

Utilização do benefício fiscal da remuneração convencional do capital social pelas empresas portuguesas

Sérgio Ravara Cruz¹

 <https://orcid.org/0000-0002-4454-2800>

E-mail: sergio.cruz@ua.pt

Cesário Soares¹

 <https://orcid.org/0000-0003-3207-7742>

E-mail: cesario.soares10@ua.pt

¹ Universidade de Aveiro, Instituto Superior de Contabilidade e Administração, Aveiro, Portugal

Recebido em 11.12.2021 – Desk aceite em 04.02.2022 – 2ª versão aprovada em 21.04.2022

Editor-Chefe: Fábio Frezatti

Editora Associada: Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

RESUMO

O objetivo deste artigo foi analisar a utilização do benefício fiscal da remuneração convencional do capital social (RCCS) pelas empresas portuguesas e perceber a influência das políticas fiscais nas suas tomadas de decisão de financiamento. A maioria dos estudos assenta na relação do financiamento por capitais alheios com a fiscalidade, em que se encontraram evidências de que os benefícios fiscais influenciam a estrutura de capitais das empresas. Existe ausência de estudos em empresas portuguesas. O artigo é relevante ao acrescentar a variável do aumento de capital, porque em alguns países, em particular Portugal, há incentivos fiscais, também, pela via do financiamento através de capitais próprios. Desse modo, esta investigação proporciona resultados da opção pelas empresas portuguesas pelo financiamento por capitais próprios antes e após alterações fiscais que incentivam sua utilização. O estudo empírico foi realizado através de inquérito por questionário, sendo a amostra composta por 324 empresas portuguesas com atividade económica. O artigo contribui para o estudo da relação do financiamento pela via dos capitais próprios com a lei fiscal existente em Portugal. O benefício fiscal da RCCS não tem sido suficiente para as empresas alterarem sua política de financiamento quando têm de optar entre recorrer a capital alheio e efetuar novas entradas pelos detentores de capital. No entanto, esse incentivo tem proporcionado a redução do capital alheio, através da sua conversão em capital, e o aumento do capital pela incorporação do lucro gerado, podendo essas práticas constituírem oportunidades de planeamento fiscal. Apesar de existir a percepção que a aceitação dos juros como gasto fiscal favorece o financiamento das empresas por meio de capitais alheios, há o reconhecimento que esse benefício incentiva a capitalização das empresas e o seu financiamento através de capitais próprios, em alternativa a capitais alheios, sobretudo nas médias empresas.

Palavras-chave: estrutura de capital, benefício fiscal, financiamento, remuneração convencional, capital social.

Endereço para correspondência

Sérgio Ravara Cruz

Universidade de Aveiro, Instituto Superior de Contabilidade e Administração
Rua Associação Humanitária dos Bombeiros Voluntários de Aveiro – 3810-902
Aveiro – Portugal



1. INTRODUÇÃO

Este artigo pretende analisar a utilização do benefício fiscal da Remuneração Convencional do Capital Social (RCCS) pelas empresas portuguesas e perceber a influência das políticas fiscais nas suas tomadas de decisão de financiamento. Para o efeito utilizamos como metodologia de recolha de dados o inquérito por questionário respondido por 324 empresas portuguesas com atividade económica. Sua divulgação foi articulada com as associações empresariais e esteve disponível para resposta durante um mês do ano 2021.

Por um lado, Lewellen e Lewellen (2011) afirmam que o impacto dos impostos sobre as decisões de financiamento e investimento há muito é estudado (Princen, 2012). Por outro lado, Beattie et al. (2006) e Heider e Ljungqvist (2015) referem que o entendimento das estruturas de capitais das empresas ainda está inacabado, visto ser uma temática complexa e multidimensional. Por isso, Fama (2011) identifica o desafio de produzir evidências sobre como os impostos influenciam as decisões de financiamento das empresas.

Graham (2003) considera que os impostos afetam as decisões de estrutura de capital, a forma organizacional e de reestruturação, a política de pagamentos e de compensações e o risco de gestão. Os impostos são um fator essencial do mundo dos negócios e devem ser integrados na análise das decisões das empresas. Porém, não se vislumbra consenso em como esses afetam as decisões de investimento e financiamento (Chen & Frank, 2016). Para Graham (2013), a maioria dos estudos sobre seu impacto assume que a fonte marginal de financiamento é o capital próprio e que os dividendos são corrigidos exogenamente.

A maioria dos estudos assenta na relação do financiamento por capitais alheios com a fiscalidade, em que se encontraram evidências de que os benefícios fiscais influenciam a estrutura de capitais das empresas (Gordon & Lee, 2001; Graham, 2000; MacKie-Masson, 1990). Por isso, consideramos relevante analisar o financiamento por capital próprio, área em que destacamos os estudos de An (2012), na China, e Silva et al. (2019), no Brasil.

2. TEORIAS RELACIONADAS COM A ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

As teorias relacionadas com o financiamento das empresas começaram a ser estudadas por Durand (1952), ganhando outras proporções com Modigliani e Miller (1958, 1963).

Durand (1952) defendeu a existência de uma estrutura ótima de capital capaz de maximizar o valor da empresa. No seu modelo, o custo do capital alheio é inferior ao do capital próprio, atendendo a que o custo do financiamento junto de terceiros constitui uma componente negativa do resultado fiscal. O endividamento ótimo seria aquele em que, através do seu aumento, a empresa atingiria o menor custo de capital possível e, por conseguinte, aumentaria seu valor [como citado em Nascimento (2012)].

Modigliani e Miller (1958) defenderam que o custo de capital da empresa é independente do nível de endividamento, ou seja, consideraram que seu valor é função dos retornos esperados (fluxos de caixa futuros) e dos riscos do negócio. Porém, essa ideia baseou-se num mercado perfeito, o que acarretou inúmeras críticas [como citado em Nascimento (2012)]. Por conseguinte, Modigliani e Miller (1963) reestruturaram esse estudo, considerando a influência da redução da carga fiscal no valor da empresa [como citado em Nascimento (2012)].

Jensen e Meckling (1976) sugerem o recurso ao endividamento como via de diminuir os custos de agência. A eliminação desses custos esteve na génese

do desenvolvimento da teoria da agência, para a qual salientamos as contribuições, nomeadamente, de Ang (1991), Diamond (1989), Harris e Raviv (1991) e Jensen e Meckling (1976).

A assimetria de informação é outro fator que afeta a política de financiamento das empresas, dado que os gestores têm informações desconhecidas dos investidores. Nesse sentido, e para tentar colmatar esse fator, surgiu a teoria da sinalização, disposta por Ross (1977), sendo também abordada por Leland e Pyle (1977), na qual os investidores tendem a considerar o endividamento um sinal de qualidade das empresas.

Miller (1977) teve em consideração a carga fiscal sobre os detentores de capital alheio e os impostos pessoais alusivos aos sócios/acionistas. Com efeito, o autor introduziu no seu modelo o efeito fiscal, quer sobre as empresas, quer sobre quem as financia, no qual o objetivo da empresa é maximizar o rendimento disponível a distribuir pelos investidores e não somente a minimização da sua carga fiscal. Dessa forma, a reação dos investidores reflete-se no comportamento da oferta e da procura no mercado da dívida definido pelo autor.

Longe de serem unânimes, os estudos de Durand (1952), Miller (1977) e Modigliani e Miller (1958, 1963) representam um marco na investigação sobre a estrutura de capital das empresas, abrindo espaço para o surgimento

e o desenvolvimento de novos estudos e teorias. Surgiram, então, duas teorias modernas da estrutura de capital: *pecking order* e *trade-off*.

A teoria do *pecking order*, também conhecida como teoria da hierarquia das fontes, foi proposta, inicialmente, por Myers (1984) e, posteriormente, abordada por Myers e Majluf (1984). Essa teoria teve como pressuposto a existência de uma assimetria de informações entre os gestores e os investidores em que os primeiros têm informações privilegiadas a respeito dos riscos, dos retornos dos investimentos ou das oportunidades de crescimento das empresas sob sua gestão. Desse modo, as empresas seguem uma ordem hierárquica de preferência por tipos de financiamentos das suas atividades. Primordialmente recorrem ao autofinanciamento (utilização dos lucros gerados pela empresa), seguindo-se o capital alheio e, por último, através de recursos captados por meio de emissão de novas ações (mercado).

A teoria do *trade-off*, também conhecida como teoria do equilíbrio, estabelece que as empresas procuram uma estrutura ótima de capital em que possa haver uma combinação entre os capitais próprios e os alheios capaz de maximizar seu valor e minimizar seus custos relacionados com o endividamento, considerando a dedutibilidade, para efeito fiscal, dos custos de financiamento. Segundo essa teoria, as empresas deveriam aumentar o endividamento até que os valores dos encargos financeiros aceites fiscalmente fossem exatamente compensados pelo aumento do valor presente dos custos das dificuldades financeiras (Brealey et al., 2008). Vieira (2010) realça que o equilíbrio se obtém quando os custos de falência são equivalentes aos gastos de endividamento aceites fiscalmente, apontando para a existência de uma ótima estrutura de capital. A partir desse ponto, o aumento do endividamento resultará na diminuição do valor da empresa.

3. O FATOR FISCAL NAS TOMADAS DE DECISÃO DE FINANCIAMENTO: ALGUNS ESTUDOS EMPÍRICOS

Os impostos, potencialmente, afetam as decisões e as políticas reais das empresas, no entanto, a ordem de importância ainda é considerada, por exemplo por Hanlon e Heitzman (2010), uma questão aberta na literatura. Na literatura, há evidências entre a relação das decisões de estrutura de capital e os incentivos fiscais proporcionados às empresas [por exemplo, Auerbach (2002) e Graham (2008)].

Pohlmann (2005) constatou, numa amostra com as 500 maiores empresas brasileiras durante os períodos de 2001 a 2003, que o nível de tributação afeta a decisão quanto à estrutura de capital e que a relação se dá no mesmo sentido, ou seja, quanto maior a incidência tributária, maior será o endividamento.

Beattie et al. (2006) investigaram as empresas cotadas do Reino Unido, sendo essas heterogêneas na sua estrutura de capitais, e concluíram que as diferenças institucionais têm um impacto significativo nas decisões de financiamento. As teorias modernas da estrutura de capital (*trade-off* e *pecking order*) contribuem para a prática da tomada de decisão, embora certos aspectos dessas sejam refutados (Beattie et al., 2006).

Reinhard (2011) analisou a influência dos impostos e das mudanças fiscais introduzidas pela reforma fiscal do ano 2000 sobre as decisões de financiamento e de investimento, através de uma amostra de 135 empresas alemãs cotadas em bolsa, para o período de 1996 a 2005. O autor verificou a existência de aumento da influência dos impostos sobre as decisões de financiamento e investimento após essa reforma. Porém, as empresas não

ajustaram, deliberadamente, suas estruturas financeiras com intuito somente de reduzir o pagamento de impostos, mas, pelas regulações fiscais específicas do país, a par do domínio dos bancos inseridos no sistema financeiro alemão, atendendo ao risco de falência e à economia fiscal.

Durante o período 2000-2005, Overesch e Voeller (2011) investigaram o efeito da diferença na tributação da dívida e financiamento de património em estruturas de capital, sendo o foco empresas de 23 países europeus (Alemanha, Áustria, Bélgica, Chéquia, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Países Baixos, Hungria, Irlanda, Islândia, Itália, Letónia, Luxemburgo, Noruega, Polónia, Portugal, Reino Unido, Suíça). Do estudo resultaram evidências de que as estruturas de capital de empresas de menor dimensão tendem a responder fortemente às mudanças no benefício fiscal da dívida.

Boulton et al. (2012) estudaram o impacto fiscal produzido pela Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995, sobre a modalidade de distribuição de dinheiro aos acionistas: dividendos e juros sobre capital próprio. A amostra foi composta por todas as empresas não financeiras listadas na Bovespa no período de 1996 a 2007. Os autores concluíram que a carga tributária é menor quando há pagamentos de juros sobre o capital próprio relativamente ao pagamento de dividendos, dado o incentivo de deduzir esses juros no apuramento do resultado fiscal da empresa.

A teoria financeira recomenda alinhar o tratamento tributário da dívida e do capital próprio (Hebous & Ruf,

2017). Alguns países introduziram o modelo *allowance for corporate equity* (ACE), tendo como intuito atingir a neutralidade fiscal – atribui dedutibilidade fiscal semelhante ao retorno sobre o capital próprio e à despesa com juros (Hebous & Ruf, 2017; Princen, 2012). Princen (2012) encontrou fortes evidências do impacto da tributação sobre as políticas de dívidas das empresas. Com efeito, propõe uma nova abordagem para a temática, aproveitando a reforma tributária de 2006, na Bélgica, que se caracteriza pela introdução de um benefício fiscal sobre a detenção de capital.

Nessa linha, salientamos o estudo realizado por An (2012), com a aprovação de uma lei de tributação na China, em 2007, que considera, igualmente, o financiamento por capitais próprios, tendo concluído que a fiscalidade tem papel preponderante na tomada de decisão relativamente à estrutura de capitais, não se cingindo as decisões à teoria financeira moderna.

De Mooij (2012) enumera as primeiras experiências com variantes de ACE, entre as quais se destacam países como a Croácia, a Áustria e a Itália. Essas foram, posteriormente, abandonadas, salientando que, à data, estariam em vigor variantes na Bélgica [tal como mencionado por Princen (2012)], Brasil e Letónia. Segundo Kock e Gérard (2018) e Tomaz (2012), a Letónia adotou um modelo ACE em 2009 e a Itália retomou a experiência em 2011, sendo que, no período de 1997 a 2003, tinha aplicado uma versão reduzida do sistema, característica dos sistemas de tributação dual. Os estudos realizados por Klemm (2007) apresentam a sequência temporal da adoção dos modelos ACE, a qual serviu de base para a elaboração da Tabela 1.

Tabela 1

A sequência temporal da adoção dos modelos allowance for corporate equity (ACE)

	Introdução	Vigência
Portugal	1986	1986-1987
	2008	Em vigor
Croácia	1994	1994-2000
Brasil	1996	Em vigor
Itália	1997	1997-2003
	2011	Em vigor
Áustria	2000	2000-2004
Bélgica	2006	Em vigor
Letónia	2009	2009-2014

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme Tabela 1, o ACE existe igualmente no Brasil. Portal e Laureano (2017) analisaram se o modelo brasileiro reduz *the debt tax bias*, especificamente se o efeito do tratamento contínuo dos juros sobre o capital próprio afeta

negativamente o nível de alavancagem financeira, tendo concluído que tal fato aumenta *the debt tax bias*. Para os autores, o ACE produz um efeito rebote na assunção de risco e na estrutura de capital, sendo semelhante em empresas com diferentes níveis de restrições financeiras, e alertam poder haver “efeito clientela ACE” devido à heterogeneidade nas preferências fiscais dos acionistas.

Silva et al. (2019) concluíram que a maioria das empresas brasileiras não conhece o benefício do bônus de adimplência fiscal, dada a inexistência e/ou falha na divulgação realizada pelos órgãos competentes desse incentivo.

Hebous e Ruf (2017) estudaram os efeitos da adoção do modelo ACE no financiamento da dívida, investimento passivo e investimento ativo de empresas multinacionais com sede na Alemanha. Os resultados sugerem que esse modelo reduz o índice de endividamento de afiliadas multinacionais e aumenta os empréstimos intragrupo, porém, não tem efeitos sobre o investimento de produção. Todavia, para os autores, a implementação de um modelo ACE unilateral constitui uma oportunidade de planeamento fiscal, através de uma estrutura que combina os benefícios do próprio modelo com deduções de juros.

Pfaffermayr et al. (2013) identificam uma interação positiva entre a tributação das empresas e sua idade. O impacto da tributação na dívida das empresas aumenta ao longo da sua longevidade. Primeiramente, verificaram a existência de uma relação positiva entre a tributação e o nível de endividamento de uma empresa, sugerindo que o sistema tributário fornece um estímulo sistemático para a maior alavancagem financeira. Seguidamente, obtiveram evidência de que a idade da empresa tem impacto negativo nas proporções da dívida, o que revela que as empresas mais antigas são menos dependentes do endividamento do que as mais jovens. Por fim, observaram uma relação positiva entre a tributação e a idade das empresas, isto é, o índice de endividamento das mais antigas é afetado mais intensamente por uma redução nas taxas de imposto do que nas mais jovens.

Feld et al. (2013) concluíram que as decisões da estrutura de capitais são afetadas positivamente pelos impostos, sendo o efeito quantitativamente relevante. As taxas dos impostos estão correlacionadas com as estruturas de capitais, o que sugere que as empresas podem aumentar seu valor por meio da escolha ótima de dívida.

Faccio e Xu (2015) afirmam que a tributação desempenha um papel significativo na escolha da estrutura de capital das empresas. Para os autores, as instituições tendem a aumentar a alavancagem financeira após o aumento dos impostos diretos das empresas ou após o incremento da taxa sobre os dividendos na esfera dos acionistas (Liapis et al., 2020).

Kramer (2015) analisou como a estrutura acionista afeta a relação entre a fiscalidade e a estrutura de capitais das empresas escandinavas. Seu estudo equacionou a heterogeneidade das empresas. O autor concluiu que o aumento na tributação sobre essas empresas afeta positivamente a relação dívida/ativos e que esse efeito é mais forte para as empresas que têm seu capital concentrado. Paralelamente, o autor refere que a propriedade desempenha um papel preponderante ao controlar outros determinantes potencialmente importantes da relação entre a fiscalidade das empresas e a estrutura de capital.

Clemente-Almendros e Sogorb-Mira (2016) testaram se a explicação dos incentivos fiscais relacionados com a estrutura de capital é aplicável a empresas cotadas na bolsa de valores espanhola durante o período 2007-2013. Os autores concluíram que as taxas marginais de imposto afetam as políticas de endividamento dessas empresas, e a existência de benefícios fiscais não relacionados com a dívida constitui uma alternativa ao seu uso, operando como uma espécie de “abrigo fiscal”.

Rezende (2018) considera que, no contexto brasileiro, existem indícios de que os incentivos fiscais tenham impacto direto positivo na estrutura de capital, no nível de investimento permanente e nos resultados das empresas. Todavia, não é possível inferir se esse impacto é, ou não, marginal. Devido aos incentivos fiscais e ao peso da carga tributária, os gestores são incentivados a despendem esforços na prática de planejamento fiscal

para os impostos sobre o valor agregado das empresas, dado que esse imposto tem impacto direto sobre o capital circulante dessas, porque tem seu vencimento mensal enquanto os impostos sobre o lucro podem ser pagos por estimativa mensal ou trimestral.

Vaz da Fonseca et al. (2020) formularam a hipótese que a legislação fiscal incentiva o uso de capital alheio e analisaram se o benefício fiscal decorrente das dívidas – gasto do juro aceite – tem efeito positivo na estrutura de capital das empresas brasileiras. Para o efeito, analisaram 259 empresas não financeiras no Brasil, no período de 2008 a 2018, por meio de regressão com dados em painel dinâmico. Os autores concluíram que: existe um efeito positivo da dívida na estrutura de capital; a tributação constitui um incentivo sistemático para salvaguardar uma maior alavancagem; e as empresas brasileiras, apesar do peso da carga tributária do país, não aproveitam ao máximo os benefícios fiscais da dívida.

Jin (2021), baseado na teoria do *trade-off*, estudou de que forma a agressividade fiscal sobre as empresas chinesas afeta a utilização do capital alheio. O autor encontrou evidências empíricas que suportam de forma robusta que a agressividade fiscal pode conduzir à redução da utilização da dívida e que essa associação está condicionada pelo tamanho e pela lucratividade da empresa. Ao focar nas empresas chinesas, nas quais o controle da propriedade do governo é mais relevante e persistente, é perceptível que a propriedade do governo ajuda a fortalecer a associação anteriormente mencionada.

4. LEGISLAÇÃO FISCAL PORTUGUESA APLICÁVEL AO FINANCIAMENTO EMPRESARIAL

Em Portugal, o financiamento por capital próprio ou alheio tem implicações fiscais.

4.1 Capital Alheio

De acordo com os n. 1 e 2, alínea c), do artigo 23º do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC) (Autoridade Tributária e Aduaneira, 2021a), os gastos de natureza financeira concorrem negativamente para a determinação do lucro tributável. Não obstante, existe uma limitação específica prevista na alínea m) do n. 1 do artigo 23º-A do CIRC, relativamente aos juros de suprimentos feitos pelos sócios à sociedade, na parte em que excedam a taxa definida pela Portaria n. 279/2014, de 30 de dezembro. Existe, igualmente, um limite global de dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos, previsto no artigo 67º do CIRC,

que será o maior de entre: a) 1.000.000,00 EUR; ou b) 30% do EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) fiscal.

4.2 Capital Próprio

Em Portugal, existe um benefício fiscal para o financiamento pela via do capital próprio – RCCS. Esse incentivo vigorou em 1986 e 1987, no período de 2008 a 2013, passando a constar do artigo 41º-A do Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF) (Autoridade Tributária e Aduaneira, 2021b), a partir de 2014, reforçando a pretensão do Estado português de que exista maior financiamento por essa via. Da Tabela 2 consta a evolução desse benefício após inclusão no EBF (Autoridade Tributária e Aduaneira, 2021b).

Tabela 2

Evolução do artigo 41º-A do Estatuto dos Benefícios Fiscais (Autoridade Tributária e Aduaneira, 2021b) – Remuneração convencional do capital social (RCCS)

	Financiamento por capital próprio realizado até 2016	Financiamento por capital próprio realizado em 2017	Financiamento por capital próprio realizado a partir de 2018
Âmbito subjetivo	Micro, pequena ou média empresa residente em Portugal	Qualquer empresa residente em Portugal	Qualquer empresa residente em Portugal
Participantes elegíveis na realização do capital	Pessoas singulares, sociedades de capital de risco ou investidores de capital de risco	Pessoas singulares e pessoas coletivas	Pessoas singulares e pessoas coletivas
Forma de realização do capital elegível	Dinheiro	Dinheiro e espécie – Conversão de suprimentos ou empréstimos de sócios realizados a partir de 01.01.2017	Dinheiro e espécie – Conversão de suprimentos ou empréstimos de sócios realizados a partir de 01.01.2017; conversão de créditos de terceiros gerados a partir de 01.01.2018; lucros gerados no próprio exercício, desde que o registo do aumento de capital se realize até à entrega da declaração de rendimentos (modelo 22) desse período.
Benefício fiscal	5% do capital elegível	7% do capital elegível	7% do capital elegível
Limites	Máximo do benefício fiscal durante sua duração = 200.000 EUR (regras de <i>minimis</i>)	Montante máximo do capital elegível = 2 000 000 EUR	Montante máximo do capital elegível = 2.000.000 EUR
Duração do benefício	Quatro anos (ano de realização mais três anos seguintes)	Seis anos (ano de realização mais cinco anos seguintes)	Seis anos (ano de realização mais cinco anos seguintes)

Fonte: Adaptada de Cruz (2018, p. 30).

5. ESTUDO EMPÍRICO

O estudo empírico assenta num inquérito por questionário para a recolha de dados, sendo a amostra constituída por 324 empresas portuguesas. As questões de investigação são: (i) As empresas portuguesas aproveitam o benefício fiscal da RCCS?; (ii) Qual a percepção sobre a influência das políticas fiscais na tomada de decisão de financiamento?

5.1 Objetivos e Metodologia

A investigação visa analisar a utilização do benefício fiscal da RCCS pelas empresas portuguesas e, igualmente, perceber a influência das políticas fiscais na tomada de decisão de financiamento das empresas portuguesas.

Para o efeito, recorreremos à utilização de um inquérito por questionário, metodologia que permite organizar, normalizar e controlar os dados para que as informações procuradas possam ser recolhidas rigorosamente [por exemplo Fortin (2009) e Lakatos e Marconi (2010)]. O questionário foi validado através de um pré-teste que

consiste num conjunto de verificações feitas de forma a confirmar que esse é verdadeiramente aplicável com êxito, no que respeita a dar resposta efetiva às questões (Baptista e Sousa, 2011). Segundo esses autores, uma análise preliminar dos resultados obtidos permite ao investigador, designadamente, dar início a algumas interpretações possíveis e eliminar ou aprimorar perguntas que em nada estão relacionadas com a investigação. Assim, o pré-teste teve a colaboração de um inquirido da população e por um investigador na área da fiscalidade.

O inquérito foi construído através da plataforma digital FormsUA, da Universidade de Aveiro, divulgado com auxílio das associações empresariais, e ficou disponível para preenchimento no período de 13/04/2021 a 10/05/2021, dividido em duas partes. Na primeira, recolhemos dados sobre a entidade inquirida. A segunda parte do inquérito permitiu recolher informação para alcançarmos os objetivos da investigação, cujo conteúdo relacionamos, na Tabela 3, com os assuntos abordados.

Tabela 3

Relação entre as questões da segunda parte do inquérito por questionário e a revisão da literatura

Questão	Objetivo	Tópico artigo	Autor
1. Indique a forma de financiamento privilegiada pela empresa até 2013. 2. Indique a forma de financiamento privilegiada pela empresa no período de 2014 a 2020.	Recolher informação sobre a escolha de opção de financiamento da empresa.	2	Brealey et al. (2008), Durand (1952), Miller (1977), Modigliani e Miller (1958, 1963), Myers (1984), Myers e Majluf (1984)
3. Conhecimento da RCCS 3.1. Sabe da existência do benefício fiscal da RCCS previsto no EBF? 3.2. Indique a forma como soube da existência da RCCS. 3.3. Identifique seu nível de conhecimento sobre a RCCS.	Aferir o conhecimento dos inquiridos acerca do conhecimento e divulgação do benefício fiscal da RCCS previsto no EBF.	3	De Mooij (2012), Klemm (2007), Kock e Gérard (2018), Princen (2012), Silva et al. (2019), Tomaz (2012)
4. Utilização da RCCS 4.1. Sua empresa já usufruiu do benefício fiscal da RCCS? 4.2. A empresa usufruiu da RCCS em que momento? 4.3. Indique o(s) ano(s). 4.4. Indique a forma.	Analisar a estrutura de capital das empresas portuguesas antes do artigo 41º-A do EBF. Aferir o efeito do artigo 41º-A do EBF na definição da estrutura de capital.	3 e 4	Cruz (2018), Hebous e Ruf (2017), Pfaffermayr et al. (2013), Tomaz (2012)
5. Estudo de perceção 5.1. O limite de dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos influencia o tipo de financiamento da sua empresa. 5.2. O limite de dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos influencia o valor do financiamento por capitais alheios da sua empresa. 5.3. A aceitação dos juros como gasto fiscal é um fator favorável para privilegiar o financiamento das empresas através de capitais alheios. 5.4. O limite de dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos é um fator favorável para reduzir o financiamento das empresas através de capitais alheios. 5.5. O benefício fiscal da RCCS influencia no tipo de financiamento da sua empresa. 5.6. O benefício fiscal da RCCS influencia o valor do financiamento por capitais próprios da sua empresa. 5.7. O retorno fiscal da RCCS é um fator favorável para privilegiar o financiamento das empresas através de capitais próprios. 5.8. A tomada de decisão de financiamento na sua empresa é afetada pelos aspetos fiscais na esfera dos investidores.	Analisar a influência das políticas fiscais na tomada de decisão de financiamento das empresas. Analisar a estrutura de capital das empresas portuguesas até à introdução do artigo 41º-A do EBF. Aferir o efeito do artigo 41º-A do EBF na definição da estrutura de capital das empresas.	1 e 3	An (2012), Beattie et al. (2006), Boulton et al. (2012), Clemente-Almendros e Sogorb-Mira (2016), Faccio e Xu (2015), Gordon e Lee, (2001), Graham (2000), Hebous e Ruf (2017), Jin (2021), Kramer (2015), MacKie-Masson (1990), Overesch e Voeller (2011), Portal e Laureano (2017); Reinhard (2011), Rezende (2018), Silva et al. (2019), Tomaz (2012), Vaz Da Fonseca et al. (2020)

EBF = Estatuto dos Benefícios Fiscais; RCCS = remuneração convencional do capital social.

Fonte: *Elaborada pelos autores.*

Os dados foram analisados com recurso ao Microsoft Excel e ao *software* estatístico IBM SPSS V.26. Na Tabela 4 apresentamos a síntese do tratamento estatístico.

Tabela 4

Tratamento estatístico dos dados recolhidos via inquérito por questionário

Descrição	Tratamento estatístico
Caracterização da amostra e do respondente	Análise de variáveis qualitativas A análise de variáveis qualitativas passou pelo estudo das contagens ou proporções de cada uma das realizações ou classes da variável em estudo. Tal exige à partida métodos não paramétricos, dado que a distribuição amostral raramente é explicada convenientemente por distribuições de probabilidade contínuas (Maróco, 2018). Análise de frequências absolutas e relativas As frequências absolutas indicam o número de vezes que se observou o valor na amostra, representadas em valor; as frequências relativas representam a proporção de valores iguais na amostra, apresentadas em percentagem (Hall et al., 2011).

Tabela 4

Cont.

Descrição	Tratamento estatístico
Forma de financiamento privilegiada pela empresa	Testes não paramétricos Os testes não paramétricos não exigem, à partida, conhecimento da distribuição amostral, devendo, então, ser aplicados como alternativa aos testes paramétricos (Marôco, 2018). No tratamento dos dados, realizamos o teste binomial, o teste do qui-quadrado, o teste de Friedman e o teste de Mann-Whitney. Teste binomial (nível de significância de 0,05) Aplica-se a uma amostra independente em que a variável qualitativa é dicotômica; compara as frequências observadas com as que se espera obter numa distribuição nominal (Pestana & Gageiro, 2014).
Conhecimento da RCCS	Teste qui-quadrado (nível de significância de 0,05) O teste do qui-quadrado de Pearson só pode ser aplicado com rigor quando se verificam todas as seguintes condições: tamanho da amostra superior a 20, todas as células tenham frequência esperada superior a 1 e quando pelo menos 80% das células tenham frequências esperadas superiores ou iguais a 5 (Marôco, 2018; Pestana & Gageiro, 2014). Porém, quando os pressupostos de aplicação não forem satisfeitos, pode-se recorrer a outros testes do qui-quadrado, designadamente o teste exato de Fisher, como sugerem Hill e Hill (2002), Marôco (2018) e Pestana e Gageiro (2014), sendo potente quando se pretende comparar duas amostras independentes de pequena dimensão quanto a uma variável nominal dicotômica, agrupadas em tabelas de contingência do tipo 2 x 2 (Marôco, 2018).
Utilização da RCCS	Teste de Friedman (nível de significância de 0,01) Pode ser utilizado quando existem três ou mais condições de emparelhamento, nas quais cada variável é classificada numa escala de nível pelo menos ordinal (Pestana & Gageiro, 2014). Os autores referem que, após a aplicação do teste, as classificações mais elevadas correspondem às formas de financiamento menos privilegiadas.
Gestão fiscal – Estudo de percepção	Teste de Mann-Whitney É um teste que permite a comparação entre duas amostras independentes, de dimensões n_1 e n_2 , sendo alternativo ao teste t para duas amostras independentes. Com esse teste, comparamos o centro de localização das duas amostras como forma de detetar diferenças entre essas (Regra, 2010).

RCCS = remuneração convencional do capital social.

Fonte: Elaborada pelos autores.

5.2 Apresentação e Análise dos Resultados

Esse ponto tem como propósito apresentar e interpretar os resultados obtidos através do nosso inquérito por questionário.

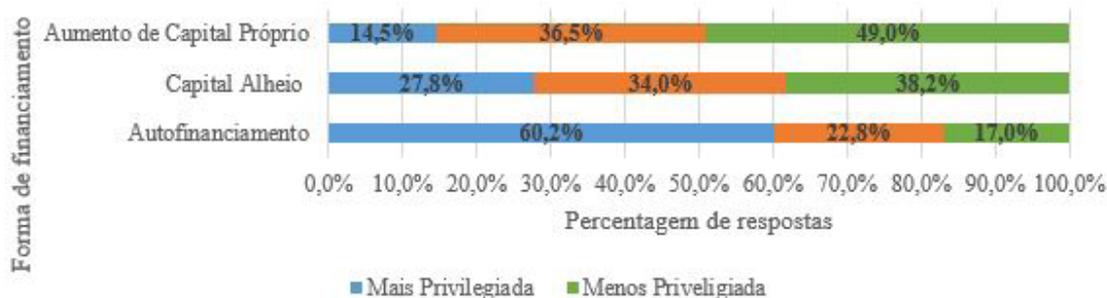
5.2.1 Caracterização da amostra e do respondente

A amostra da nossa investigação é constituída por 324 empresas portuguesas que exercem, a título principal, atividade com finalidade lucrativa. As empresas respondentes são principalmente microempresas (cerca de 62% da amostra), sendo que o número total de micro, pequenas e médias empresas corresponde a 91%. De referenciar que o setor dos serviços é o mais representado (50%), sendo o setor agrícola, silvícola ou pecuária o menos representado (4%).

Os indivíduos da empresa que responderam ao inquérito foram 52% do género feminino e 48% do género masculino. Cerca de um quarto dos respondentes exerce o cargo de técnico de contabilidade e, aproximadamente, um quinto a função de contabilista certificado. Outros cargos estão igualmente representados, como os de administrador/gerente, diretor financeiro/administrativo, gestor, assim como auditores. Dos respondentes, 48% são licenciados, sendo que 41% têm pós-graduação, mestrado ou doutoramento.

5.2.2 Forma de financiamento privilegiada pela empresa

Nas empresas constituídas até 2013 (Figura 1), cerca de 60% privilegiou, até esse ano, o autofinanciamento, sendo que quase metade das empresas utilizou o aumento de capital próprio como última fonte de financiamento.

**Figura 1** Forma de financiamento privilegiada pelas empresas até 2013 para as constituídas até esse ano

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Figura 2 apresenta a preferência dessas empresas para o período 2014-2020. Apesar das alterações legislativas introduzidas em Portugal, verificamos que no período

de 2014 a 2020, a forma de financiamento privilegiada por essas empresas permaneceu inalterada.

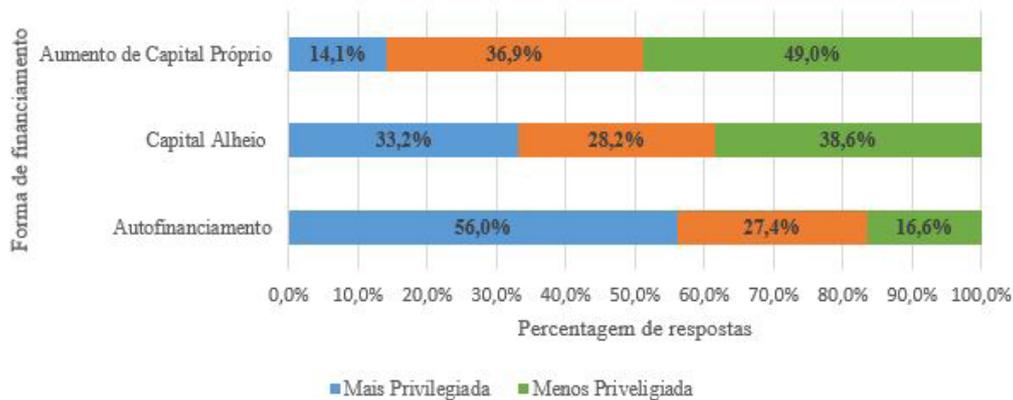


Figura 2 Forma de financiamento privilegiada pelas empresas entre 2014 e 2020 para empresas constituídas até 2014

Fonte: Elaborada pelos autores.

A maioria das empresas constituídas em 2014 ou após privilegia o autofinanciamento. A Figura 3 evidencia que,

ao contrário das empresas mais antigas, mais de metade tem o capital alheio como última fonte de financiamento.

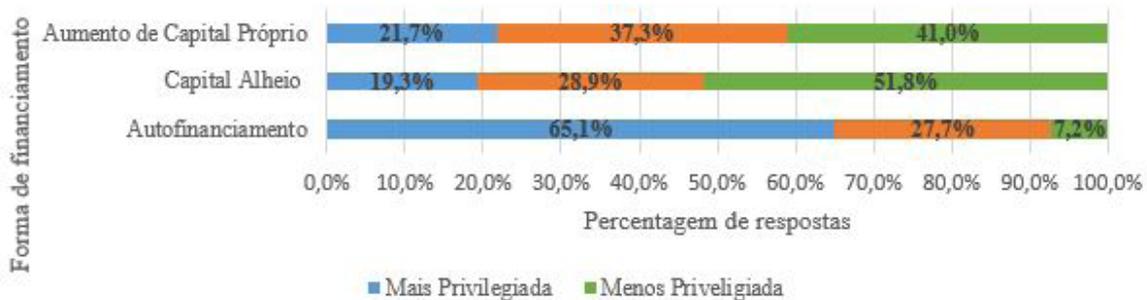


Figura 3 Forma de financiamento privilegiada pelas empresas constituídas em 2014 ou após e até 2020

Fonte: Elaborada pelos autores.

Numa análise global às empresas da amostra, essas têm preferência pela utilização dos seus próprios fundos, ou seja, significa que o resultado líquido do período (RLP) não distribuído como lucro e que seja convertível em

liquidez é utilizado como fonte principal. No caso de não serem suficientes, a maioria recorre, principalmente, à alternativa do capital alheio, sendo a hipótese do aumento de capital uma última solução (Figura 4).

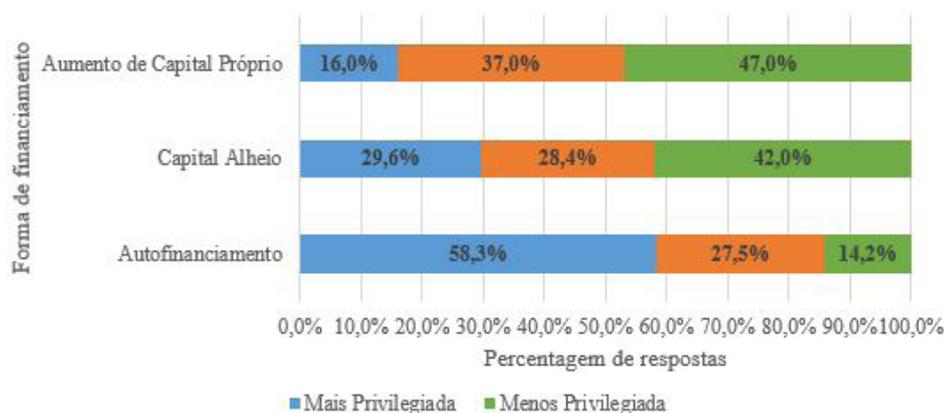


Figura 4 Forma de financiamento global das empresas

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para analisarmos a preferência das empresas da nossa amostra, recorreremos ao teste de Friedman. Para o efeito, formulamos as seguintes hipóteses:

H_0 : não há diferença na preferência da forma de financiamento das empresas até 2013.

H_a : há diferença na preferência da forma de financiamento das empresas até 2013.

Tabela 5

Teste de Friedman para as preferências de financiamento até 2013 pelas empresas criadas até esse ano

Estatísticas de teste*	
n	241
Qui-quadrado	76,296
gl	2
Sig.	0,000

gl = graus de liberdade.

* = Teste de Friedman.

Fonte: Elaborada pelos autores.

O teste de Friedman apresenta p-value 0,000, pelo que rejeitamos a hipótese nula (Tabela 5), logo, concluímos haver evidência estatisticamente significativa para afirmar que as empresas constituídas até 2013 têm diferenças de preferência entre formas de financiamento.

A Tabela 6 ordena que a forma de financiamento mais privilegiada por essas empresas é o autofinanciamento e a menos privilegiada é o aumento do capital próprio.

Tabela 6

Ranking das preferências de financiamento até 2013 pelas empresas constituídas até esse ano

Rank	Rank médio
Autofinanciamento	1,58
Capital alheio	2,09
Aumento do capital próprio	2,33

Fonte: Elaborada pelos autores.

Aplicamos, igualmente, o teste de Friedman para os contextos analisados nas restantes figuras anteriores. Assim, testamos as hipóteses seguintes:

H_0 : não há diferença na preferência da forma de financiamento, para o período 2014-2020, pelas empresas constituídas até 2013.

H_a : há diferença na preferência da forma de financiamento, para o período 2014-2020, pelas empresas constituídas até 2013.

Tabela 7

Teste de Friedman para as preferências de financiamento para o período 2014-2020 das empresas constituídas até 2013

Estatísticas de teste*	
n	241
Qui-quadrado	69,253
gl	2
Sig.	0,000

gl = graus de liberdade.

* = Teste de Friedman.

Fonte: Elaborada pelos autores.

O teste de Friedman apresenta p-value 0,000, pelo que rejeitamos a hipótese nula (Tabela 7). Desse modo, há evidência estatisticamente significativa para afirmar que as empresas constituídas até 2013 têm – continuaram a ter – diferenças de preferência entre formas de financiamento diferentes, no período de 2014 a 2020.

Pela Tabela 8 concluímos que, para esse período temporal, essas empresas recorrem preferencialmente ao autofinanciamento, sendo o aumento do capital próprio a fonte menos utilizada. Comparando os dois períodos para essas empresas (tabelas 6 e 8), verificamos que as respetivas ordens de preferência não se alteraram após a introdução da RCCS no EBF (Autoridade Tributária e Aduaneira, 2021b).

Tabela 8

Ranking das preferências de financiamento no período 2014-2020 pelas empresas criadas até 2013

Rank	Rank médio
Autofinanciamento	1,62
Capital alheio	2,04
Aumento do capital próprio	2,34

Fonte: Elaborada pelos autores.

O teste de Friedman foi, igualmente, realizado para estudar se ocorre significância na diferença da forma de financiamento, para o período 2014 a 2020, das empresas constituídas em 2014 ou após. Sendo assim, formulamos as seguintes hipóteses:

H_0 : não há diferença na preferência da forma de financiamento, para o período 2014-2020, pelas empresas constituídas em 2014 ou após.

H_a : há diferença na preferência da forma de financiamento, para o período 2014-2020, pelas empresas constituídas em 2014 ou após.

Tabela 9

Teste de Friedman para as preferências de financiamento no período 2014-2020 para as empresas constituídas em 2014 ou após

Estatísticas de teste*	
n	83
Qui-quadrado	40,725
gl	2
Sig.	0,000

gl = graus de liberdade.

* = Teste de Friedman.

Fonte: Elaborada pelos autores.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 9, o teste de Friedman apresenta p-value 0,000, pelo que rejeitamos a hipótese nula. Por conseguinte, podemos concluir que as empresas constituídas em 2014 ou após têm diferenças de preferência entre formas de financiamento diversas. A ordenação apresentada na Tabela 10 aponta que a mais privilegiada, para essa subamostra, é o autofinanciamento, sendo a menos privilegiada o capital alheio.

Tabela 10

Ranking das opções de financiamento no período 2014-2020 pelas empresas criadas a partir de 2014

Rank	Rank médio
Autofinanciamento	1,47
Aumento do capital próprio	2,23
Capital alheio	2,30

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com a execução desses testes, é possível ressaltar que a estrutura de capital das empresas portuguesas criadas mais recentemente difere um pouco das restantes empresas em análise. Apesar de privilegiarem o autofinanciamento, para as mais novas, a segunda forma é o aumento de capital, enquanto para as mais antigas é o capital alheio.

Em termos globais da amostra, executou-se o teste de Friedman, para o período comparável, com as seguintes hipóteses:

H_0 : não há diferença na preferência da forma de financiamento, para o período 2014-2020, das empresas da amostra.

H_a : há diferença na preferência da forma de financiamento, para o período 2014-2020, das empresas da amostra.

Tabela 11

Teste de Friedman para as preferências de financiamento para o período 2014-2020

Estatísticas de teste*	
n	324
Qui-quadrado	102,364
gl	2
Sig.	0,000

gl = graus de liberdade.

* = Teste de Friedman.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tendo por base os resultados expressos na Tabela 11, com p-value 0,000, rejeitamos a hipótese nula. Desse modo, há evidência estatisticamente significativa para concluirmos que as empresas da amostra, para o período 2014-2020, têm diferenças de preferência entre formas de financiamento diversas.

De acordo com a ordenação apresentada na Tabela 12, a forma de financiamento mais privilegiada é o autofinanciamento, sendo a menos privilegiada o aumento do capital próprio.

Tabela 12

Ranking das preferências de financiamento pelas empresas da amostra no período 2014-2020

Rank	Rank médio
Autofinanciamento	1,58
Capital alheio	2,11
Aumento do capital próprio	2,31

Fonte: Elaborada pelos autores.

5.2.3 Conhecimento da RCCS

Do estudo realizado concluímos que a maioria dos inquiridos tem conhecimento da existência do benefício fiscal da RCCS, tendo 42% obtido esse conhecimento pela via da leitura de legislação e 39% através do seu contabilista certificado.

Na realização do teste binomial formulamos duas hipóteses:

H_0 : a proporção observada nos dois grupos de resposta é igual.

H_a : a proporção nos dois grupos não é igual.

Tabela 13

Teste binomial relativamente ao conhecimento do benefício fiscal da remuneração convencional do capital social (RCCS)

Teste binomial						
		Categoria	n	Proporção observada	Proporção de teste	Significância exata (bilateral)
Sabe da existência do benefício fiscal da RCCS previsto no Estatuto dos Benefícios Fiscais?	Grupo 1	Sim	195	0,60	0,50	0,000
	Grupo 2	Não	129	0,40		
	Total		324	1,00		

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base na Tabela 13, rejeitamos a hipótese nula, pelo que concluímos que existe diferença estatisticamente significativa entre a proporção de empresas que conhecem o benefício fiscal da RCCS e aquelas que não conhecem. Ante os resultados, podemos afirmar que a maioria das empresas conhece o presente incentivo fiscal.

Note-se que, para os maiores níveis de formação académica, a maioria assume ter nível razoável de conhecimento, bem como não existe divergência significativa entre gêneros.

A partir desse ponto, nossa amostra em análise passa a ser composta pelas 195 empresas cujos inquiridos

responderam ter conhecimento do benefício fiscal da RCCS.

5.2.4 Utilização da RCCS

Das 195 empresas que continuam em análise, a maioria nunca utilizou a RCCS. Somente 22% daquelas em que os inquiridos sabem da sua existência lograram usufruir desse incentivo ao longo da sua vida.

Para esse item realizamos o teste binomial, com base nas hipóteses:

H_0 : a proporção observada nos dois grupos de resposta é igual.

H_a : a proporção nos dois grupos não é igual.

Tabela 14

Teste binomial sobre o aproveitamento do benefício fiscal da remuneração convencional do capital social (RCCS)

Teste binomial						
		Categoria	n	Proporção observada	Proporção de teste	Significância exata (bilateral)
A sua empresa já usufruiu do benefício fiscal da RCCS?	Grupo 1	Não	152	0,78	0,50	0,000
	Grupo 2	Sim	43	0,22		
	Total		195	1,00		

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme os resultados da Tabela 14, rejeitamos a hipótese nula, pelo que concluímos que a maioria das empresas ainda não usufruiu da RCCS, apesar do seu conhecimento.

Tentamos compreender se sua utilização pode ter relação com a antiguidade das empresas. Nesse sentido,

realizamos o teste qui-quadrado para o qual formulamos as seguintes hipóteses:

H_0 : a utilização do benefício fiscal da RCCS é independente do ano de constituição da empresa.

H_a : a utilização do benefício fiscal da RCCS não é independente do ano de constituição da empresa.

Tabela 15

Teste qui-quadrado sobre a correlação entre o aproveitamento da remuneração convencional do capital social (RCCS) e o ano de constituição

Testes qui-quadrado					
	Valor	gl	Significância assintótica (bilateral)	Significância exata (2 lados)	Significância exata (1 lado)
Qui-quadrado de Pearson	0,015*	1	0,903		
Correção de continuidade**	0,000	1	1,000		
Casos válidos (n)	195				

* = 0 células (0,0%) esperavam contagem menor que 5. A contagem mínima esperada é 11,69.

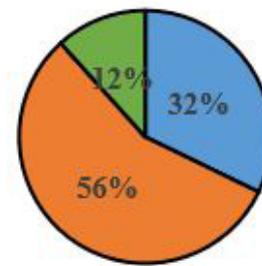
** = computado apenas para tabela 2x2.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Considerando a informação da Tabela 15, observamos que o qui-quadrado de Pearson dispõe do *p-value* 0,903, logo, não rejeitamos a hipótese nula. Assim sendo, há evidência estatisticamente significativa para afirmar que a utilização do benefício fiscal da RCCS é independente do ano de constituição da empresa, ou seja, não é possível definir uma relação entre a utilização desse benefício e a antiguidade da empresa.

Através da Figura 5 podemos verificar as situações que originaram a obtenção do benefício. Em 32% das empresas, a redução da base tributária resultou unicamente da realização do capital social referente à sua constituição, e, em 56%, por força exclusiva de aumentos de capital. Realçamos que 12% usufruíram em ambos os momentos. O fato de haver empresas da amostra que só usufruíram no momento do aumento do capital pode ter algumas explicações. Essa percentagem inclui 25 empresas constituídas antes de 2014, podendo, tal fato, ter ocorrido no período em que não existia esse incentivo – antes de 1986 ou no período de 1988 a 2007. A outra justificativa possível é terem sido constituídas em 1986, 1987 ou no período de 2008 a 2013, sendo, nesse caso, a falta de conhecimento da sua existência, nesse momento, a razão para tal comportamento. Também incluídas nos

32% estão cinco empresas constituídas em 2014 ou após. Nesse caso, consideramos a falta de conhecimento, à data da constituição, a única explicação possível.



■ Constituição da sociedade ■ Aumento de capital ■ Ambos

Figura 5 Conhecimento da existência do benefício fiscal da remuneração convencional do capital social previsto no Estatuto dos Benefícios Fiscais (Autoridade Tributária e Aduaneira, 2021b)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Pela Figura 6 pode-se verificar que, à medida que aumenta a dimensão da empresa, a tendência é para um maior aproveitamento do benefício.

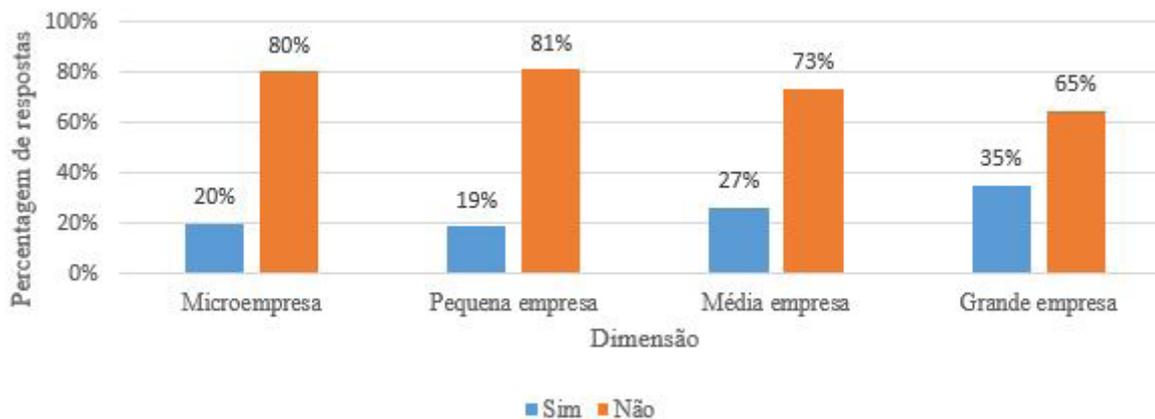


Figura 6 Dimensão das empresas que usufruíram da remuneração convencional do capital social

Fonte: Elaborada pelos autores.

Focando nas situações do aproveitamento do incentivo pela via do aumento do capital, verificamos, pela Figura 7,

que esse é superior pelas empresas mais antigas, a partir de 2010, tendo havido maior incremento em 2018 e 2019.

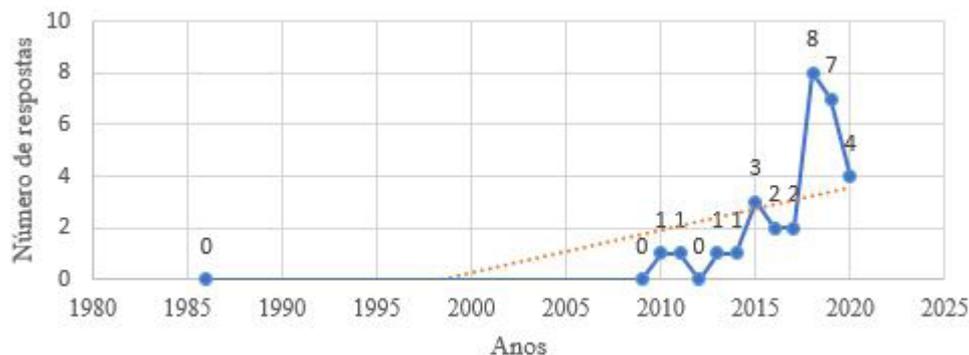


Figura 7 Aumento de capital nas empresas constituídas antes de 2014

Fonte: Elaborada pelos autores.

Por sua vez, a Figura 8 espelha os aumentos de capital nas empresas constituídas em 2014 ou após. As respostas dos inquiridos sugerem ligeiro crescimento a partir de 2018 (também aplicável à situação da figura

anterior), o que pode ser sustentado, em nossa opinião, pelo alargamento, a partir desse ano, das situações que conferem benefício.

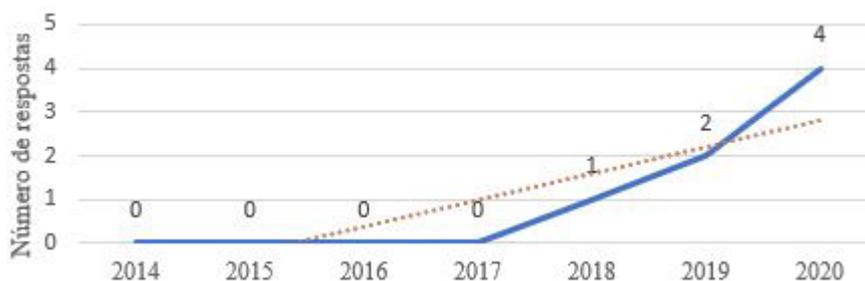


Figura 8 Aumento de capital nas empresas constituídas em 2014 ou após

Fonte: Elaborada pelos autores.

Concluimos que, para a nossa amostra, as empresas constituídas até 2013 recorrem em maior número a aumentos de capital do que as constituídas em 2014 ou após. Retenha-se, igualmente, que a ampliação do âmbito do tipo de realização do capital elegível, seja pela conversão de passivos ou da incorporação do RLP, a partir de 2017 e 2018, respetivamente, teve como consequência o aumento do número de empresas a beneficiarem da RCCS por aumento de capital, conforme se pode depreender da Figura 9. Aproximadamente 40% das empresas estudadas realizaram os aumentos de capital unicamente por essas

últimas vias referidas. Por isso, somos a crer que, pelo menos parcialmente, essa disposição legal tem contribuído para a redução do endividamento das empresas. Os resultados obtidos podem, igualmente, indiciar a realização de planeamento fiscal. Portanto, o objetivo de fornecer novos meios financeiros à empresa pela via dos detentores de capital em detrimento da entrada de capital alheio pode não estar a ser conseguido. Porém, os benefícios fiscais pela redução do endividamento e da retenção de capital para financiar a empresa podem estar a surtir efeito.

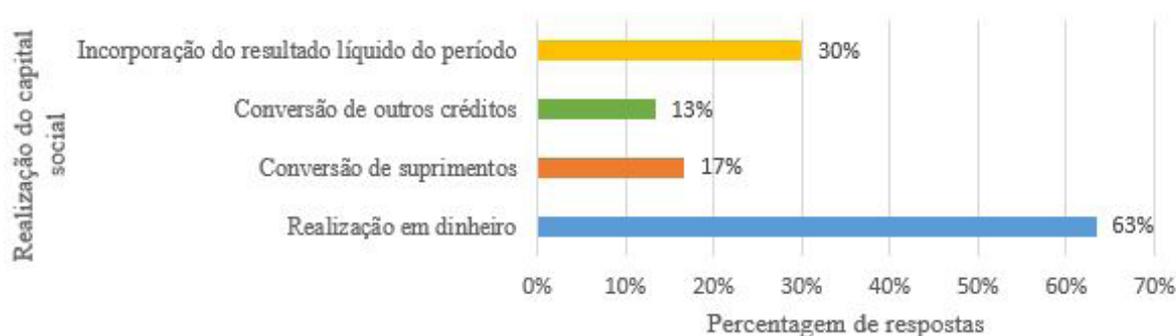


Figura 9 Formas de realização do capital social

Fonte: Elaborada pelos autores.

Desse modo, é possível afirmarmos que o benefício fiscal proporcionado pela RCCS não tem sido suficiente para as empresas, pelo menos as desta amostra, alterarem sua política de financiamento quando têm de optar entre recorrer a capital alheio e efetuar novas entradas pelos detentores de capital. Não obstante, consideramos que tem proporcionado a redução do capital alheio, através da sua conversão em capital, e obtenção de um benefício

fiscal pelo autofinanciamento (utilização do RLP para aumentos de capital).

5.2.5 Gestão fiscal – estudo de percepção

Com objetivo de obtermos a percepção sobre a relação da estratégia de financiamento da empresa com o normativo fiscal, aplicamos as escalas de Likert a um conjunto de questões, estando os resultados expostos na Tabela 16.

Tabela 16

Escala de Likert relativamente à gestão fiscal – Estudo de percepção

Afirmação	Escala de Likert (%)				
	Concordo totalmente	Concordo	Nem concordo nem discordo	Discordo	Discordo totalmente
O limite de dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos influencia o tipo de financiamento da sua empresa.	8	36	33	14	9
O limite de dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos influencia o valor do financiamento por capitais alheios da sua empresa.	8	34	36	14	8
A aceitação dos juros como gasto fiscal favorece o financiamento das empresas através de capitais alheios.	13	56	20	9	2
O limite de dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos favorece a redução de financiamento das empresas através de capitais alheios.	4	42	36	14	4
O benefício fiscal da RCCS influencia o tipo de financiamento da sua empresa.	10	36	34	17	3
O benefício fiscal da RCCS influencia o valor do financiamento por capitais próprios da sua empresa.	8	38	38	12	4
O benefício fiscal da RCCS é um fator favorável para privilegiar o financiamento das empresas através de capitais próprios.	13	51	26	8	2
A tomada de decisão de financiamento na sua empresa é influenciada pelos aspetos fiscais na esfera dos investidores.	14	51	21	10	4

RCCS = remuneração convencional do capital social.

Os valores em negrito indicam as escalas com maiores valores absolutos.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Não é possível estabelecer uma tendência entre as políticas de financiamento das empresas da amostra e a lei fiscal. Não obstante, a maioria reconhece, por um lado, que a aceitação dos juros como gasto fiscal favorece o financiamento através de capitais alheios, mas, por outro lado, que o benefício fiscal da RCCS incentiva a capitalização das empresas e seu financiamento através de capitais próprios, em alternativa a capitais alheios.

Considerando a dimensão, destacamos:

- Para a declaração “o limite de dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos influencia o tipo de financiamento da sua empresa”, o valor da mediana é menor nas grandes empresas, sugerindo que nessa dimensão esse limite tem influência.

- Para a afirmação “o limite de dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos influencia o valor do financiamento por capitais alheios da sua empresa”, verificamos que a mediana é menor para as grandes e pequenas empresas. Não obstante, nas grandes, a percepção concentra-se entre “concordo” e a opinião neutra, enquanto nas pequenas o intervalo interquartil é maior, existindo mais disparidade.
- Sobre se “o benefício fiscal da RCCS influencia o tipo de financiamento da sua empresa”, obtivemos que o valor da mediana é mais reduzido nas médias empresas, pelo que sugere que nessa dimensão esse limite tem influência.
- Para a afirmação “o benefício fiscal da RCCS influencia o valor do financiamento por capitais próprios da sua empresa”, constatamos que o valor da mediana é menor nas médias e pequenas empresas.

Assim, as grandes empresas preocupam-se com o limite dos custos de financiamento, enquanto nas médias a RCCS pode ser relevante no momento da tomada de decisão de financiamento. Para as microempresas, em geral, os aspetos fiscais não têm influência.

6. CONCLUSÕES

Nossa investigação visou analisar a utilização do benefício fiscal da RCCS pelas empresas portuguesas e perceber a influência das políticas fiscais na tomada de decisão do seu financiamento. O estudo foi desenvolvido com uma amostra de 324 empresas, tendo sido utilizado o inquérito por questionário para a recolha de dados.

A maioria das empresas privilegia o autofinanciamento. Apenas se vislumbram diferenças na definição da última fonte de financiamento: para as mais antigas, é o aumento de capital e, para as mais recentes, é o capital alheio. Portanto, essas empresas têm preferência pela utilização dos seus próprios fundos, recorrendo, somente, às restantes formas quando o autofinanciamento é insuficiente. Assim, concluímos que os resultados que obtivemos são coerentes com a teoria do *pecking order* (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984).

Esse cenário pode ser justificado, pelo menos parcialmente, pelo desconhecimento do incentivo da RCCS que, na nossa amostra, traduz-se em 40%. Contudo, esses resultados divergem dos obtidos por Silva et al. (2019), dado que a maioria das empresas brasileiras desse estudo afirmou não saber da existência do bônus de adimplência fiscal.

Porém, mesmo a parte que afirma conhecer a RCCS, somente 22% usufruiu desse incentivo. Salientamos que quase um terço dessas empresas utilizou-o exclusivamente nas realizações de capital referente à constituição de sociedades, enquanto 56% reduziram a base tributável apenas pela via dos aumentos de capital. Note-se que 12% das empresas usufruíram em ambos os momentos. O aproveitamento mais reduzido relativo à constituição das sociedades pode ser justificado, eventualmente, pelo fato de no ano de criação da empresa não estar contemplado o benefício ou pela falta de conhecimento da sua existência.

As empresas constituídas até 2013 recorrem em maior número a aumentos de capital do que as criadas *a posteriori*, resultado que corrobora Pfaffermayr et al. (2013).

Por um lado, consideramos que o benefício da RCCS não tem sido suficiente para as empresas alterarem sua política de financiamento quando têm de optar entre recorrer a capital alheio e efetuar novas entradas pelos detentores de capital. Nossos resultados não são concordantes com os obtidos por Overesch e Voeller (2011), mas corroboram as conclusões de Reinhard (2011). Por outro lado, apesar de o objetivo de fornecer novos recursos financeiros à empresa pela via dos detentores de capital em detrimento da entrada de capital alheio poder não estar a ser conseguido, os benefícios fiscais pela redução do endividamento e da retenção de capital podem estar a surtir efeito, sobretudo pela oportunidade de planeamento fiscal, tal como sugerem Hebous e Ruf (2017).

Através do estudo de percepção, não foi possível estabelecer uma tendência entre as políticas de financiamento das empresas da amostra e a lei fiscal. Não obstante, a maioria reconhece, por um lado, que a aceitação dos juros como gasto fiscal favorece o financiamento das empresas através de capitais alheios, mas, por outro lado, que a RCCS incentiva a capitalização das empresas e seu financiamento por capitais próprios. Salientamos que nas microempresas os aspetos fiscais não têm influência, enquanto nas médias empresas a RCCS pode relevar no momento da opção financiamento. Portanto, o posicionamento das empresas nas opções de financiamento pode diferir por força da dimensão, como ressalva Jin (2021).

A amostra não ser representativa da população é a principal limitação do estudo, pelo que os resultados respeitam apenas a amostra e não podem ser extrapolados.

Para investigações futuras, sugerimos comparar a estrutura de capital de empresas com sede em países em que o duplo benefício exista (aceitação do juro como gasto e o incentivo da RCCS), e centrar um estudo na

RCCS para concluir se a sua utilização se justifica pela necessidade de financiamento com benefício fiscal ou apenas para obter benefício fiscal.

REFERÊNCIAS

- An, Z. (2012). Taxation and capital structure: Empirical evidence from a quasi-experiment in China. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 683-689. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.002>
- Ang, J. S. (1991). Small business uniqueness and the theory of financial management. *Journal of Small Business Finance*, 1(1), 1-13.
- Auerbach, A. J. (2002). The Bush tax cut and national saving. *National Tax Journal*, 55(3), 387-408. <https://eml.berkeley.edu/~burch/bushtaxcut.pdf>
- Autoridade Tributária e Aduaneira (2021a). *Código do imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas*. https://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/codigos_tributarios/CIRC_2R/Pages/circ-codigo-do-irc-indice.aspx
- Autoridade Tributária e Aduaneira (2021b). *Estatuto dos Benefícios Fiscais*. https://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/codigos_tributarios/bf_rep/Pages/estatuto-dos-beneficios-fiscais-indice.aspx
- Baptista, C., & Sousa, M. (2011). *Como fazer Investigação, dissertações, teses e relatórios segundo Bolonha*. Pactor.
- Beattie, V., Goodacre, A., & Thomson, S. J. (2006). Corporate financing decisions: UK survey evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(9-10), 1402-1434. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00640.x>
- Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 968-979. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.004>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Principles of corporate finance* (8a. ed.). McGraw-Hill.
- Chen, H., & Frank, M. Z. (2016). *The effect of taxation on corporate financing and investment* [Working Paper]. Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2878057>
- Clemente-Almendros, J., & Sogorb-Mira, F. (2016). The effect of taxes on the debt policy of Spanish listed companies. *SERIEs*, 7(3), 359-391. <https://doi.org/10.1007/s13209-016-0147-4>
- Cruz, S. (2018). Remuneração convencional do capital social: regimes em vigor. *Contabilista*, 217(1), 29-31. <https://pt.calameo.com/read/0003249815cf8d70f8a21>
- De Mooij, R. (2012). Tax biases to debt finance: Assessing the problem, finding solutions. *Fiscal Studies*, 33(4), 489-512. <https://doi.org/10.1111/j.1475-5890.2012.00170.x>
- Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 97(1), 828-862.
- Durand, D. (1952). *Cost of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement*. EconPapers. <https://econpapers.repec.org/bookchap/nbrnberch/4790.htm>
- Faccio, M., & Xu, J. (2015). Taxes and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), 277-300. <https://doi.org/10.1017/S0022109015000174>
- Fama, E. F. (2011). My life in finance. *Annual Review of Financial Economics*, 3(1), 1-15. <https://www.annualreviews.org/doi/10.1146/annurev-financial-102710-144858>
- Feld, L. P., Heckemeyer, J. H., & Overesch, M. (2013). Capital structure choice and company taxation: A meta-study. *Journal of Banking and Finance*, 37(8), 2850-2866. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.03.017>
- Fortin, M. (2009). *O processo de investigação – da conceção à realização* (5a. ed.). Lusociência.
- Gordon, R., & Lee, Y. (2001). Do taxes affect corporate debt policy? Evidence from U.S. corporate tax return data. *Journal of Public Economics*, 82(1), 195-224. [https://doi.org/10.1016/S0047-2727\(00\)00151-1](https://doi.org/10.1016/S0047-2727(00)00151-1)
- Graham, J. R. (2000). How big are tax benefits of debt? *Journal of Finance*, 55(1), 1901-1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
- Graham, J. R. (2003). Taxes and corporate finance: A review. *Review of Financial Studies*, 16(4), 1075-1129. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhg033>
- Graham, J. R. (2008). Taxes and corporate finance. In B. Espen Eckbo (Eds.), *Handbook of empirical corporate finance* (pp. 59-133). North-Holland. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50003-2>
- Graham, J. R. (2013). Do taxes affect corporate decisions? A review. In G. Constantinides et al. (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (Vol. 2, pp. 123-210). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00003-3>
- Hall, A., Neves, C., & Pereira, A. (2011). *Grande maratona de estatística no SPSS*. Escolar Editora.
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3), 127-178. <https://doi.org/10.1016/j.jaccoco.2010.09.002>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Hebous, S., & Ruf, M. (2017). Evaluating the effects of ACE systems on multinational debt financing and investment. *Journal of Public Economics*, 156, 131-149. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2017.02.011>
- Heider, F., & 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.01.004>
- Hill, M., & Hill, A. (2002). *Investigação por questionário* (2a. ed.). Edições Sílabo.

- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1), 305-360.
- Jin, X. (2021). Corporate tax aggressiveness and capital structure decisions: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 75, 94-111. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.04.008>
- Klemm, A. (2007). Allowance for corporate equity in practice. *CESifo Economics Studies*, 53(2), 229-262. <http://dx.doi.org/10.1093/cesifo/ifm007>
- Kock, J., & Gérard, M. (2018). The allowance for corporate equity in Europe: Latvia, Italy and Portugal – First draft. *Proceedings. Annual Conference on Taxation and Minutes of the Annual Meeting of the National Tax Association*, 111, 1-40. <https://www.jstor.org/stable/26939390>
- Kramer, R. (2015). Taxation and capital structure choice: The role of ownership. *The Scandinavian Journal of Economics*, 117(3), 957-982. <https://doi.org/10.1111/sjoe.12107>
- Lakatos, E., & Marconi, M. (2010). *Fundamentos da metodologia científica* (7a. ed.). Atlas.
- Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995. (1995, 26 de dezembro). Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm#:~:text=L9249&text=LEI%20N%C2%BA%209.249%2C%20DE%2026%20DE%20DEZEMBRO%20DE%201995.&text=Altera%20a%20legisla%C3%A7%C3%A3o%20do%20imposto,l%C3%ADquido%2C%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAs
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Lewellen, J. W., & Lewellen, K. (2011). *Taxes and financing decisions* [Working Paper]. Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.647847>
- Liapis, J. K., Politis, D. E., Nertoutsou, D., & Thalassinou, I. E. (2020). Investigating the relationship between tax revenues and tax ratios: An empirical research for selected OECD countries. *International Journal of Economics and Business Administration*, 8(1), 215-229. <https://www.um.edu.mt/library/oar/handle/123456789/54181>
- MacKie-Mason, J. (1990). Do tax affect corporate financing decisions? *Journal of Finance*, 45(5), 1471-1493. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03724.x>
- Marôco, J. (2018). *Análise estatística com o SPSS statistics* (7a. ed.). ReportNumber.
- Miller, M. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, F., & 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., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C., & N. Majluf N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nascimento, O. (2012). *Estudo das decisões de estrutura de capital corporativo no novo mercado e nos níveis de governança da BM&FBOVESPA à luz das teorias Trade-off e Pecking order* [Dissertação de Mestrado]. Universidade de Brasília.
- Overesch, M., & Voeller, D. (2011). *The impact of personal and corporate taxation on capital structure choices* [Working Paper]. Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1116166>
- Pestana, M., & Gageiro, J. (2014). *Análise de dados para ciências sociais: a complementaridade do SPSS* (6a. ed.). Edições Sílabo.
- Pfaffermayr, M., Stoeckl, M., & Winner, H. (2013). Capital structure, corporate taxation and firm age. *Fiscal Studies*, 34(1), 109-135. <https://doi.org/10.1111/j.1475-5890.2013.00179.x>
- Pohlmann, M. C. (2005). *Contribuição ao estudo da classificação interdisciplinar da pesquisa tributária e do impacto da tributação na estrutura de capital das empresas no Brasil* [Tese de Doutorado]. Universidade de São Paulo. <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-24102008-151826/pt-br.php>
- Portal, M. T., & Laureano, L. (2017). Does Brazilian allowance for corporate equity reduce the debt bias? Evidences of rebound effect and ownership-induced ACE clientele. *Research in International Business and Finance*, 42, 480-495. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.005>
- Portaria n. 279/2014, de 30 de dezembro. Fixa a taxa de juro a que se refere a alínea m) do n.º 1 do artigo 23.º-A do Código do IRC. <https://dre.pt/dre/detalhe/portaria/279-2014-66005769>
- Princen, S. (2012). *Taxes do affect corporate financing decisions: The case of Belgian ACE* [Working Paper]. Social Science Research Network. <https://ssrn.com/abstract=1992330>
- Regra, C. (2010). *Análise estatística do processo de reconhecimento, validação e certificação de competências no CNO dos CTT* [Dissertação de Mestrado]. Universidade Aberta de Portugal. <http://hdl.handle.net/10400.2/1438>
- Reinhard, L. F. M., & Li, S. (2011). The influence of taxes on corporate financing and investment decisions against the background of the German tax reforms. *European Journal of Finance*, 17(8), 717-737. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2011.554291>
- Rezende, A., Dalmácio, F., & Rathke, A. (2018). Avaliação do impacto dos incentivos fiscais sobre os retornos e as políticas de investimento e financiamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, 14(4), 28-49. <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/6460>
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.

- Silva, R. C. da, Santos, D. C. dos, Rieger, M., & Gonzales, A. (2019). A divulgação dos benefícios fiscais e a informação sobre possíveis economias tributárias. *Revista Eniac Pesquisa*, 8(1), 59-84. <https://doi.org/10.22567/rep.v8i1.541>
- Tomaz, J. (2012). Terá sido Portugal o primeiro país a implementar a remuneração convencional do capital social? *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*, 5(3), 59-84.
- Vaz Da Fonseca, P. V., Jucá, M. N., & Nakamura, W. T. (2020). Debt tax benefits in a high tax emerging market: Evidence from Brazil. *International Journal of Economics and Business Administration*, 8(2), 35-52.
- Vieira, E. S. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado Português, *Estudos do ISCA*, 4(2), 1-19.