



**IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL: UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON**

**IMPACT OF THE 2019 TAX CHANGE ON CORPORATE DEBT IN PORTUGAL: AN ANALYSIS ON EURONEXT LISBON COMPANIES**

**IMPACTO DEL CAMBIO FISCAL DE 2019 EN EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN PORTUGAL: UN ANÁLISIS DE LAS EURONEXT LISBON**

Domingos João Tchimuhenquele<sup>1</sup>

e5105674

<https://doi.org/10.47820/recima21.v5i10.5674>

PUBLICADO: 10/2024

**RESUMO**

O presente artigo analisa o impacto da alteração fiscal 2019 no endividamento das empresas em Portugal. Esta alteração, previsto no artigo 67.º do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC) regulamentada pela Lei n.º 32/2019, expandiu o conceito de gastos de financiamento e transformou o EBITDA num verdadeiro EBITDA fiscal. A análise foi realizada com base em dados de 37 empresas cotadas na Euronext Lisbon, extraídos da base de dados SABI. Os resultados indicam que a rentabilidade, a tangibilidade e a dimensão das empresas, bem como a alteração do regime fiscal de 2019, são fatores determinantes na política de endividamento. A tangibilidade e a dimensão estão positivamente relacionadas com o nível de endividamento, em consonância com a teoria do trade-off, enquanto a rentabilidade apresenta uma relação negativa, em linha com as previsões da teoria da *Pecking Order*. Adicionalmente, o estudo revela que, após as alterações fiscais de 2019, as empresas reduziram, em média, os seus níveis de dívida. A referida alteração fiscal teve um impacto negativo nas empresas com baixa dívida, levando à sua redução, e um impacto positivo nas empresas altamente endividadas, resultando num aumento do seu endividamento.

**PALAVRAS-CHAVES:** Alteração Fiscal. Endividamento. Juros. Limite de dedutibilidade.

**ABSTRACT**

*The present article analyzes the impact of the 2019 tax change on corporate indebtedness in Portugal. This change, provided for in Article 67 of the Corporate Income Tax Code (CIRC) and regulated by Law No. 32/2019, expanded the concept of financing expenses, and transformed EBITDA into a true fiscal EBITDA. The analysis was conducted based on data from 37 companies listed on Euronext Lisbon, extracted from the SABI database. The results indicate that profitability, tangibility, company size, and the 2019 tax regime change are determining factors in debt policy. Tangibility and size are positively related to the level of indebtedness, in line with the trade-off theory, while profitability shows a negative relationship, consistent with the predictions of the Pecking Order theory. Additionally, the study reveals that, following the 2019 tax changes, companies reduced their debt levels on average. The said tax change had a negative impact on low-debt companies, leading to a reduction in their debt, and a positive impact on highly indebted companies, resulting in an increase in their indebtedness.*

**KEYWORDS:** Tax Change. Debt. Interest. Deductibility Limit.

**RESUMEN**

*El presente artículo analiza el impacto de la reforma fiscal de 2019 en el endeudamiento de las empresas en Portugal. Esta reforma, prevista en el artículo 67.º del Código del Impuesto sobre la Renta de las Personas Jurídicas (CIRC) y regulada por la Ley n.º 32/2019, amplió el concepto de gastos financieros y transformó el EBITDA en un verdadero EBITDA fiscal. El análisis se realizó sobre la base de datos de 37 empresas cotizadas en Euronext Lisbon, extraídos de la base de datos SABI. Los resultados indican que la rentabilidad, la tangibilidad y el tamaño de las empresas, así como el cambio de régimen fiscal de 2019, son factores determinantes en la política de endeudamiento. La tangibilidad y el tamaño están positivamente relacionados con el nivel de endeudamiento, en consonancia con la teoría del trade-off, mientras que la rentabilidad presenta una relación negativa, en línea con las previsiones de la teoría de la Pecking Order. Además, el estudio revela que, tras las reformas fiscales*

<sup>1</sup> Mestre em Contabilidade e Finanças pela Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.



# RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR

## ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
 UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
 Domingos João Tchimuhenquele

*de 2019, las empresas redujeron, en promedio, sus niveles de deuda. La mencionada reforma fiscal tuvo un impacto negativo en las empresas con baja deuda, llevando a una reducción de su endeudamiento, y un impacto positivo en las empresas altamente endeudadas, resultando en un aumento de su endeudamiento.*

**PALABRAS CLAVE:** *Cambio Fiscal. Endeudamiento. Intereses. Límite de deducibilidad.*

## 1. INTRODUÇÃO

Em Portugal, durante muitos anos, vigorou o regime de limitação de gastos de financiamento por meio das regras de subcapitalização. Com a implementação da ATAD 1, em consonância com a ação 4 do projeto BEPS da OCDE, o regime de dedutibilidade de gastos de financiamento sofreu várias alterações, uma delas foi a alteração do artigo 67.º do Código do Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas através da Lei nº 66-B/2012, de 31 de dezembro, que culminou na alteração fiscal de 2019. Esta alteração foi regulada pela Lei nº 32/2019, de 3 de maio, que veio precisamente ampliar o conceito de gastos de financiamento e o conceito de EBITDA relevante, transformando-o num verdadeiro EBITDA fiscal. O presente artigo estuda o impacto da alteração fiscal de 2019 no endividamento das empresas em Portugal, com o objetivo de analisar a influência dessa alteração na política de endividamento das empresas. A escolha do tema justifica-se pela vasta investigação existente sobre os determinantes do endividamento, mas com poucos estudos focados nos efeitos económicos das alterações fiscais. As principais questões de investigação foram: compreender quais são os determinantes do endividamento e se a alteração fiscal de 2019 influenciou a redução do endividamento das empresas.

A metodologia adotada no estudo envolve a estimação de modelos de regressão linear múltipla, com o endividamento como variável dependente e a rentabilidade, dimensão, tangibilidade e alteração fiscal como variáveis independentes. A análise foi realizada com base numa amostra de 37 empresas cotadas na Euronext Lisbon, entre 2013 e 2021 por serem suscetíveis à alteração fiscal e por publicarem resultados auditados periodicamente.

O artigo está estruturado em cinco capítulos: o primeiro apresenta uma introdução ao tema; o segundo aborda a revisão de literatura sobre a limitação da dedutibilidade de gastos, a teoria da estrutura de capital, determinantes do endividamento e hipóteses de investigação; o terceiro descreve a metodologia, dados, amostra, variáveis e o modelo econométrico; o quarto apresenta os resultados e discussões; e o quinto resume as conclusões e referências bibliográficas.

## 2. REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1. Limite de dedutibilidade de juros de financiamento em Portugal

Em Portugal a dedutibilidade dos encargos financeiro foi regulada pelo ordenamento jurídico para o combate ao fenómeno da subcapitalização. Em 1996, aprovada pelo Decreto-Lei n.º 5/96, de 29 de Janeiro a norma impunha limites à aceitação dos juros relacionados com o endividamento dos sujeitos passivos junto de qualquer entidade residente fora da União Europeia (UE) com a qual mantivessem relações especiais, desqualificava a dedução dos juros pela entidade residente em



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
Domingos João Tchimuhengele

Portugal (a mutuária), quando financiada através de capitais alheios de forma desproporcionada, aferida em função da participação no seu capital próprio pela entidade não residente (mutuante). 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) deu origem a criação de um novo regime que veio a ser aprovado em 2013 pela Lei nº 66-B/2012, de 31 de dezembro, com a redação do artigo 67.º do Código do Imposto Sobre os Rendimentos das Pessoas coletivas (Fonseca *et al.*, 2019; Taborda *et al.*, 2022).

O regime de limitação à dedutibilidade de gastos financeiros surge após o Acórdão do Tribunal Europeu de Justiça relativo ao Processo nº C-324/00, de 12 de dezembro de 2002 (LanKhorst-Hohorst), que se manifestou sobre a norma fiscal alemã de combate à subcapitalização. E concluiu que este regime, quando aplicado aos casos de endividamento com entidades residentes noutros Estados Membros, constituía um obstáculo à liberdade de estabelecimento (Taborda *et al.*, 2022; Martins *et al.*, 2020). A partir desta decisão, em 2007 foi criado o quadro de limitação à dedutibilidade de gastos que se veio a propagar inicialmente pelos países como Alemanha, Itália, Finlândia e Holanda e posteriormente em outros países membros da OCDE e UE.

O recurso ao endividamento como forma de erodir a base tributária tem sido alvo de ações coordenadas a nível internacional e europeu através do BEPS (Base Erosion and Profit Shifting) e da ATAD (Anti-Tax Avoidance Directive). A nível internacional, em 2013, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico – OCDE apresentou o projeto BEPS que consiste num plano de ação para o combate à erosão da base tributária e ao desvio de lucros para jurisdições de baixa tributação. As recomendações da Ação 4 de 2015 visam limitar a erosão da base por meio do uso de despesas com juros para obter deduções excessivas de juros, ou para financiar a produção de receitas isentas ou diferidas. Em particular, este relatório estabeleceu regras que vinculavam as deduções líquidas de juros de uma entidade ao seu nível de atividade económica dentro da jurisdição, usando o lucro tributável antes de receitas e despesas de juros, depreciação e amortização (EBITDA). Essa abordagem inclui três elementos: uma regra de proporção fixa com base em uma percentagem de referência entre juros líquidos/EBITDA; uma regra de índice de grupo que pode permitir que uma entidade deduza mais despesas com juros, dependendo do índice relativo de juros líquidos/EBITDA nas entidades do grupo.

No ponto de vista comunitário (Europeu) a Comissão da UE apresentou a sua proposta como parte do Pacote Antielisão Fiscal através da Diretiva (UE) 2016/1164 do Conselho, de 12 de julho de 2016, num esforço conjunto para harmonizar algumas medidas anti abuso no seio da União Europeia. Foi aprovada a ATAD 1, com o propósito de instituir um nível mínimo de proteção contra a elisão fiscal na União Europeia, sem prejuízo de aplicação pelos estados-membros de disposições nacionais ou convencionais que permitam um nível de proteção mais elevado. A ATAD 1 visou prevenir as formas mais comuns de planeamento fiscal agressivo, tendo-se focado nos seguintes aspetos: Regra de limitação dos juros; Tributação à saída; Regra geral anti abuso; Regra das sociedades estrangeiras controladas; Assimetrias híbridas.



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
Domingos João Tchimuhengele

Durante muitos anos vigorou o regime de limitação de gastos de financiamento por via das regras de subcapitalização. Em 2013 este normativo foi alterado pela redação do artigo 67.º do Código do IRC (CIRC) pelo artigo 191.º da Lei nº 66- B / 2012, de 31 de Dezembro, (OE para 2013) com objetivo de promover a redução do endividamento excessivo da economia e mitigar a histórica propensão do sistema fiscal para privilegiar o financiamento da atividade económica através de capital alheio. Introduziu-se uma solução em linha com a que tem vindo a ser seguida por grande parte dos países da OCDE e da União Europeia (UE) a qual veio substituir as regras do endividamento (Santos, 2016).

De acordo com a Circular nº 7 /2013 da Autoridade Tributária e Aduaneira, este regime introduziu uma regra de limitação à dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos aplicável aos gastos de financiamento líquidos superiores a 3 milhões de euros, independentemente da localização do domicílio fiscal do credor e de existirem ou não relações especiais entre o devedor e o credor, permitindo, todavia, que os gastos de financiamento líquidos que não puderem ser deduzidos num determinado período de tributação possam ser considerados na determinação do lucro tributável de um ou mais dos cinco períodos de tributação posteriores. Verificou-se, também, a possibilidade de quando o montante de gastos de financiamento líquido deduzido num período de tributação seja inferior ao limite de 30% do EBTIDA a parte que não seja utilizada desse limite dos 30% acresce ao valor do limite máximo dedutível até ao 5º período de tributação posterior até à sua total utilização. O regulamento era aplicável a todos os sujeitos passivos do IRC tributados com base no lucro, incluindo as entidades que não tendo sede nem direção efetiva em território português disponham de estabelecimento estável neste território, caso em que o regime se aplica por referência aos “gastos de financiamento líquidos dedutíveis a este lucro” e ao “resultado antes de depreciações, gastos de financiamento líquidos e impostos” correspondentes à atividade imputável a esse estabelecimento estável. Não se aplicava às entidades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões e às sucursais em Portugal de instituições de crédito e outras instituições financeiras ou empresas de seguros. A implementação deste regime fiscal surge como um regime mais rígido para os contribuintes uma vez que visa o controlo do endividamento excessivo principalmente para as grandes empresas, enquanto que na perspetivas da AT trata-se de um normativo que poderá vir a gerar receitas acrescidas, a aplicação desta medida resultara numa possível diminuição do investimento, apesar dos mecanismos introduzidos pelo legislador para atenuar a rigidez do novo regime (o deferimento do excesso e o reporte da “folga”) (Sardão, 2014).

Com à implementação da ATAD 1 em consonância com a ação 4 do projeto BEPS da OCDE, o regime de dedutibilidade de gastos de financiamento sofreu várias alterações como;

- Redução do limite de dedutibilidade de juros de financiamento de € 3 milhões para € 1 milhão mantendo-se o limite de 30% EBITDA (2013) tendo em atenção o regime transitório até 2016;
- Alteração de tributação de cada sociedade do grupo para uma tributação do grupo de sociedade com base no resultado consolidado (2014) no âmbito do RETGS (Regime Especial de Tributação dos Grupos de Sociedades), possibilitando corrigir situações



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
Domingos João Tchimuhengele

desviantes em que a dívida financeira e, portanto, os gastos de financiamento, se encontravam na esfera de algumas sociedades do grupo, mas o EBITDA do grupo advinha de outras sociedades;

- Prorrogação de prazo para efeito de tributação da sociedade de grupo, comunicação e opção de renúncia a AT (2017);
- Alargamento do conceito do gasto de financiamento líquido e alteração do EBITDA relevante, procurando a sua aproximação com o EBITDA fiscal (2019);
- Sujeição a tributação do regime fiscal as sociedades de titularizações de créditos (2020).

Em Portugal a temática sobre o limite de dedutibilidade dos gastos de financiamento do artigo 67.º do IRC tem sido estudada por vários investigadores tais como: (Domingues, 2013; Fonseca *et al.*, 2019; Martins, 1997; Martins *et al.*, 2020; Santos, 2016; Sardão, 2014; Taborda *et al.*, 2022). Estudos empíricos sobre a limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento efetuado nas empresas portuguesas confirmam o impacto do regime fiscal do art.67.º na estrutura de capital. Estudo efetuado em 2016, concluiu que com a introdução do novo regime de dedutibilidade as empresas abrangidas neste regime aumentaram os seus níveis médios de endividamentos (Santos, 2016). Outro estudo efetuado em 2019 concluiu que as empresas abrangidas pelo novo regime fiscal de financiamento, reduziram os seus níveis médios de endividamentos (Fonseca *et al.*, 2019) confirmando que a norma fiscal teve um impacto negativo nas decisões de financiamento.

A alteração de 2019 através da Lei n.º 32/2019, de 3 de maio, veio precisamente proceder à implementação da ATAD 1, ou melhor, à reformulação de algumas regras já existentes na legislação fiscal portuguesa, uma vez que a grande maioria das normas já vigorava em Portugal. No que concerne à limitação dos gastos de financiamento verificaram-se verdadeiramente duas alterações ao artigo 67.º do Código do IRC: Em primeiro lugar, procedeu-se a um alargamento do conceito de gastos de financiamento, incluindo realidades como: quaisquer importâncias devidas ou imputadas à remuneração de capitais alheios, designadamente pagamentos no âmbito de empréstimos participativos e montantes pagos ao abrigo de mecanismos de financiamento alternativos, incluindo instrumentos financeiros islâmicos; depreciações ou amortizações de custos de empréstimos obtidos capitalizados no custo de aquisição de elementos do ativo; montantes calculados por referência ao retorno de um financiamento no âmbito das regras em matéria de preços de transferência; montantes de juros nacionais no âmbito de instrumentos derivados ou de mecanismos de cobertura do risco relacionados com empréstimos obtidos; ganho e perdas cambiais relativos a empréstimos obtidos e instrumentos associados à obtenção de financiamento; comissões de garantia para acordos de financiamento, taxas de negociação e gastos similares relacionados com a obtenção de empréstimos. Esta primeira alteração alarga o conceito de GFL e, teoricamente, não implicaria redução de endividamento, por comparação com os períodos antes de 2019 como mostra o n.º 12 do art.º 67 do CIRC.

Em segundo lugar introduziu-se o conceito de EBITDA relevante, transformando-o num verdadeiro EBITDA fiscal na medida em que passa a ser determinado mediante o somatório entre o lucro tributável ou prejuízo fiscal (sujeito e não isento) os gastos de financiamento líquidos fiscalmente



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
Domingos João Tchimuhengele

dedutíveis e as depreciações e amortizações fiscalmente dedutíveis como mostra o n.º 13 do art.º do CIRC.

A principal implicação desta alteração no tratamento do EBITDA fiscal é que as empresas portuguesas podem ver seu lucro tributável aumentar, uma vez que terão menos despesas financeiras dedutíveis pois este tipo de tratamento do EBITDA fiscal de 2019 impõe face ao EBITDA de 2013 e de 2014 maior limitação na dedução o que pode levar as empresas a pagarem mais impostos.

Como mencionado anteriormente a limitação da dedutibilidade dos juros, pode aumentar a carga tributária das empresas uma vez que as empresas abrangidas por este regime fiscal terão de pagar mais impostos sobre o lucro o que pode afetar negativamente a capacidade das empresas de gerar caixa e cumprir com suas obrigações financeiras e incentivar na redução das dívidas uma vez que os benefícios fiscais associados ao endividamento são cada vez mais reduzidos, o que pode levar as empresas a recorrerem em outras fontes de financiamento. Em suma a alteração fiscal em 2019 tornou possivelmente mais restritiva a dedutibilidade fiscal dos encargos financeiros, ficando o endividamento menos atrativo no plano fiscal.

### 2.2. Teorias da estrutura de capital

A estrutura de capital compreende-se como a combinação entre capitais próprios e capitais alheios utilizada para financiar as atividades das empresas, um dos principais percussores da estrutura de capital foram Modigliani e Miller com a criação da teoria ou modelo MM em 1958, o estudo considerou um mercado perfeito sem influência de impostos, custos de assimetrias de informação e custos de transação, concluíram que a estrutura de capital não influenciava o valor da empresa e que o valor de uma empresa permanece o mesmo quer a empresa esteja endividada ou não. A ausência de impostos tornou o modelo inicial irreal, em estudos subsequentes em 1963 foi introduzido a variável imposto cuja a conclusão recomenda o endividamento para o aumento do valor das empresas (Modigliani & Miller, 1963). Depois do modelo de Modigliani e Miller surgiram várias correntes que explicaram sobre a estrutura de capital como: a teoria de *trade-off*, teoria de *Pecking order*, teoria de custo de agência, teoria de falência, teoria do timing do mercado de ações, teoria do ciclo de vida e etc.

#### 2.2.1. Teoria de *trade-off*

A teoria de *trade-off* assenta na dicotomia entre o endividamento que proporciona vantagens para a empresa através da poupança fiscal, decorrente da possibilidade de dedutibilidade de juros resultado do recurso ao capital alheio e os custos relacionados com a insolvência financeira da empresa.

Nesta teoria podemos encontrar a teoria do *trade-off* estático que considera o imposto de rendimento e o custo da falência. Esta versão não leva em consideração os custos de adaptação da estrutura ótima de capital, o comportamento econômico dos gerentes, proprietários e outros participantes de um processo econômico, bem como uma série de outros fatores, já na versão dinâmica, a teoria do *trade-off* sugere que os custos de ajuste da estrutura de capital são altos as empresas só mudarão sua estrutura de capital se os benefícios superarem os custos, as empresas



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
Domingos João Tchimuhenquele

tentam ajustar as suas dívidas quando ela atinge o limite da faixa ideal. Dependendo do tipo de custos de adaptação as empresas atingem o índice alvo mais rápido ou mais lento. Mudanças proporcionais envolvem um pequeno ajuste enquanto mudanças fixas implicam custos significativos. A teoria do trade-off (Kraus; Litzenberger, 1973; Myers, 1984) liga o segundo modelo MM (Modigliani & Miller, 1963) à teoria da falência (Kim, 1978; Scott Jr., 1977; Stiglitz, 1969) considera que uma empresa precisa encontrar um meio-termo entre as vantagens de um benefício fiscal de juros e as desvantagens de possíveis dificuldades financeiras, esta teoria oferece uma solução interna para a escolha dívida-capital.

### 2.2.2. Teoria da *Pecking Order*

A teoria da *Pecking Order* (Fama; French, 2004; Myers, 1984) descreve uma sequência preferencial de tipos de financiamento para levantar capital, ou seja, as empresas usam primeiro o financiamento de lucros retidos (capital interno) a segunda fonte é a dívida, a última fonte é a emissão de novas ações ordinárias (patrimônio externo). Dados empíricos sobre o nível de dívidas de empresas não financeiras combinados com o processo decisório da alta administração e do conselho de administração, indicam um maior comprometimento com a teoria do *Pecking Order*. Portanto, esta teoria considera que não há emissão de dívida se os recursos internos forem adequados para todos os possíveis investimentos com VPL positivo.

### 2.2.3. Teoria do Timing do mercado de ações

A teoria do Equity Market Timing significa que uma empresa deve emitir ações a um preço alto e recomprá-las a um preço baixo. A ideia é aproveitar as flutuações temporárias no valor do patrimônio em relação ao valor de outras formas de capital. Esta teoria concentra-se em empresas listadas, que geralmente não enfrentam restrições financeiras. A teoria supõe que as empresas listadas emitem ações quando o preço de suas ações está acima da média ou quando o preço de mercado das ações excede seu valor contabilístico. Quando o inverso é verdadeiro, eles fazem resgates. Assim, a estrutura de capital de uma empresa é resultado de tentativas anteriores de *market-timing* (Baker; Wurgler, 2002). Esta teoria justifica que uma empresa é motivada a emitir mais dívida quando as taxas de juros estão baixas e vice-versa.

### 2.2.4. Teoria dos custos de agência

A administração da empresa pode tomar decisões contrárias aos interesses dos acionistas ou credores, respetivamente; despesas são necessárias para controlar suas ações. Para a solução do problema de agência é necessária a escolha correta do pacote de remuneração que permita vincular o lucro do gestor à dinâmica do capital próprio e garantir a motivação dos gestores para a preservação e crescimento do capital social (Fama; Miller, 1972.; Jensen; Meckling, 1976). Esta teoria baseia-se nas relações entre diferentes grupos de partes interessadas, cujos interesses podem ser mutuamente inconsistentes. Se um gerente não maximiza a utilidade dos acionistas ele gera custos de agência de capital próprio, além disso, existem custos relacionados ao controlo dos gestores. Mas a própria dívida



pode estimular os gestores a agir de forma eficaz e controlar quaisquer impulsos de gastar recursos em seu consumo pessoal. No entanto a dívida também pode gerar custos de agência por exemplo, sua disponibilidade pode levar os gestores a financiar investimentos mais arriscados do que o originalmente pretendido. Esses custos podem ser minimizados por meio de títulos ou convênios (Křištofik *et al.*, 2016).

### **2.3. Factores que influenciam na política do endividamento**

Estudos sugeridos pela literatura como de; (Perobelli; Famá, 2002.; Frank *et al.*, 2003; Harris; Raviv, 1991; Jensen; Meckling, 1976; Myers, 1984) apontam fatores como a rentabilidade, tangibilidade dos ativos, idade, dimensão, impostos, benefício fiscal, a taxa de juro, o crescimento, volatilidade, o risco, etc., influenciam na política do endividamento das empresas.

#### **2.3.1. Tangibilidade do ativo**

As teorias afirmam que a tangibilidade dos ativos está relacionada positivamente com o endividamento, confirmado nos estudos de (Harris; Raviv, 1991; Jensen; Meckling, 1976; Williamos, 1988). As teorias do *trade-off* e a teorias da agência, afirmam a existência de uma relação positiva entre os ativos tangíveis e o endividamento pois os mercados financeiros estão dispostos a financiar empresas com alta tangibilidade, esses ativos têm alto valor colateral e recuperá-los em caso de falência, também poderiam ser usados para garantir o financiamento da dívida de longo prazo. Evidências empíricas também sugerem uma relação positiva entre o endividamento e a tangibilidade, ou seja, empresas com maior proporção de ativos tangíveis possuem maior proporção de dívida em sua estrutura de capital (Chittenden *et al.*, 1996; Michaelas *et el*, 1999; Scott Jr., 1977; Titman; Wessels, 1988) já outro estudo sugere uma relação negativa (Chittenden *et al.*, 2000).

#### **2.3.2. Tamanho**

De acordo com a teoria do *trade-off* os custos transacionais mais elevados tornam mais difícil para as empresas menores levantar capital por meio de dívida (Ang *et al.*, 1982) as empresas maiores são tipicamente mais diversificadas com menor chance de insolvência (Pettit; Singer, 1985). Os resultados empíricos indicam uma influência positiva do tamanho da empresa em seus níveis de endividamento (Hemmelgarn; Teichmann, 2014; Huang; Song, 2006; Teixeira *et al.*, 2014.) que significa que empresas maiores tendem a ser mais estáveis e a apresentar menor risco, logo podem ter maior níveis de endividamento. Outros estudos como de (Rajan; Zingales, 1995; Wald, 1999) negam esta possibilidade, constatam que empresas de maior dimensão tendem a recorrer menos em dividas.

#### **2.3.3. Rentabilidade**

A sensibilidade do endividamento à rentabilidade das empresas tem sido o aspeto central para distinguir as teorias do *trade-off* e da *Pecking order* (Danis *et al.*, 2014; De Mooij, 2012). A teoria de *trade-off* prevê uma relação positiva, sustentando que empresas com maior capacidade para gerar resultados recorrem mais ao endividamento não só porque estão em melhores condições de o obter,



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
Domingos João Tchimuhenquele

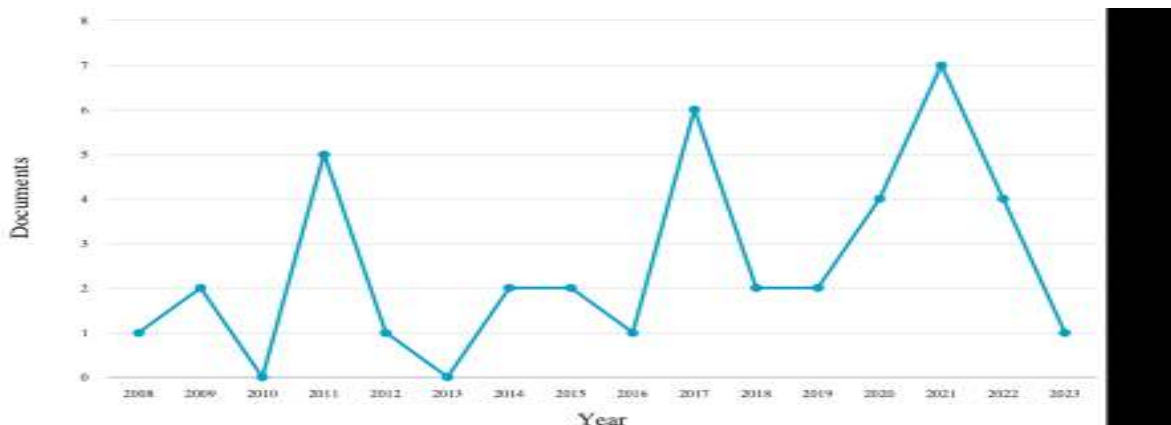
mas também porque requerem mais dívida para usufruir da poupança fiscal, já a teoria de *Pecking order* prevê uma relação negativa, uma vez que as empresas com maior capacidade para gerar resultados têm maior capacidade de autofinanciamento. A teoria da *Pecking order* (Myers, 1984) sugere que uma empresa lucrativa substituiria a dívida externa por recursos internos. Maior parte dos estudos empíricos tanto para países desenvolvidos como em desenvolvimento mostra que o endividamento está negativamente relacionado com a rentabilidade tais como (Booth *et al.*, 2001; Friend; Lang, 1988; Kester, 1986; Psillaki; Daskalakis, 2009; Rajan; Zingales, 1995; Titman; Wessels, 1988; Wald, 1999). Pouco estudos encontraram relação positiva entre o endividamento e a rentabilidade tal como (Chen, S.; Chen, H., 2007) encontraram uma relação positiva entre rentabilidade e o endividamento.

### 2.3.4. Imposto

A teoria do *Trade-off* sugere que o aumento do nível de endividamento por parte das empresas gera vantagens para as mesmas, provenientes dos benefícios resultantes da dedução fiscal dos juros suportados pelo recurso à dívida. Assim sendo, elevadas taxas de imposto aumentam esses benefícios, devendo resultar num aumento do endividamento (De Angelo; Masulis, 1980). Estudos empíricos de (Devereux; Vella, 2018; Huang; Song, 2006; Huizinga *et al.*, 2008; Longstaff; Strebulaev, 2014; Pfaffermayr *et al.*, 2013) constataram uma associação positiva entre a taxa média de imposto e o endividamento, descobriram que empresas com taxa de imposto mais alta usam mais dívida para obter ganhos de proteção fiscal.

Em Portugal a temática sobre o endividamento tem sido abordada já alguns anos, conforme mostra o Gráfico da evolução de publicação.

Gráfico 1 – Evolução de publicação sobre o endividamento das empresas em Portugal



Fonte: Scopus

Apresenta-se, de seguida o resumo das principais conclusões dos estudos, como mostra a tabela 1.



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR

ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
Domingos João Tchimuhenquele

Tabela 1 – Alguns estudos e conclusões sobre o endividamento

Autor	Ano	Estudos	Principais conclusões
(Serrasqueiro & Caetano, 2015)	2015	Teoria do Trade-Off versus <i>Pecking Order</i> Theory: decisões de estrutura de capital numa região periférica de Portugal	A pesquisa conclui que as PME mais rentáveis e mais antigas se endividam menos, o que corrobora com as previsões da teoria da <i>Pecking Order</i> . As PME de maior dimensão recorrem mais ao endividamento, corroborando as previsões da Teoria do <i>Trade-Off</i> e da <i>Pecking Order</i> .
(Mota & Moreira, 2017)	2017	Determinantes da estrutura de capital das empresas portuguesas com investimentos em Angola	Os resultados sugerem que o mercado angolano de elevado crescimento é visto pelas grandes empresas portuguesas como um processo de diversificação de baixo risco devido às dificuldades económicas que Portugal passou, bem como às semelhanças culturais e linguísticas. Concluindo que empresas mais lucrativas usaram mais dívidas.
(Pacheco & Tavares, 2017)	2017	Determinantes da estrutura de capital das PME do setor hoteleiro	Os resultados obtidos sugerem que a rentabilidade, tangibilidade dos ativos, a dimensão da empresa, a liquidez total e o risco afetam a estrutura de capital das PME do setor hoteleiro, enquanto o crescimento, outros benefícios fiscais e a idade não foram considerados relevantes.
(Fernandes <i>et al.</i> , 2018)	2018	Eficiência e estrutura de capital nas PME portuguesas	Os resultados sugerem que as médias empresas têm maior eficiência do que as pequenas empresas e que o endividamento de curto prazo está positivamente relacionado à eficiência e que as empresas seguem a teoria do <i>Pecking Order</i> usando mais capitais interno que dívida.
(Tons & Serrasqueiro, 2020)	2020	Os fatores que influenciam na estrutura de capital: Um estudo sobre as pequenas e médias empresas portuguesas de alta e média-alta tecnologia	Os resultados da pesquisa mostram que o tamanho da empresa, a rentabilidade, a idade e o setor da indústria impactam muito na estrutura de capital e nos índices de endividamento; por outro lado, os impactos dos ativos tangíveis, intangíveis e do crescimento não são tão fortes quanto os fatores anteriores.
(Silva <i>et al.</i> , 2020)	2020	Fatores explicativos da estrutura de capital	O estudo concluiu que o endividamento tem uma relação positiva com a tangibilidade e o tamanho da empresa, o que corrobora com a teoria do <i>trade-off</i> .

Fonte: elaboração própria



## 2.4. HIPOTESE DE INVESTIGAÇÃO

Após a revisão da literatura é possível formular algumas hipóteses sobre os resultados previstos para cada uma das variáveis independentes e sobre o impacto da alteração fiscal de 2019 na política de endividamento das empresas cotadas na Euronext Lisbon, deste modo, foram formuladas as seguintes hipóteses:

- H1: Espera-se uma associação negativa entre a rentabilidade e o endividamento;
- H2: Espera-se uma associação positiva entre a tangibilidade e o endividamento;
- H3: Espera-se uma associação positiva entre a dimensão e o endividamento;
- H4: Espera-se uma associação negativa entre a alteração do regime fiscal 2019 e o endividamento.

## 3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Para a recolha de informação, foram utilizadas as demonstrações financeiras das empresas cotadas na Euronext Lisbon no período de 2013 a 2021, a partir da base de dados *SABI (System Analysis of Iberian Sheet)*. Obteve-se um painel balanceado com uma amostra de 37 empresas e um total de 325 observações. O período da amostra abrange os anos de 2013 a 2021 (9 anos), repartidos em dois subperíodos: 2013-2018, considerado como período antes da alteração fiscal, e 2019-2021, considerado como período após a alteração da legislação.

As variáveis adotadas no estudo foram constituídas por variáveis dependentes e variáveis independentes. De acordo com a literatura, uma das variáveis mais utilizadas para representar a estrutura de capital de uma organização é o endividamento (Harris; Raviv, 1991). Pelo que a variável dependente a considerar no estudo é o endividamento (END), que é medido pelo rácio da dívida financeira em relação ao total do ativo (Sánchez-Vidal, 2014). Para identificar as empresas pouco e muito endividadas, estabeleceu-se como período base 2013-2018, adotando-se o critério de que empresas com uma média do índice de dívida abaixo de 0,5 foram consideradas pouco endividadas, e aquelas com valores iguais ou superiores a 0,5 foram consideradas muito endividadas, tal como em (Margaritis; Psillaki, 2007; Sánchez-Vidal, 2014). As variáveis independentes foram constituídas pela rentabilidade (ROA), tangibilidade dos ativos (TAN), dimensão (DIM) e pela Alteração Fiscal de 2019 (RF\_ALT19). Esta variável (RF\_ALT19) serve para analisar o impacto da alteração fiscal na política de endividamento das empresas. É medida através de uma *dummy* (1) para o período de 2019-2021, considerado como o período após a alteração fiscal, e (0) para o período de 2013-2018, considerado como o período antes da alteração fiscal.



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR

### ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
Domingos João Tchimuhenquele

Tabela 2 – Variáveis, formulas - autores

Variáveis	Proxys	Formula	Autores
Endividamento	END	(Divida financeira / Total do ativo)	(Sánchez-Vidal, 2014)
Rentabilidade	ROA	(EBIT / Totais do ativo)	(De Mooij, 2012)
Tangibilidade	TAN	(Ativo fixo tangível / Ativo total)	(Huang & Song, 2006)
Dimensão	DIM	LN (totais de ativos)	(Heyman, 2008)
Alteração fiscal 2019	RF_ALT19	(1) 2019 – 2021; (0) 2013 – 2018	-

Fonte: elaboração própria

Para testar o impacto da alteração fiscal no endividamento das empresas, o estudo adotou o modelo de regressão linear múltipla, à semelhança de outros investigadores, como (Bradley *et al.*, 1984). A regressão linear múltipla é uma técnica estatística de dependência que permite analisar a relação entre uma variável dependente e várias variáveis independentes. Para a estimação dos dados, adotou-se o método de dados em painel, o que permite a utilização de um maior número de observações (Marques, 2000). No presente estudo, a regressão econométrica especifica-se da seguinte forma:

$$END_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 TAN_{it} + \beta_3 DIM_{it} + \beta_4 RF\_ALT\ 19_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde  $\alpha$  corresponde à constante que relaciona a reta resultante da regressão com o eixo vertical de um plano de referência,  $\beta$  simboliza os coeficientes das variáveis explicativas do modelo,  $\varepsilon$  é o erro associado à regressão,  $i$  é o número que identifica o tempo e  $t$  é o que identifica cada uma das empresas em estudo. Assim, para o tratamento dos dados foi utilizado o software Microsoft Excel e para a estimação do modelo foi utilizado o software estatístico – Stata versão 14.2.

## 4. RESULTADOS E DISCUSSÃO DE INVESTIGAÇÃO

### 4.1. Resultados de Investigação

#### 4.1.1. Teste de comparação de médias

Para verificar o impacto da alteração fiscal na política de endividamento das empresas, optou-se pelo teste de análise univariada do endividamento através do teste de comparação de médias das empresas pouco e muito endividada, como apresenta o resultado da tabela 3.

Tabela 3 – Resultado de comparação de médias

Grupo	Obs.	Média	Desvio padrão	[95% Intervalo. Conf.]	T	Sig.
Antes_lei (2013 - 2018)						
(0) Pouco Endividadas	173	20	163388.10	[182099.6 : 231138.6]	-16.2736	0.0000
(1) Muito Endividadas	46	61	922810.49	[587971.9 : 642780.4]		
Após_lei (2019 - 2021)						
(0) Pouco Endividadas	85	17	139958.3	[140124.7 : 200501.3]	-12.0001	0.0000



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR

### ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
 UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
 Domingos João Tchimuhenuele

				[548111.4 :
(1) Muito Endividadas	21	66	259257.8	784136.9]

Fonte: Elaboração própria com recurso do *Software Stata 14.2*

De acordo o resultado da tabela 3, o teste de comparação de médias, mostra que  $P < 0, 05$ ) o que rejeita hipótese nula de que as médias das duas amostras sejam iguais. O teste evidencia que com alteração do regime fiscal de 2019 as empresas muito endividadas aumentaram suas dividas enquanto as empresas pouco endividadas reduziram.

#### 4.1.2. Matriz de correlação

No sentido de verificar a existência de associação entre as variáveis do modelo é utilizada a matriz de correlações de Pearson, este tipo de análise retrata a forma como duas variáveis variam em conjunto medindo a intensidade e o sentido da relação linear entre ambas.

Tabela 4 – Matriz de correlação

	END	ROA	TAN	DIM	RF_19
END	1.0000				
ROA	0.0008***	1.0000			
TAN	0.1376	-0.0010***	1.0000		
DIM	0.1861	0.0747*	-0.3683	1.0000	
RF_ALT19	-0.0474**	-0.0043***	-0.0250**	0.0083***	1.0000

Elaboração: *Software Stata 14.2*

**Nota: \*\*\* indica um nível de significância de 1%; \*\* indica um nível de significância de 5%; \* Indica um nível de significância de 10%**

Observando a tabela 4 da matriz de correlações, pode-se constatar que existe um grau de correlação muito fraca entre as variáveis explicativas, pois, todos os valores das correlações situam-se abaixo de 50%. Assim, o problema de multicolinearidade entre a variáveis independentes pode ser considerado insignificante. Por outra, verifica-se que o sinal esperado e significativo observa-se apenas na variável alteração fiscal 2019 (RF\_ALT19) com nível de 5%, ao contrário da variável rentabilidade (ROA) que não apresenta sinal esperado, mas possui significância estatística de 1%. Por outro lado, constata-se que as variáveis tangibilidades (TAN) e a dimensão (DIM) apesar de se ajustarem aos sinais esperados não são significativos. Desta forma, o problema de multicolinearidade não é relevante, dado que o valor desta correlação não ultrapassa os 80%.

#### 4.1.3. Regressão linear múltipla

Para verificar o impacto da alteração fiscal 2019 no endividamento das empresas, recorreu-se à análise multivariada através do teste de regressão das variáveis dependente e independentes do modelo.



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR

ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
Domingos João Tchimuhenquele

Tabela 5 – Teste multivariado

Variáveis	Coef.	Sign.
ROA	(0.085525)	0.001***
TAN	0.5453587	0.000***
DIM	0.0565410	0.000***
RF_ALT19	(19463.60)	0.096*
_cons	(8539110)	0.001***
Nº de observações		325
Nº de empresas		37
R - squared (Overall)		8
Test F		0.0000

Elaboração: *Software Stata 14.2*

O resultado da tabela 5 apresenta um modelo econométrico cujo r- quadrado é de 8 pontos percentuais o que quer dizer que 8% da variação do endividamento são explicadas pelas variações das variáveis independentes. Pode-se verificar que todas as variáveis especificado no modelo, como a rentabilidade, tangibilidade dos ativos, o tamanho e a alteração do regime fiscal são estatisticamente significativas com um nível de 1% exceto a variável alteração fiscal de 2019 que é estatisticamente significativa com um nível de significância de 10%.

#### 4.1.4. Testes complementar

No sentido de complementar o resultado da pesquisa, efetuou-se alguns testes para verificar o impacto da alteração fiscal 2019 nas empresas (pouco e muito endividadas) e o efeito de interação da variável fiscal para saber se a alteração fiscal altera o impacto das variáveis explicativas do modelo.

Tabela 6 – Testes de grupos e efeito moderador

Variáveis	pouco_END	muito_END
ROA	0.957	0.175
	0.0011102	-.1584453
TAN	0.000***	0.000***
	.2563497	.594873
DIM	0.000***	0.336
	.0745522	-.0178202
RF_ALT19	0.013 **	0.076*
	(0.2431716)	0.4975499
_cons	0.000***	0.018**
	-1235143	896948.1
Nº de observações	258	67
Nº de empresas	35	12
R - squared (Overall)	6	45
Test F	0.0000	0.0000

Elaboração: *Software Stata 14.2*



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR

### ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
 UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
 Domingos João Tchimuhenquele

O resultado dos testes da Tabela 6 apresenta, para as empresas pouco endividadas, um resultado estatisticamente significativo com um nível de significância de 1% para a tangibilidade e a dimensão, e de 5% para a alteração fiscal de 2019. O mesmo ocorre com as empresas muito endividadas, que apresentam um resultado estatisticamente significativo de 1% para a tangibilidade e de 10% para a alteração fiscal de 2019. Em termos de associações das variáveis, constata-se uma associação negativa entre as empresas pouco endividadas e a alteração fiscal, o que significa que, com a alteração fiscal de 2019, as empresas pouco endividadas reduziram os seus níveis médios de endividamento. Por outro lado, observa-se uma associação positiva entre as empresas muito endividadas e a alteração fiscal, o que significa que, com a alteração do regime fiscal de 2019, as empresas muito endividadas aumentaram as suas dívidas.

#### 4.2. Discussão de Resultados

Para discutir os resultados da pesquisa, analisou-se a comparação dos sinais dos coeficientes de regressão associados às variáveis independentes com os sinais esperados e avaliaram-se as hipóteses de investigação, conforme mostrado na Tabela 7.

Tabela 7 – Validação de hipótese de estudo

Variáveis	Sinal previsto	Sinal encontrado	Coef.	Sign.
ROA	-	-	-.0855254	0.001***
TAN	+	+	.5453587	0.000***
DIM	+	+	.0565410	0.000***
RF_ALT19	-	-	-19463.60	0.096*
_cons			-8539110	0.001***

Elaboração: Fonte própria

Constata-se que os coeficientes associados às variáveis rentabilidade (ROA) e alteração fiscal de 2019 (RF\_ALT19) são, conforme esperado, negativos. Por outro lado, as variáveis tangibilidade dos ativos (TAN) e dimensão (DIM) são, como previsto, positivas.

Os coeficientes negativos associados à variável rentabilidade (ROA) estão em linha com a teoria do *Pecking Order* e a hipótese H1, que defende uma associação negativa com o endividamento. O coeficiente da equação indica que uma variação unitária na rentabilidade reduz o nível médio de endividamento em 8%. Isto significa que, com o aumento da rentabilidade, as empresas tendem a reduzir os níveis médios de endividamento, corroborando estudos como (Myers, 1984; Booth *et al.*, 2001; Friend; Lang, 1988; Kester, 1986; Psillaki; Daskalakis, 2009; Rajan & Zingales, 1995; Titman; Wessels, 1988; Wald, 1999; Serrasqueiro; Caetano, 2015), que descobriram que empresas com maior capacidade de gerar resultados possuem maior capacidade de autofinanciamento. No entanto, este resultado contrasta com estudos como (Chen, S.; Chen, H., 2007; Kraus; Litzenberger, 1973; Mota; Moreira, 2017), que observaram que empresas com maior capacidade para gerar resultados recorrem ao endividamento para aproveitar a poupança fiscal, portanto, não rejeitamos a hipótese H1.



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
Domingos João Tchimuhengele

Para a variável tangibilidade dos ativos (TAN), observa-se que o valor absoluto dos coeficientes reflete a hipótese H2, conforme defendido pela teoria do *Trade-Off*. Houve um fortalecimento da associação positiva entre o endividamento e a tangibilidade dos ativos. O coeficiente da equação indica que uma variação unitária na tangibilidade dos ativos aumenta o nível médio de endividamento em 54%. Isto sugere que empresas com mais investimentos em ativos aumentam o seu endividamento, semelhante ao que foi encontrado por (Huang; Song, 2006), que identificaram uma associação positiva entre ativos tangíveis e endividamento. Os mercados financeiros tendem a financiar empresas com alta tangibilidade, pois esses ativos possuem alto valor colateral e podem ser usados como garantias para dívidas a médio e longo prazo. Portanto, não rejeitamos a hipótese H2.

Quanto à variável dimensão (DIM), a comparação do valor absoluto dos coeficientes reflete a hipótese H3, conforme defendido pela teoria do *Trade-Off*. Há um fortalecimento da associação positiva entre o endividamento (END) e a dimensão (DIM). O coeficiente da equação indica que uma variação no tamanho da empresa aumenta o nível médio de endividamento em 5%, sugerindo que empresas de maior dimensão tendem a ser mais estáveis e a apresentar menor risco, podendo, portanto, suportar um maior nível de endividamento. Este resultado corrobora estudos de (Hemmelgarn; Teichmann, 2014; Huang; Song, 2006; Teixeira *et al.*, 2014; Serrasqueiro; Caetano, 2015), pelo que não rejeitamos a hipótese H3.

Para a variável alteração fiscal 2019 (RF\_ALT19), a comparação dos coeficientes reflete a hipótese H4, evidenciando uma associação negativa entre a alteração fiscal e o endividamento. O coeficiente da equação mostra que a alteração fiscal de 2019 resultou numa redução de 19% no nível médio de endividamento. Isto indica que a alteração do regime fiscal prevista no art.º 67 do CIRC levou as empresas a reduzirem os seus níveis médios de dívida, alinhando-se com o objetivo da reforma fiscal de desincentivar o recurso a capitais alheios. Assim, não rejeitamos a hipótese H4.

### 5. CONSIDERAÇÕES

A alteração dos limites de dedutibilidade dos juros de financiamento, introduzida pelo artigo 67.º do CIRC em 2019, alinha-se com as práticas adotadas por muitos países da UE e da OCDE, substituindo as antigas regras de endividamento. Esta mudança teve como objetivo principal promover a redução do endividamento excessivo da economia e mitigar a tendência histórica do sistema fiscal em favorecer o financiamento da atividade económica através de capital alheio. O principal objetivo do estudo foi de analisar o impacto da alteração fiscal de 2019, prevista no art.º 67 do Código do Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC) no endividamento das empresas.

Os resultados obtidos revelam que a rentabilidade, a tangibilidade, a dimensão das empresas, bem como a alteração do regime fiscal de 2019, são fatores cruciais na definição da política de endividamento. Verificou-se que a tangibilidade e a dimensão das empresas têm uma relação positiva com o nível de dívida, o que sugere que empresas de maior dimensão e com ativos tangíveis preferem recorrer ao endividamento, corroborando assim a teoria do *Trade-Off*. Por outro lado, a rentabilidade apresentou uma relação negativa com o endividamento, indicando que empresas mais rentáveis tendem a preferir o autofinanciamento, conforme previsto pela teoria do *Pecking Order*. De forma geral,



## RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR

### ISSN 2675-6218

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
 UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
 Domingos João Tchimuhengele

os resultados do estudo sugerem que, após a implementação das alterações fiscais de 2019, as empresas reduziram, em média, os seus níveis de endividamento em 19%, alinhando-se com o objetivo da reforma fiscal de desincentivar o recurso ao financiamento externo. Adicionalmente, observou-se que as empresas com baixos níveis de endividamento – que constituem mais de 80% da amostra do estudo – reduziram os seus níveis médios de dívida, enquanto as empresas altamente endividadas aumentaram o seu endividamento.

Este estudo pretende contribuir significativamente para a literatura empírica relacionada com os efeitos económicos das medidas de limitação à dedutibilidade dos juros em Portugal. No entanto, à semelhança de Fonseca *et al.*, (2019) e Santos (2016), a principal limitação deste estudo reside na escassez de informações fiscais necessárias para a composição das variáveis fiscais que influenciam a política de endividamento. Assim, para futuras investigações, sugere-se a realização de um estudo com uma amostra mais diversificada e que incorpore dados fiscais mais abrangentes.

#### REFERÊNCIAS

ANG, J. S.; CHUA, J. H.; MCDONNELL, J. J. The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note. **The Journal of Finance**, v. 37, n. 1, p. 219–226, 1982.

ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA. **Lei nº 114/2017, de 29 de dezembro: Alteração à dedutibilidade de gastos de financiamento.** Diário da República, 2017.

ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA. **Lei nº 24/2020, de 6 de julho: Alteração à dedutibilidade de gastos de financiamento.** Diário da República, 2020.

ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA. **Lei nº 32/2019, de 3 de maio: Alteração à dedutibilidade de gastos de financiamento.** Diário da República, 2019.

ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA. **Lei nº 82-C/2014, de 31 de dezembro: Alteração à limitação da dedutibilidade de gastos.** Diário da República, 2012.

ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA. **Orçamento do Estado para 2013: Lei nº 66-B/2012, de 31 de dezembro.** Diário da República, 2012. Acesso em: 24 jan. 2023.

BAKER, M.; WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1-32, 2002.

BONTEMPI, M. E. The dynamic specification of the modified pecking order theory: Its relevance to Italy. **Empirical Economics**, v. 27, n. 1, p. 1–22, 2002.

BOOTH, L.; AIVAZIAN, V.; DEMIRGUC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Capital Structures in Developing Countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, p. 87–130, 2001.

BRADLEY, M.; JARRELL, G. A.; KIM, E. H. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 857–878, 1984.

CHEN, S. S.; CHEN, H. C. Oil prices and real exchange rates. **Energy Economics**, v. 29, n. 3, p. 390-404, 2007.



**RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR**  
**ISSN 2675-6218**

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
 UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
 Domingos João Tchimuhenquele

CHITTENDEN, F.; HALL, G.; HUTCHINSON, P. Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. **Small Business Economics**, v. 8, n. 1, p. 59–67, 1996.

CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA. **Diretiva (UE) 2016/1164, de 16 de julho 2016**. Acesso em: 1 mar. 2023.

DANIS, A.; RETTL, D. A.; WHITED, T. M. Refinancing, profitability, and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 114, n. 3, p. 424–443, 2014.

DE MOOIJ, R. A. Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions. **Fiscal Studies**, v. 33, n. 4, p. 489–512, 2012.

DEANGELO, H.; MASULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 3–29, 1980.

DEVEREUX, M. P.; VELLA, J. Debate: Implications of Digitalization for International Corporate Tax Reform. **Intertax**, p. 550–559, 2018.

DOMINGUES, R. R. **Limitação à Dedução Fiscal de Gastos de Financiamento**. [S. l.]: Revisores e Auditores, 2018. p. 44-45.

DRUKKER, D. M. Testing for serial correlation in linear panel-data models. **The Stata Journal**, v. 3, n. 2, p. 168-177, 2003.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. **Journal of economic Perspectives**, v. 18, p. 25-46, 2004.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The Equity Premium. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 2, p. 637–659, 2002.

FONSECA, D. O impacto do Enquadramento fiscal do Financiamento de 2013 no Endividamento (CISTI). 2019 *In: 14th Iberian Conference on Information Systems and Technologies (CISTI)*, 2019. p. 19-21.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K.; FRANK, M. Capital Structure Decisions. **Financial Management**, v. 67, p. 217- 248, 2003.

FRIEND, I.; LANG, L. H. P. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 2, p. 271–281, 1988.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

HEMMELGARN, T.; TEICHMANN, D. Tax reforms and the capital structure of banks. **International Tax and Public Finance**, v. 21, n. 4, p. 645–693, 2014.

HEYMAN, D.; DELOOF, M.; OOGHE, H. The financial structure of private held Belgian firms. **Small Business Economics**, v. 30, n. 3, p. 301–313, 2008.

HUANG, G.; SONG, F. M. The determinants of capital structure: Evidence from China. **China Economic Review**, v. 17, n. 1, p. 14–36, 2006.

HUIZINGA, H.; LAEVEN, L.; NICODEME, G. Capital structure and international debt shifting. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 1, p. 80–118, 2008.



**RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR**  
**ISSN 2675-6218**

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
 UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA Euronext Lisbon  
 Domingos João Tchimuhenquele

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

KESTER, W. C. Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. **Financial Management**, v. 15, n. 1, p. 5–16, 1986.

KIM, E. H. A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. **Journal of Finance**, v. 33, n. 1, p. 45–63, 1978.

KIM, W. S.; SORENSEN, E. H. Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 21, n. 2, p. 131–144, 1986.

KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. A State-Preference Model Of Optimal Financial Leverage. **The Journal of Finance**, v. 28, n. 4, p. 911–922, 1973.

KRIŠTOFÍK, P.; LAMENT, M.; MUSA, H. The reporting of non-financial information and the rationale for its standardisation. **E a M: Ekonomie a Management**, v. 19, n. 2, p. 157–175, 2016.

KRIŠTOFÍK, P.; MEDZIHORSKÝ, J.; MUSA, H. Capital Structure and Its Determinants—A Comparison of European Top-Rated CSR and Other Companies. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 15, n. 8, p. 325, 2022.

LONGSTAFF, F. A.; STREBULAIEV, I. A. **Nber Working Paper Series Corporate Taxes And Capital Structure: A Long-Term Historical Perspective Corporate Taxes and Capital Structure**. [S. l.: s. n.], 2014. p. 1-38.

MARGARITIS, D.; PSILLAKI, M. Capital structure and firm efficiency. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 34, n. 9–10, p. 1447–1469, 2007.

MARQUES, L. D. **Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão de literatura**. Porto: Faculdade de Economia Do Porto, 2000. p. 1-84. (Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão).

MARTINS, A. A influência da fiscalidade na estrutura de capital das empresas. **NOTAS ECONÓMICAS**, v. 9, p. 36-50, 1997.

MARTINS, A.; SÁ, C.; DANIEL, Taborda. **A Dedutibilidade de Gastos no IRC**. Lisboa: ALMEDINA, 2020. p. 338-345.

MICHAELAS, N.; CHITTENDEN, F.; POTUZIOURIS, P. Financial Policy and Capital Structure Choice in UK. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. **Small Business Economics Publishers**, Netherlands, v. 12, p. 113-130, 1999.

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS. **Decreto-Lei nº 5/96, de 29 de janeiro 1996**. Diário da República, Série I-A, nº 24, 1996. Acesso em: 24 jan. 2023.

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS. **Limitação à dedutibilidade de gastos de financiamento**. Circular nº 7/2013, de 19 de agosto de 2013. Diário da República, 2013. Acesso em: 24 jan. 2023.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **Source: The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MOTA, J. H. F.; MOREIRA, A. C. Determinants of the capital structure of Portuguese firms with investments in Angola. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, p. 1-11, 2017.

MUKHERJEE, S.; MAHAKUD, J. Dynamic adjustment towards target capital structure; evidence from Indian companies. **Journal of Advances in Management Research**, v. 7, n. 2, p. 250–266, 2010.



**RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR**  
**ISSN 2675-6218**

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
 UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
 Domingos João Tchimuhenquele

- MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574–592, 1984.
- OCDE. **Combate à Erosão da Base Tributária e à Transferência de Lucros. 2013**. Paris: OCDE, 2013. Acesso em: 14 out. 2022.
- OCDE. **Plano de Ação para o combate à Erosão da Base Tributária e à Transferência de Lucros**. Paris: OCDE, 2014. Acesso em: 29 out. 2022.
- PEROBELLI, F.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v.37, n. 3, p. 33-46, 2002.
- PETTIT, R. R.; SINGER, R. F. Small Business Finance: A Research Agenda. **Financial Management**, v. 14, n. 3, p. 47–60, 1985.
- PFAFFERMAYR, M.; STÖCKL, M.; WINNER, H. Capital Structure, Corporate Taxation and Firm Age. **Fiscal Studies**, v. 34, n. 1, p. 109–135, 2013.
- PSILLAKI, M.; DASKALAKIS, N. Are the Determinants of Capital Structure Country or Firm Specific? Evidence from SMEs. **Small Business Economics**, v. 33, p. 319–333, 2009.
- PURUGGANAN, M.; HEWITT, J. How to Read a Scientific Article. **Project in Engineering a Professional Communication**, p. 1-6, 2004.
- RAJAGOPAL.. **Determinants of shopping behavior of urban consumers**. **Journal of International Consumer Marketing**, v. 23, n. 2, p. 83–104, 2011.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421–1460, 1995.
- SÁNCHEZ-Vidal, F. J. High debt companies' leverage determinants in Spain: A quantile regression approach. **Economic Modelling**, v. 36, p. 455–465, 2014.
- SANTOS, L. **A fiscalidade e a estrutura de financiamento das empresas: Evidência empírica em Portugal**. 2016. Dissertação (mestrado) – ISCAC, [S. l.], 2016.
- SARDÃO, A. **Dedutibilidade de Juros em Sede de IRC: Algumas Questões**. 2014. Dissertação (mestrado) - Universidade do Porto, Porto, 2014.
- SCOTT Jr., J. H. Bankruptcy, Secured Debt, And Optimal Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 1, p. 1–19, 1977.
- SERRASQUEIRO, Z.; CAETANO, A. **Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory: Capital Structure Decisions In A Peripheral Region Of Portugal**. Covilhã, Portugal: Department of Management and Economics, Faculty of Social and Human Sciences UBI, 2012. p. 1-11.
- SILVA, M.; GOMES, L. P.; LOPES, I. C. Explanatory factors of the capital structure. **Emerging Science Journal**, v. 4, n. 6, p. 519–529, 2020.
- STIGLITZ, J. E. Distribution of Income and Wealth Among Individuals. **The Econometric Society**, v. 37, n. 3, p. 382-397, 1969.
- TABORDA, D.; MARTINS, A.; SÁ, C. Determining excess indebtedness for tax purposes: how to apply a poorly conceived standard? **Revista Jurídica Portucalense**, v. 31, p. 64–85, 2022.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1–19, 1988.



**RECIMA21 - REVISTA CIENTÍFICA MULTIDISCIPLINAR**  
**ISSN 2675-6218**

IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL:  
UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON  
Domingos João Tchimuhenquele

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. **Acórdão no Processo nº C-324/00, de 12 de dezembro de 2002.** Acesso em: 24 jan. 2023.

VAZ, F.; PAULO, J.; JOSÉ, A.; OLIVEIRA, F.; PINTO, A. A. Efficiency and capital structure in Portuguese SMEs. **Springer Proceedings in Mathematics & Statistics**, v. 223, p. 28-30, 2018.

WALD, J. K. How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. **Journal of Financial Research**, v. 22, n. 2, p. 161–187, 1999.

WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 3, p. 567–591, 1988.

WOOLDRIDGE, J. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. [S. l.]: MIT Press, 2002. p. 551–644.