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. A maioria dos estudos utiliza tão somente uma medida de endividamento e concentra-se no endividamento total ou de longo prazo, de que são exemplos os estudos de [3] e [27]. Considerando que o novo regime abrange os gastos de financiamento inerentes ao endividamento total (tanto de curto como de longo prazo), a variável dependente adotada será o

Leverage (LEV), correspondente ao rácio entre o endividamento total e o total do ativo (ambos valores contabilísticos). [46] entendem ser este o rácio que fornece uma definição mais apropriada de endividamento financeiro.

2) As variáveis independentes e de controlo

O modelo integra duas variáveis independentes e três variáveis de controlo, comummente encontradas em modelos empíricos do endividamento.

A *Average Effective Tax Rate* (AETR) corresponde à taxa efetiva média de IRC, que constitui a variável independente referente aos incentivos fiscais ao endividamento. Apesar 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 [24], aspeto que enfraquece a sua capacidade de ser uma medida de política fiscal, estudos recentes revelam que é nela que muitas empresas se baseiam para tomar decisões relativas à estrutura de capital [15]. De acordo com [34], existe uma grande heterogeneidade quanto à sua definição e fórmula de cálculo entre os diversos estudos realizados, sobretudo relacionada com os vários denominadores do rácio usados como base tributável. [42] e [43] identificam três categorias de medidas em função da classificação de rendimento usadas como denominador: o Resultado Antes de Impostos (RAI) ou outro tipo de resultado [por exemplo, o *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT)], os fluxos de caixa operacionais e o lucro tributável estimado. Por contemplar a influência de distorções fiscais, como sejam os gastos de financiamento, [34] considera que a utilização do RAI como medida do rendimento no denominador pode não ser apropriada quando o objetivo da investigação é interpretar o impacto dessas distorções na taxa efetiva de imposto das empresas. 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, a AETR será medida pelo rácio entre os gastos de impostos e o EBIT [25], [40], [45].

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

A *Depreciation* (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 fiscal das depreciações. Tal como nos estudos de [9] e de [18], será medida pelo rácio entre os gastos com depreciações e o total do ativo, tratando-se de uma variável de controlo. Prevê-se a existência de uma associação negativa entre ambos, à semelhança da encontrada na maior parte dos estudos empíricos [20], [17] e [9].

O *Firm size* (SIZE) representa a dimensão da empresa medida pelo logaritmo natural do total do ativo, à semelhança de [30], [28] e [25]. Em geral, como referem [29], empresas maiores tendem a ser mais estáveis e a apresentar menor risco, logo podem ter um maior nível de endividamento. Com base nas duas principais teorias (*trade-off* e *pecking-order*), 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 [30], [12], [35], [23], [27].

Enquanto proxy para a rentabilidade, o *Return on Assets* (ROA) representa o desempenho da empresa em termos da capacidade de gerar resultados. Será calculada pelo rácio entre o EBIT e o total do ativo [14]. [12] 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*. A primeira conjetura uma relação positiva entre ambos, 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 [8]. A segunda prevê uma relação negativa, uma vez que as empresas com maior capacidade para gerar resultados têm maior capacidade de autofinanciamento [44]. Espera-se encontrar uma associação negativa entre a rentabilidade e o endividamento, atendendo a que a mesma é estabelecida nos estudos de diversos autores, entre os quais [46], [4] e [22].

C. 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 através do SPSS. À exceção da *dummy* LDGF, variável explicativa constante ao longo do tempo, para o período pré-alteração do regime, são consideradas as médias das variáveis relativas ao triénio 2010-2012, e para o período pós alteração do regime, são consideradas as médias 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 da seguinte forma:

$$PRÉ_LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 AETR_{it} + \beta_2 LDGF_i + \beta_3 DEPR_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} \quad (1)$$

$$PÓS_LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 AETR_{it} + \beta_2 LDGF_i + \beta_3 DEPR_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} \quad (2)$$

onde: i = empresa; t = triénio 2010-2012 (1) ou 2014-2016 (2); ε = termo de erro.

IV. RESULTADOS

A. *Estatísticas descritivas*

A Tab. I mostra as estatísticas descritivas de todas as variáveis (com exceção da *dummy* LDGF) para a amostra segmentadas em dois grupos, de acordo com o horizonte temporal das equações (1) e (2).

TABLE I. PARÂMETROS ESTATÍSTICOS DE SÍNTESE

Painel A: Triénio 2010-2012						
Variável	**N.º de observações**	**Média**	**Desvio padrão**	**Mínimo**	**Mediana**	**Máximo**
PRÉ-LEV	163	0.5001	0.2587	0.0001	0.4934	0.9843
AETR	163	0.1468	0.0815	0.0007	0.1324	0.3451
DEPR	163	0.0342	0.0225	0.0000	0.0322	0.1170
SIZE	163	11.4458	0.8992	9.4345	11.3935	14.5316
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**
PÓS-LEV	163	0.4379	0.2448	0.0000	0.4138	0.9810
AETR	163	0.1702	0.0796	0.0001	0.1709	0.3698
DEPR	163	0.0358	0.0247	0.0000	0.0322	0.1031
SIZE	163	11.4007	0.9000	9.2963	11.3799	13.6664
ROA	163	0.0825	0.0600	-0.0496	0.0673	0.2483

Pela análise do Painel A constata-se que o nível médio de endividamento das empresas que integram a amostra no triénio 2010-2012 é de 50.01%. 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 o Painel B, relativo ao triénio 2014-2016, constata-se que o nível médio de endividamento baixou após 2013 (- 6.22%). 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%). Relativamente aos incentivos fiscais ao endividamento, medidos pela AETR, cabe mencionar que esta apresenta um valor médio de 14.68% no triénio pré-alteração do regime, verificando-se um aumento de 2.34 p.p. (de 17.02%). No que respeita às demais variáveis, dos Painéis A e B não resultam variações relevantes dos seus parâmetros.

A Fig. 1 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 Tab. I.

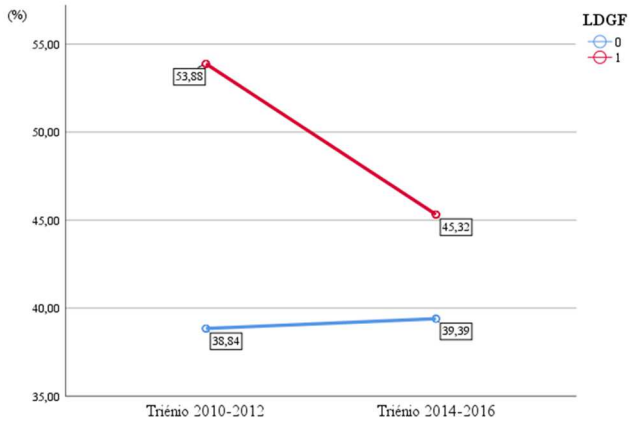

Figure 1. Nível médio de endividamento nos triénios por valor da LDGF

B. *Correlações*

Por forma a averiguar a existência de associação entre as seis variáveis do modelo é utilizada a matriz de correlações de *Pearson* (conforme Tab. II).

TABLE II. COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO DE PEARSON

Painel A: Triénio 2010-2012						
Variável	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) PRÉ-LEV	1.000					
(2) AETR	**-0.456*** **	1.000				
(3) LDGF	**0.255*** **	-0.061	1.000			
(4) DEPR	**0.116***	**0.206*** **	0.072	1.000		
(5) SIZE	**-0.213*** **	**0.337*** **	**0.344*** **	0.030	1.000	
(6) 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) PÓS-LEV	1.000					
(2) AETR	**-0.455*** **	1.000				
(3) LDGF	**0.106***	0.034	1.000			
(4) DEPR	**0.206*** **	**0.256*** **	0.085	1.000		
(5) SIZE	**-0.257*** **	**0.259*** **	**0.268*** **	0.021	1.000	
(6) ROA	-0.007	**0.358*** **	0.091	**0.386*** **	-0.007	1.000

Nota: *** e * denotam significância estatística com o nível de significância de 0.01 e 0.1, respetivamente.

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, estão em consonância com o sentido das associações esperado, exceção feita ao SIZE e à DEPR. 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. Finalmente, resta notar que apenas metade das correlações existentes entre os determinantes do endividamento em ambos os triénios têm significância estatística.

C. Análise multivariada

A análise multivariada é realizada através de modelo de regressão linear múltipla composto pelas equações (1) e (2), cuja estimação com base nos dados da amostra conduziu aos resultados apresentados na Tab. III.

TABLE III. ESTIMAÇÃO DO NÍVEL MÉDIO DE ENDIVIDAMENTO

Variável	Sinal previsto	PRÉ-LEV	PÓS-LEV
		Coeficiente (Erro padrão)	Coeficiente (Erro padrão)
AETR	-	-1.540*** (0.258)	-1.571*** (0.223)
LDGF	+	0.166*** (0.042)	0.077** (0.038)
DEPR	-	1.840** (0.793)	3.098*** (0.698)
SIZE	+	-0.046** (0.022)	-0.046** (0.019)
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***

Nota: ***, ** e * denotam significância estatística com o nível de significância de 0.01, 0.05 e 0.1, respetivamente.

Os outputs obtidos evidenciam que o modelo utilizado é significativo na sua globalidade, tendo as cinco variáveis escolhidas 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. Todos os coeficientes de regressão são estatisticamente significantes, com exceção do referente ao ROA no triénio 2014-2016, mas nenhum dos coeficientes das três variáveis de controlo tem o sinal previsto em qualquer das equações. Os coeficientes da DEPR são inesperadamente positivos e muito elevados, podendo dizer-se que esta variável está mais a funcionar como uma *proxy* para o investimento do que para os incentivos fiscais não relacionados com a dívida. O coeficiente associado ao SIZE é negativo e igual nos dois triénios, contrariando a previsão de uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o endividamento das teorias do *trade-off* e da *pecking-order*. Em conformidade com a relação positiva entre rentabilidade e endividamento sugerida pela teoria do *trade-off*, o ROA apresenta um coeficiente positivo no triénio 2010-2012.

Começamos por destacar os coeficientes negativos associados à AETR que vão de encontro à associação negativa com o endividamento conjeturada na hipótese H_1, consequentemente validada. O coeficiente da equação (1) 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 (2), 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 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 em 0.031. 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.

Em ambas as equações, a constante 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, não ter uma leitura prática (apenas valor preditivo, conjugada com as demais variáveis do modelo), a verdade é que comparar o valor da constante 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 (2) é superior em 0.026 à da equação (1), pelo que o valor do referido ponto de partida aumenta no triénio 2014-2016. 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, note-se 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. Confirma-se, portanto, a esperada associação positiva entre a aplicabilidade do novo regime e o endividamento. Todavia, paralelamente ao sinal do coeficiente, cumpre sublinhar que o seu valor na equação (2) é inferior ao obtido na equação (1), observando-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.

D. Teste de robustez

A avaliação da robustez dos resultados apresentados para o modelo base é realizada através estimação de um segundo modelo de regressão centrado na variação do comportamento do endividamento entre 2014 e 2012. A equação do modelo de robustez é representada da seguinte forma:

$$\Delta LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta AETR_{it} + \beta_2 LDGF_i + \beta_3 \Delta DEPR_{it} + \beta_4 \Delta SIZE_{it} + \beta_5 \Delta ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

onde: Δ = diferença entre os valores da variável de 2014 e de 2012; i = empresa; t = anos de 2012 e 2014; ε = termo de erro.

Na Tab. IV apresentam-se os resultados da estimação da equação (3) com base nos dados da amostra.

TABLE IV. ESTIMAÇÃO DA VARIAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO 2014/2012

Variável	Sinal evidenciado[a)]	ΔLEV
		Coeficiente (Erro padrão)
ΔAETR	-	-0.138* (0.078)
LDGF	-	-0.034** (0.014)
ΔDEPR	+	-0.458 (0.630)
ΔSIZE	N/A	0.138*** (0.032)
ΔROA	-	-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 *F*		16.242***

Notas: [a)] Sinal da diferença dos coeficientes evidenciados na Tab. III [equação (1) - equação (2)].
***, ** e * denotam significância estatística com o nível de significância de 0.01, 0.05 e 0.1, respetivamente.

O modelo de robustez é significativo na sua globalidade, tem uma capacidade explicativa da variação do endividamento 2014/2012 de 32.0% e todos os coeficientes de regressão são estatisticamente significantes, exceto nos casos da constante e da ΔDEPR. Os outputs reiteram a análise efetuada no modelo base, designadamente, no que se refere à validade das hipóteses H_1 e H_4 e à não confirmação da hipótese H_2. A ΔSIZE tem um coeficiente estimado de sinal positivo que aponta para uma variação no mesmo sentido da ΔLEV, *ceteris paribus*, evidência não obtida a partir do modelo base.

V. CONCLUSÕES

Os 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, confirmando que a norma teve um impacto imediato nas decisões de financiamento dessas empresas. Em ambos os triénios, elas registam níveis médios de endividamento superiores aos das empresas excluídas do novo regime, *ceteris paribus*, pelo que é encontrada uma associação positiva entre a aplicabilidade do novo regime e o endividamento, embora enfraquecida no triénio 2014-2016. De sublinhar a consistência com os resultados obtidos pelos autores [7] e [16] nos seus estudos sobre as medidas implementadas na Alemanha.

No entanto, as evidências 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.

Resumindo, em concordância com a teoria do *trade-off*, e tal como conclui [21], 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 [9].

No que concerne 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, a qual reflete desde logo 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 [39]. 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. A verdade é que as alterações na taxa efetiva média de IRC verificadas após 2013 não resultaram exclusivamente do novo regime de limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento. Ao impor limites gerais à dedutibilidade fiscal dos GFL, seria expectável que o mesmo fizesse aumentar o lucro tributável das empresas e, com isso, houvesse um aumento da taxa efetiva média de IRC. Contudo, é plausível admitir que os efeitos da descida 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) tenham contribuído para mitigar significativamente, ou mesmo anular, o impacto do novo regime ao nível da taxa efetiva média de IRC e, consequentemente, ao nível da associação negativa entre a mesma e o endividamento.

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 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.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

[1] Arnold, J. M., Brys, B., Heady, C., Johansson, Å., Schwellnus, C. e Vartia, L. 2011. Tax policy for economic recovery and growth. The Economic Journal, 121(550): 59–80.

[2] Blaufus, K., Kreinacke, M. e Mantei, B. 2015. Interest deductibility restrictions and organizational form. Journal of Business Research, 8(1): 3-37.

[3] Blaylock, B., Gaertner, F. B. e Shevlin, T. 2017. Book-tax conformity and capital structure. Review of Accounting Studies, 22(2): 903-932.

[4] Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. e Maksimovic, V. 2001. Capital structures in developing countries. Journal of Finance, 56(1): 87–130.

[5] Bordignon, M., Giannini, S. e Panteghini, P. 2001. Reforming business taxation: Lessons from Italy? International Tax and Public Finance, 8(2): 191–210.

[6] Brealey, R., Myers, S. e Allen, F. 2017. Principles of corporate finance (12th ed.). New York: McGraw Hill.

[7] 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, Berlim.

https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.402715.de/dp1215.pdf, acedido em 20-05-2018.

[8] Cheng, S. R. e Shiu, C. Y. 2007. Investor protection and capital structure: International evidence. Journal of Multinational Financial Management, 17(1): 30-44.

[9] Cheng, Y. e Green, C. J. 2008. Taxes and capital structure: A study of European companies. The Manchester School, 76(1): 85–115.

[10] 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.

[11] 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.

[12] Danis, A., Rettl, D. A. e Whited, T. M. 2014. Refinancing, profitability, and capital structure. Journal of Financial Economics, 114(3): 424–443.

[13] DeAngelo, H. e Masulis, R. W. 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. Journal of Financial Economics, 8(1): 3-29.

[14] De Mooij, R. A. 2012. Tax biases to debt finance: Assessing the problem, finding solutions. Fiscal Studies, 33(4): 489-512.

[15] 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.

[16] 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.

[17] 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.

[18] Faulkender, M. e Smith, J. M. 2016. Taxes and leverage at multinational corporations. Journal of Financial Economics, 122(1): 1-20.

[19] 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.

[20] 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.

[21] Graham, J. R. 2003. Taxes and corporate finance: A review. The Review of Financial Studies, 16(4): 1075–1129.

[22] Graham, J. R. e Tucker, A. L. 2006. Tax shelters and corporate debt policy. Journal of Financial Economics, 81(3): 563–594.

[23] 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.

[24] 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.

[25] 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.

[26] Hanlon, M. e Heitzman, S. 2010. A review of tax research. Journal of Accounting and Economics, 50(2-3): 127-178.

[27] Heckemeyer, J. H. e De Mooij, R. A. 2017. Taxation and corporate debt: Are banks any different? National Tax Journal, 70(1): 53-76.

[28] 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.

[29] Hemmelgarn, T. e Teichmann, D. 2014. Tax reforms and the capital structure of banks. International Tax and Public Finance, 21(4): 645-693.

[30] Heyman, D., Deloof, M. e Ooghe, H. 2008. The financial structure of private held Belgian firms. Small Business Economics, 30(3): 301-313.

[31] Keen, M. e King, J. 2002. The Croatian profit tax: An ACE in practice. Fiscal Studies, 23(3): 401 418.

[32] Keuschnigg, C. 2011. The design of capital income taxation: Reflections on the Mirrlees Review. Fiscal Studies, 32(3): 437–452.

[33] Klemm, A. 2007. Allowances for corporate equity in practice. CESifo Economic Studies, 53(2): 229–262.

[34] 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.

[35] Lin, S., Tong, N. e Tucker, A. L. 2014. Corporate tax aggression and debt. Journal of Banking and Finance, 40(1): 227-241.

[36] 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.

[37] 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%C3%A7amento/Documentos%20do%20OE/Rel-2013.pdf, acedido em 13-11-2017.

[38] 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.

[39] 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.

[40] Myers, S. 1984. The capital structure puzzle. The Journal of Finance, 39(3): 575-592.

[41] 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.

[42] 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.

[43] Plesko, G. A. 2003. An evaluation of alternative measures of corporate tax rates. Journal of Accounting and Economics, 35(2): 201–226.

[44] Psillaki, M. e Daskalakis, N. 2009. Are the determinants of capital structure country or firm specific? Small Business Economics, 33(3): 319–333.

[45] 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.

[46] 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.

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