Lisbon School of Economics & Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO EM

CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

IMPACTO DA REMUNERAÇÃO CONVENCIONAL DO CAPITAL SOCIAL NA ESTRUTURA FINANCEIRA E NO INVESTIMENTO DAS EMPRESAS PORTUGUESAS

XAVIER PRATA NEVES

JUNHO - 2025

Lisbon School of Economics & Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

IMPACTO DA REMUNERAÇÃO CONVENCIONAL DO CAPITAL SOCIAL NA ESTRUTURA FINANCEIRA E NO INVESTIMENTO DAS EMPRESAS PORTUGUESAS

XAVIER PRATA NEVES

ORIENTAÇÃO:
INÊS MARIA GALVÃO TELES FERREIRA DA FONSECA PINTO
JOSÉ MARIA FERNANDES PIRES

JUNHO - 2025

GLOSSÁRIO

ACE – *Allowance for Corporate Equity*

AT – Autoridade Tributária

BF – Benefício Fiscal

CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

DL – Decreto-Lei

EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais

EBITDA – Resultado antes de depreciações, amortizações, gastos de financiamento líquidos e impostos

EMCE – Estrutura de Missão para a Capitalização das Empresas

IRC – Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas

LOE – Lei do Orçamento de Estado

M&M – *Modigliani e Miller*

PME – Micro, pequenas e médias empresas

RCCS – Remuneração Convencional do Capital Social

RFICE – Regime Fiscal de Incentivo à Capitalização das Empresas

UE – União Europeia

RESUMO

Os benefícios fiscais são um instrumento de política fiscal, destinado à prossecução de finalidades extrafiscais. Enquanto desagravamentos fiscais de natureza excecional, os benefícios fiscais configuram-se como despesa fiscal cuja legitimidade depende da verificação de que o interesse extrafiscal prosseguido justifica a renúncia, redução ou diferimento da receita fiscal.

O presente estudo tem como objetivo avaliar se os objetivos extrafiscais subjacentes à Remuneração Convencional do Capital Social (RCCS) foram efetivamente alcançados e se a correspondente despesa fiscal pode ser considerada produtiva. Para tal, analisou-se o impacto deste benefício no rácio de autonomia financeira e no rácio de investimento através da aplicação de modelos de regressão linear.

Deste modo, foram recolhidos os dados financeiros das empresas beneficiárias, bem como uma amostra de controlo composta por entidades com caraterísticas semelhantes, tendo-se igualmente considerado os montantes efetivamente deduzidos de RCCS no período de 2017 a 2022.

Os resultados obtidos indicam que esta política fiscal teve um impacto positivo tanto no reforço dos capitais próprios como no aumento do nível de investimento das empresas, sendo este efeito mais pronunciado nas micro e pequenas empresas. Assim, a despesa fiscal associada a este benefício foi efetivamente produtiva e a política fiscal foi adequada, uma vez que os objetivos extrafiscais que a justificaram foram atingidos.

Esta investigação representa um contributo relevante para a avaliação das políticas fiscais e para a compreensão do papel dos benefícios fiscais enquanto instrumentos de política pública, fornecendo elementos úteis à conceção e eventual adoção futura de benefícios fiscais com caraterísticas semelhantes.

Palavras-chave: Benefícios fiscais; Capital Próprio; Investimento; Despesa Fiscal; RCCS

Códigos JEL: H25; H32; H21

ABSTRACT

Tax benefits are a fiscal policy instrument designed to achieve extrafiscal objectives. As exceptional tax relief measures, tax benefits are considered tax expenditures whose legitimacy depends on verifying whether the extrafiscal interest justifies the waiver, reduction, or deferral of tax revenue.

This study aims to assess whether the extrafiscal objectives underlying the Remuneração Convencional do Capital Social (RCCS) were effectively achieved and whether the corresponding tax expenditure can be considered productive. To this end, the impact of this tax benefit on the equity ratio and the investment ratio was analyzed using linear regression models.

Financial data were collected from the beneficiary companies, as well as from a control sample consisting of entities with similar characteristics. The amounts actually deducted under the RCCS during the period from 2017 to 2022 were also considered.

The results indicate that this fiscal policy had a positive impact, both on the strengthening of equity and on increasing companies investment levels, with this effect being more pronounced in micro and small enterprises. Therefore, the tax expenditure associated with this benefit was effectively productive and the tax policy was appropriate, as the extrafiscal goals that justified it were achieved.

This research represents a relevant contribution to the evaluation of fiscal policy and to the understanding of the role of tax benefits as policy instruments, providing useful insights for the design and potential future adoption of tax benefits with similar characteristics.

Keywords: Tax Benefits; Equity; Investment; Tax Expenditure; RCCS

JEL Codes: H25; H32; H21

ÍNDICE

GLOSSÁRIO I

RESUMO II

ABSTRACT III

ÍNDICE DE TABELAS VI

AGRADECIMENTOS VII

1. INTRODUÇÃO 1

2. CONTEXTO 3

2.1. Benefícios Fiscais 3

2.2. Legislação Fiscal Portuguesa: Financiamento Empresarial 5

2.2.1. Capital Alheio 5

2.2.2. Capital Próprio 6

2.3. Remuneração Convencional do Capital Social 7

2.3.1. Finalidade do Benefício Fiscal 7

2.3.2. Enquadramento Legal 8

3. REVISÃO DA LITERATURA 10

3.1. Escolha da Estrutura de Capital 10

3.1.1. Impacto nas Decisões de Investimento 11

3.1.2. Influência da Fiscalidade 12

3.2. Estudos anteriores sobre RCCS 12

3.2.1. Estudos Internacionais 13

3.2.2. Estudos acerca de Portugal 14

3.3. Hipóteses em estudo 14

4. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO 15

4.1. Dados e Amostra 15

4.2. Modelos de Regressão 16

4.2.1. Impacto da RCCS na Estrutura Financeira 16

4.2.2. Impacto da RCCS no Investimento 19

5. RESULTADOS 22

5.1. Análise de Correlação 22
5.2. Estatísticas Descritivas 22
5.3. Análise dos Resultados 23
5.3.1. Impacto da RCCS na Estrutura Financeira 23
5.3.2. Impacto da RCCS no Investimento 26
5.4. Análise adicional 29
6. CONCLUSÕES 33
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 36
LEGISLAÇÃO 43
ANEXOS 45

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela I – Impacto da RCCS na Estrutura Financeira das Empresas 24
Tabela II – Impacto da RCCS no Rácio de Investimento 27
Tabela III – Impacto da RCCS na Estrutura Financeira das Micro e Pequenas Empresas 29
Tabela IV – Impacto da RCCS na Estrutura Financeira das Médias e Grandes Empresas 30
Tabela V – Impacto da RCCS no Rácio de Investimento das Micro e Pequenas Empresas 31
Tabela VI – Impacto da RCCS no Rácio de Investimento das Médias e Grandes Empresas 32

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a todos os professores que, ao longo do meu percurso académico, me transmitiram conhecimento e contribuíram para que pudesse alcançar esta etapa. Em particular, agradeço à professora Inês Pinto e ao professor José Maria Pires pela orientação prestada, disponibilidade e recomendações que contribuíram para o desenvolvimento deste trabalho.

À Margarida, minha companheira, pela presença constante ao longo dos anos, pelo apoio incondicional, pela confiança depositada em mim e pela forma como, desde sempre, me inspirou a acreditar nas minhas capacidades.

Aos meus pais, por estarem sempre ao meu lado, pelo esforço realizado durante todo o meu percurso académico, pelos conselhos valiosos e pelo impulso contínuo na concretização dos meus objetivos.

À minha irmã, por toda a atenção e preocupação, apesar da distância, em acompanhar o meu trajeto.

Aos meus avós, pelas palavras de incentivo que sempre me transmitiram e pelo seu apoio constante.

1. INTRODUÇÃO

Os benefícios fiscais (BF) são instrumentos de política fiscal com caráter excecional, criados para promover determinados comportamentos económicos e sociais de interesse público. De acordo com o n.º 1 do art. 2.º do Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF), consistem em desagravamentos fiscais de caráter excecional, criados para tutelar interesses públicos extrafiscais relevantes que prevalecem sobre os objetivos da tributação.

Deste modo, os BF configuram-se como uma despesa fiscal (n.º 2 do art. 2.º do EBF), representando uma derrogação deliberada ao sistema normal de tributação e implicando, por conseguinte, uma redução da receita fiscal. Esta redução justifica-se pela assunção de um papel estratégico na promoção de valores sociais, culturais e outros de interesse público, bem como no estímulo a atividades e comportamentos fundamentais ao desenvolvimento económico e social (Ministério das Finanças, 2024). Entre os principais objetivos dos BF, destacam-se o reforço da competitividade da economia, o apoio à criação de emprego, o incentivo ao investimento produtivo e a promoção de um crescimento sustentável (Grupo de Trabalho para o Estudo dos Benefícios Fiscais, 2019).

As caraterísticas particulares do tecido empresarial português, no qual, segundo o INE (2024), 99,9% das empresas são classificadas como Pequenas e Médias Empresas[1] (PME), reforçam a relevância dos BF enquanto instrumento de política económica. As empresas portuguesas apresentam, em geral, baixos níveis de capital próprio, uma elevada dependência de financiamento bancário e, consequentemente, por estruturas financeiras desequilibradas, o que se traduz numa baixa resiliência financeira (EMCE, 2016).

Neste enquadramento, o BF objeto desta investigação é a Remuneração Convencional do Capital Social (RCCS). Tendo permanecido em vigor até dezembro de 2022, o seu principal objetivo era o reforço da estrutura de capital das empresas (DL n.º 162/2014, de 31 de outubro), promovendo a neutralidade fiscal nas escolhas de financiamento e incentivando a redução do endividamento das empresas. A neutralidade fiscal visava corrigir a tendência dos sistemas fiscais de favorecer o financiamento por capital alheio,

[1] Nos termos do Decreto-Lei (DL) n.º 372/2007 de 6 de novembro, a categoria PME é constituída por empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros.

enquanto a redução do endividamento das empresas procurava mitigar os elevados níveis de sobre-endividamento.

De forma geral, este BF, integrado no art. 41.º-A do EBF, permitia a dedução no apuramento do lucro tributável da taxa de 7% do valor das entregas de capital realizadas na constituição da empresa e nos aumentos de capital, durante um prazo de seis anos[2]. Segundo a última atualização, as formas de realização elegíveis incluíam as entradas realizadas em dinheiro, entradas em espécie realizadas através de conversão de créditos e o recurso aos lucros do próprio exercício.

Através deste instrumento fiscal, o Estado procurava reforçar as condições de investimento e mitigar os problemas de financiamento das empresas (Resolução do Conselho de Ministros n.º 100/2015), incentivando a sua capitalização e o financiamento por capital próprio. A relevância deste BF assenta na necessidade de promover estruturas financeiras mais sólidas, essenciais ao crescimento económico, à criação de emprego, ao aumento da produtividade e à capacidade de resposta aos desafios com impacto no futuro das empresas.

Neste sentido, o presente estudo visa aferir se a despesa fiscal associada à RCCS foi efetivamente produtiva, ou seja, se os objetivos extrafiscais que justificaram a sua criação se revelaram de relevância superior aos da própria tributação que impede.

Na literatura, a influência da fiscalidade na escolha da estrutura de capital e o impacto desta nas decisões de investimento têm sido amplamente estudados. Contudo, permanece a ausência de consenso quanto à natureza dessas relações (Farinha & Prego, 2013; Dang, 2011; Fleckenstein et al., 2020; Jong et al., 2008). Relativamente a estudos específicos sobre o BF em estudo, existem algumas investigações no contexto internacional sobre experiências semelhantes à RCCS (Petutschnig & Rünger, 2022; Meki, 2023) e no panorama nacional (Kock & Gérard, 2018; Queirós, 2020; Cruz & Soares, 2022). No entanto, o presente estudo distingue-se pela abordagem adotada, variáveis consideradas, dimensão da amostra, hipóteses formuladas e período temporal abrangido, conferindo-lhe um caráter diferenciador na avaliação do impacto da RCCS e da respetiva despesa fiscal.

[2] Esta redação resulta das alterações introduzidas pela Lei n.º 42/2016, de 28 de dezembro, ao regime da RCCS.

As hipóteses desta investigação consistem em analisar se as deduções associadas à RCCS exercem um efeito positivo sobre o rácio de autonomia financeira e no rácio de investimento das empresas.

Para o efeito, foram recolhidos dados financeiros das empresas referentes ao período de 2017 a 2022, incluindo os montantes deduzidos pelas entidades beneficiárias ao abrigo deste BF. A amostra principal incluiu 4.064 empresas e a amostra de controlo é composta por 4.091 empresas que não recorreram à RCCS, sendo que em ambas mais de 90% correspondem a PMEs. Para avaliar o impacto da RCCS, foram desenvolvidos modelos de regressão linear focados no rácio de autonomia financeira e no rácio de investimento. De forma adicional, é analisada a forma como esse impacto se manifesta em cada grupo de empresas.

Esta análise contribui para uma avaliação fundamentada da eficácia deste instrumento fiscal e para a melhoria da eficiência na afetação dos recursos públicos. De forma geral, os resultados sugerem que esta política fiscal teve um impacto positivo no capital próprio das empresas entre 0,043% e 0,591% e, no investimento entre 0,065% e 1,142%, em linha com a evidência empírica (Cao & Whyte, 2023; Moore, 2014).

A presente investigação está estruturada em seis capítulos. O Capítulo 2 expõe um enquadramento teórico sobre os BF e a RCCS. No Capítulo 3 é realizada uma revisão de literatura sobre a estrutura de capital e estudos relacionados com a RCCS. O Capítulo 4 descreve a metodologia adotada, incluindo os modelos de regressão linear utilizados. No Capítulo 5 são apresentados e analisados os resultados das regressões e da análise adicional. Por fim, o Capítulo 6 sintetiza as principais conclusões do estudo, refletindo sobre os seus contributos, limitações e sugestões de investigação futura.

2. CONTEXTO

2.1. BENEFÍCIOS FISCAIS

O sistema fiscal português, conforme exposto no n.º 1 do art. 103.º da Constituição da República Portuguesa[3] e no n.º 1 do art. 5.º da Lei Geral Tributária[4], possui dois tipos de finalidades: finalidades financeiras e finalidades extrafinanceiras.

[3] "O sistema fiscal visa a satisfação das necessidades financeiras do Estado e outras entidades públicas e uma repartição justa dos rendimentos e da riqueza."
[4] "A tributação visa a satisfação das necessidades financeiras do Estado e de outras entidades públicas e promove a justiça social, a igualdade de oportunidades e as necessárias correções das desigualdades na distribuição da riqueza e do rendimento."

As finalidades financeiras são relativas à satisfação das necessidades financeiras do Estado e de outras entidades públicas. As finalidades extrafinanceiras são a justa repartição do rendimento e da riqueza e encontram-se associadas ao conceito de "justiça social" mediante a promoção da igualdade de oportunidades e a correção das desigualdades na distribuição da riqueza e do rendimento.

Segundo Catarino & Ferraz (2022), os impostos são utilizados como ferramentas de políticas públicas abrangentes e não apenas para a obtenção de receitas públicas, influenciando comportamentos económicos. Catarino & Guimarães (2021) identificam os BF como instrumentos ao serviço destas finalidades extrafinanceiras.

A definição de BF, expressa no n.º 1 do art. 2.º do EBF, refere que se consideram BF as "medidas de caráter excecional instituídas para tutela de interesses públicos extrafiscais relevantes que sejam superiores aos da própria tributação que impedem". Desta forma, é possível inferir a existência de quatro condições, cuja verificação é necessária para a qualificação de uma medida como BF: caráter excecional; tutela de interesses públicos; natureza extrafiscal desses interesses públicos; esses interesses serem de valor superior aos da própria tributação que impedem.

O caráter excecional consiste na derrogação às regras gerais de tributação, conferindo uma vantagem a determinados sujeitos passivos (Pereira, 2020). Neste sentido, refere Gomes (1991) que os BF constituem uma violação aos princípios da generalidade, igualdade tributária e capacidade contributiva. Assim, é essencial que exista um objetivo extrafiscal que proteja um interesse público com dignidade constitucional, legitimando o benefício (Andrade, 2015). Esse interesse deve ser de tal forma superior para justificar a perda de receita e a desigualdade gerada entre contribuintes com idêntica capacidade contributiva. Incluem-se no conceito de BF a função de proteger ou incentivar interesses económicos, culturais ou comportamentais (Ministério das Finanças, 2024). Relativamente à última condição, os interesses prosseguidos pelos BF devem ser constitucionalmente superiores aos da própria tributação, sob pena de se estabelecerem como desigualdades arbitrárias geradoras de inconstitucionalidades (Gomes, 1991).

Os BF são despesas fiscais, como refere o n.º 3 do art. 2.º do EBF. Tendo em vista o cumprimento de finalidades públicas ou extrafiscais, os BF conduzem à redução ou diferimento de parte da receita fiscal (Ministério das Finanças, 2024). Andrade (2014)

refere que a despesa fiscal é a consequência orçamental do desagravamento fiscal[5]. Neste contexto e tendo em vista a promoção da transparência, o Governo publica anualmente um relatório da despesa fiscal (art. 15.º-A, n.º 1 do EBF), incluindo uma análise "custo-benefício" que considere os objetivos que justificaram a criação do benefício.

Os BF podem ser concretizados através de diferentes modalidades técnicas, como menciona o n.º 2 do art. 2.º do EBF: isenções, reduções de taxa, deduções à matéria coletável, deduções à coleta, amortizações e depreciações aceleradas, regimes especiais de prejuízos fiscais. Em particular, as deduções à matéria coletável consistem em abatimentos aplicados às realidades que constituem o objeto do imposto de uma certa fração de matéria coletável que, em condições normais, seria tributada (Pereira, 2020).

2.2. LEGISLAÇÃO FISCAL PORTUGUESA: FINANCIAMENTO EMPRESARIAL

2.2.1. CAPITAL ALHEIO

A legislação fiscal portuguesa, conforme a alínea c) do n.º 2 do art. 23.º do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC), prevê a dedução de todos os gastos e perdas suportados para obter ou garantir os rendimentos sujeitos ao Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas (IRC), incluindo os de natureza financeira, o que incentiva o financiamento por capital alheio. No entanto, apenas são dedutíveis os juros de capitais alheios aplicados na própria exploração da empresa (Amorim, 2007), sendo esses encargos financeiros considerados componentes negativas do lucro tributável.

Para combater o endividamento excessivo e a evasão fiscal internacional, foi criado o regime de subcapitalização, consagrado no DL n.º 5/96, de 29 de janeiro, que limitava a dedutibilidade dos juros em dívidas de empresas residentes a entidades não residentes com relações especiais. Esta distinção gerou dúvidas quanto à sua conformidade com diversas disposições legais e comunitárias.

Deste modo, foi instituído um novo regime no art. 67.º do CIRC, com o objetivo de promover o recurso a capitais próprios (Marques, 2016). Atualmente, a dedução de gastos de financiamento está limitada ao maior valor (n.º 1 do art. 67.º do CIRC) entre

[5] O Ministério das Finanças (2023) destaca a existência de desagravamentos estruturais e desagravamentos excecionais. Os desagravamentos estruturais referem-se a medidas de desagravamento fiscal com caráter tendencialmente permanente, enquanto os desagravamentos excecionais são BF.

1.000.000,00 euros ou 30% do EBITDA (Resultado antes de depreciações, amortizações, gastos de financiamento líquidos e impostos). O regime prevê o reporte dos gastos não dedutíveis e o reporte de crédito quando o limite de 30% do EBITDA não é totalmente utilizado, ambos aplicáveis até cinco períodos de tributação seguintes (art. 67.º, n.º 3 do CIRC). Além disso, o regime incluiu regras específicas para grupos de sociedades (n.º 5, 6, 7 e 9 do art. 67.º do CIRC).

2.2.2. CAPITAL PRÓPRIO

Em 2023 foi criado o Regime Fiscal de Incentivo à Capitalização das Empresas (RFICE), previsto no art. 43.º-D do EBF, no âmbito da Lei do Orçamento de Estado (LOE) de 2023. O RFICE surge como resposta a uma iniciativa da União Europeia (UE) destinada a combater a distorção entre dívida e capitais próprios ("*debt-equity bias*"), alinhando-se com a proposta da diretiva DEBRA ("*Debt-Equity Bias Reduction Allowance*") e a ação n.º 4 do Plano de Ação para a criação de uma União dos Mercados de Capitais.

O RFICE sucedeu ao RCCS, que é o objeto desta dissertação e que foi revogado pela mesma lei. O RCCS foi criado pelo DL n.º 182/86 de 10 de julho, com o objetivo anunciado de "incentivar o financiamento das empresas pela via do aumento de capital social através de entradas em numerário". A RCCS vigorou inicialmente nos períodos entre 1986 e 1989, 2008 e 2013 e, a partir do ano de 2014 passou a estar previsto no art. 41.º-A do EBF (DL n.º 162/2014 de 31 de outubro). O RFICE substituiu a RCCS, uma vez que ambos têm o mesmo objetivo: incentivar a capitalização das empresas através do financiamento por capital próprio.

O BF do RFICE é aplicável aos sujeitos passivos de IRC com atividade comercial, industrial ou agrícola que cumpram os requisitos do n.º 7 do art. 43.º-D do EBF. Permite a dedução ao lucro tributável de um montante calculado com base na taxa Euribor a 12 meses (média mensal) acrescida de um spread de 2,0 pontos percentuais, aplicado aos aumentos líquidos de capitais próprios elegíveis[6] (art. 43.º-D, n.º 1 do EBF). A dedução anual está limitada ao maior valor entre 4.000.000 euros e 30% do EBITDA (art. 43.º-D,

[6] O legislador, através do n.º 3 e da al. b) do n.º 6 do art. 43.º-D do EBF, estabelece que o montante dos aumentos líquidos dos capitais próprios elegíveis deve ser apurado por referência ao somatório dos valores apurados no próprio exercício e em cada um dos seis períodos de tributação anteriores. Correspondendo este à diferença entre os aumentos dos capitais próprios elegíveis e as saídas a favor dos titulares do capital a título de redução do mesmo ou de partilha do património, distribuições de reservas ou resultados transitados. No caso deste somatório resultar uma diferença negativa considera-se que o montante dos aumentos líquidos dos capitais próprios elegíveis corresponde a zero.

n.º 4 do EBF), sendo o excedente reportável até ao quinto exercício seguinte (art. 43.º-D, n.º 5 do EBF). Consideram-se aumentos de capital elegíveis as entradas em dinheiros, conversões de créditos, prémios de emissão e a aplicação dos lucros distribuíveis do próprio exercício (art. 43.º-D, n.º 6, al. a) do EBF).

2.3. REMUNERAÇÃO CONVENCIONAL DO CAPITAL SOCIAL

2.3.1. FINALIDADE DO BENEFÍCIO FISCAL

O objetivo extrafiscal associado ao BF da RCCS é definido em particular, no DL n.º 162/2014 de 31 de outubro, o reforço da estrutura de capital das empresas, com a finalidade de intensificar o apoio ao investimento, favorecendo o crescimento sustentável e a criação de emprego. De forma adicional, são mencionados, noutros diplomas, objetivos complementares como a redução do endividamento das empresas e a garantia da neutralidade fiscal nas escolhas de financiamento das empresas.

O objetivo de assegurar a neutralidade fiscal relacionava-se com o facto de a maioria dos sistemas fiscais da UE e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico favorecerem o financiamento por capital alheio, como refere Tomaz (2012). Esta diferença de tratamento fiscal distorce a estrutura de capital das empresas, tornando-as mais vulneráveis e resultando em custos de falência elevados (Fatica et al., 2012). Neste âmbito, o XVIII Governo Constitucional no Relatório do OE 2008 manifestou a necessidade de corrigir o enviesamento existente a favor do capital alheio pela situação de subcapitalização das PME (Ministério das Finanças e da Administração Pública, 2007). Assim, como alega Afonso (2023), através do regime da RCCS o legislador procurou estabelecer uma equiparação do financiamento por capital próprio e por capital alheio para efeitos fiscais.

A redução do endividamento das empresas era um objetivo fundamental no contexto empresarial português uma vez que como referido na Resolução do Conselho de Ministros n.º 100/2015, que criou a Estrutura de Missão para a Capitalização das Empresas[7] (EMCE), o modelo de financiamento das empresas portuguesas, sobretudo das PME, apresentava desequilíbrios significativos de sobre-endividamento. A EMCE (2016)

[7] A EMCE foi criada com o desígnio de promover uma maior capitalização das empresas portuguesas, mediante reforço dos capitais próprios e da consequente redução do nível de endividamento. Desenvolveu uma análise abrangente e transversal da economia e da realidade empresarial nacionais, tendo identificado e apresentado ao Governo um conjunto de 131 medidas enquadradas em cinco eixos estratégicos de intervenção: Simplificação Administrativa e Enquadramento Sistémico, Fiscalidade, Reestruturação Empresarial, Alavancagem de Financiamento e Investimento e, por último, Dinamização do Mercado de Capitais.

destaca, no seu relatório, a escassez de capitalização, a dificuldade de acesso a crédito, em particular de médio-longo prazo, e a existência de desincentivos fiscais, burocráticos e regulamentares à capitalização e financiamento de empresas como fatores que colocaram em causa a sustentabilidade das empresas portuguesas. Segundo o Banco de Portugal, em 2015 o endividamento das sociedades não financeiras situava-se em 152,23% da percentagem do PIB (Banco de Portugal, 2024a). A autonomia financeira das sociedades não financeiras encontrava-se em 31,26% em 2015, sendo Portugal o país com o rácio mais baixo numa comparação com vários países europeus, conforme ilustrado no Anexo I (Banco de Portugal, 2024b). A percentagem de sociedades não financeiras em situação de "falência técnica", ou seja, com capital próprio negativo era de 27,78% em 2015 (Banco de Portugal, 2024c). Neste sentido, o XXI Governo Constitucional assumiu como objetivo basilar a redução do elevado nível de endividamento das empresas e a consequente melhoria de condições para o investimento das empresas através do estímulo ao financiamento por capitais próprios (Resolução do Conselho de Ministros n.º 42/2016).

Em síntese, a finalidade da RCCS baseava-se no fortalecimento da estrutura de capital das empresas através de aumentos do capital próprio, reduzindo o endividamento das empresas e garantindo a neutralidade fiscal nas escolhas de financiamento das empresas.

2.3.2. ENQUADRAMENTO LEGAL

Inicialmente, na sua introdução no sistema fiscal português através do DL n.º 182/86, de 10 de julho, a RCCS consistia na consideração como custo de exercício da importância que resultasse da aplicação de uma percentagem, igual à taxa de desconto do Banco de Portugal deduzida de quatro pontos, aos aumentos de capital realizados por entradas em numerário, efetuados no exercício de 1986. De forma similar, no ano seguinte o mesmo regime da RCCS foi, novamente, instituído para consideração como custo do exercício de 1987, 1988 e 1989, de uma parte dos aumentos de capital realizados por entradas em numerário no exercício de 1987.

O art. 81.º da Lei n.º 67-A/2007, de 31 de dezembro alterou o regime da RCCS, passando a ter por base uma medida aplicável às entregas realizadas em dinheiro, durante os anos de 2008 a 2010, por pessoas singulares, sociedades de capital de risco ou investidores em capital de risco no âmbito da constituição da sociedade ou aumento do capital social das PME residentes em Portugal. O BF da RCCS consistia numa dedução efetuada no apuramento do lucro tributável de 3% do valor das entradas realizadas durante

o período de tributação da realização de capital e nos dois períodos seguintes, sob condição da determinação do lucro tributável pelo método direto. De acordo com o n.º 3 do art. 81.º da Lei n.º 67-A/2007, de 31 de dezembro, este BF encontrava-se sujeito às regras comunitárias aplicáveis ao auxílios de minimis. No ano de 2010, este regime foi prolongado pela LOE 2010 para aplicação aos exercícios de 2011 a 2013.

A partir do ano de 2014, o regime da RCCS passou a estar previsto no art. 41.º-A do EBF, assumindo caráter definitivo. A taxa de dedução aplicável às entregas realizadas foi aumentada para 5% e o período foi ampliado para incluir o ano de realização e os três períodos de tributação seguintes.

No contexto do Programa Capitalizar[8], o regime da RCCS foi alterado de forma significativa pela LOE 2017. O âmbito subjetivo do BF foi alargado para incluir qualquer sociedade, independentemente da sua dimensão, com sede ou direção efetiva em território português (revogação do art. 41.º-A, n.º 1, al. a) do EBF), a lista dos participantes elegíveis para a realização de capital passou a incluir as pessoas coletivas (revogação do art. 41.º-A, n.º 1, al. b) do EBF) e as formas de realização elegíveis passaram a contemplar, para além das entregas em dinheiro, a conversão de suprimentos ou de empréstimos de sócios realizadas a partir do primeiro dia do período fiscal de 2017 (art. 41.º-A, n.º 2, al. a) e c) do EBF).

A taxa de dedução ao lucro tributável teve um aumento substancial, passando de 5% para 7%, tendo sido estabelecido um limite de 2.000.000 euros para as realizações de capital elegíveis para a dedução (art. 41.º-A, n.º 1 do EBF). O prazo de dedução foi expandido para os seis anos, integrando o ano de realização e os cinco períodos de tributação seguintes (art. 41.º-A, n.º 2, al. b) do EBF). Desta forma, com o aumento da taxa de dedução, a RCCS poderia resultar num retorno de 42% do valor do capital realizado ao longo de seis períodos, visto que a dedução máxima ao lucro tributável era de 140.000 euros por ano, totalizando 840.000 euros ao longo dos seis anos de aplicação do BF. Em matéria de medidas anti-abuso, ficou estabelecido que, para uma entidade ser beneficiária deste regime, o lucro tributável não podia ser determinado por métodos indiretos (art. 41.º-A, n.º 1, al. c) do EBF) e o capital social não poderia ser reduzido, com

[8] Aprovado pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 42/2016, o Programa Capitalizar foi um programa estratégico de apoio à capitalização das empresas, à retoma do investimento e ao relançamento da economia, criado com base nos eixos estratégicos propostos pela EMCE. Na sequência deste programa, foram efetuadas alterações ao regime da RCCS através da publicação da Lei n.º 114/2017, de 29 de dezembro.

restituição aos sócios, no período dos seis anos (art. 41.º-A, n.º 1, al. b) do EBF), sob pena de penalizações fiscais como estabelecido no n.º 4 do art. 41.º-A do EBF. Além disso, o usufruto deste BF reduzia o limite de dedutibilidade de gastos de financiamento previsto na al. b) do n.º 1 do art. 67.º do CIRC para 25% (art. 41.º-A, n.º 5 do EBF). Foi também estabelecida a inaplicabilidade deste BF quando, no mesmo período de tributação ou nos cinco períodos de tributação anteriores, o mesmo tivesse sido aplicado a sociedades que detinham participação (ou sejam participadas) direta ou indiretamente no capital social da empresa beneficiária, na parte referente ao montante das entradas realizadas no capital social dessas sociedades beneficiárias (art. 41.º-A, n.º 6 do EBF).

Por fim, na última atualização do regime deste BF, através da LOE 2018, foram acrescentadas às formas de realização de capital elegíveis o recurso aos lucros do próprio exercício, desde que o registo do aumento de capital se realizasse até à entrega da declaração de rendimentos do exercício, e a conversão de créditos de terceiros, relativamente a dívida geradas a partir do período fiscal de 2018.

O Anexo II apresenta um sumário de cada um dos regimes da RCCS desde o ano de 2014, ou seja, desde a sua entrada no EBF. Denota-se que, ao longo dos anos, alguns aspetos do BF permitiram a ampliação do número de potenciais beneficiários. Deste modo, como menciona Cruz (2018), as alterações à lei fiscal comprovam a pretensão do Estado português de incentivar as empresas a financiarem-se pela via dos capitais próprios em alternativa aos capitais alheios.

O Anexo III apresenta o total deduções efetuadas de RCCS e o n.º de entidades beneficiárias entre 2014 e 2022, com base nas listas de contribuintes com BF divulgadas anualmente[9] pela Autoridade Tributária (AT) no Portal das Finanças.

3. REVISÃO DA LITERATURA

3.1. ESCOLHA DA ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital é definida como a combinação de dívida e capital próprio utilizada por uma empresa para financiar os seus investimentos reais (Myers, 2001). A escolha da estrutura de capital é, deste modo, uma decisão relevante da gestão financeira das empresas. Myers (2001) argumenta que não existe uma teoria universalmente aceite

[9] No cumprimento do disposto no art. 15.º-A do EBF, a AT procede à divulgação dos sujeitos passivos de IRC que tenham invocado ou obtido BF de valor igual ou superior a 1.000 euros.

para a escolha da estrutura de capital e não há qualquer razão para esperar uma. No entanto, reconhece a utilidade de várias teorias condicionais, nomeadamente, a *trade-off theory*[10] e a *pecking order theory*[11]. Além disso, considera as hipóteses introduzidas pela teoria clássica de *Modigliani e Miller*[12] (M&M).

3.1.1. IMPACTO NAS DECISÕES DE INVESTIMENTO

As decisões de investimento representam um dos principais fatores com efeitos significativos no desempenho das empresas (Ahmad et al., 2023). Segundo Sheikh & Siddiqui (2020), estas decisões são afetadas pelas escolhas financeiras das empresas, que incluem a opção entre financiamento por capital interno ou capital alheio.

Na teoria clássica da estrutura de capital, M&M (Modigliani & Miller, 1958) estabeleceram que a política de investimento de uma empresa não é influenciada pela sua estrutura de capital, considerando-a irrelevante em condições de mercado perfeito. Em contraste, diversos estudos empíricos (Farinha & Prego, 2013; Ahmad et al., 2023; Umutlu, 2010; Vo, 2019; Aivazian et al., 2005a; Lang et al., 1996) encontraram evidências de que a escolha da estrutura de capital exerce uma influência significativa sobre a política de investimento adotada pelas empresas, tendo em conta problemas de agência e de assimetria de informação. Em particular, a maioria dos estudos empíricos foca-se na relação entre o recurso ao endividamento e o investimento.

Vo (2019) refere que a relação entre a dívida corporativa e o investimento pode ser explicada pelas teorias de *underinvestment* e *overinvestment*. De acordo com Myers (1977), a teoria do *underinvestment* sugere que um elevado nível de dívida reduz o incentivo das empresas para investir em projetos rentáveis, provocando, assim, um aumento do custo do financiamento por capital alheio. Por outro lado, a teoria do *overinvestment* relaciona-se com o conflito entre gestores e acionistas, que ocorre quando os gestores utilizam fluxos de caixa para investir em projetos pouco rentáveis, reduzindo o valor da empresa. Neste sentido, a dívida pode assumir um papel disciplinar na correção do desempenho dos gestores (Jensen, 1986).

---

[10] A *trade-off theory* defende que as empresas devem procurar um nível ótimo de endividamento, tendo em consideração o equilíbrio entre os BF do recurso à dívida com os custos associados ao risco de falência (Kraus & Litzenberger, 1973; Scott, 1976; Antão & Bonfim, 2008).

[11] A *pecking order theory* considera que, face à assimetria de informação, as empresas adotam uma hierarquia nas suas opções de financiamento, privilegiando a utilização de recursos internos, seguida do recurso à dívida e, por último, a emissão de novo capital (Myers & Majiuf, 1984; Harris & Raviv, 1991).

[12] M&M (Modigliani & Miller, 1963) consideraram que a inclusão de dívida na estrutura de capital é benéfica para as empresas, devido à possibilidade de usufruto dos BF associados à dívida.

Ahmad et al. (2023) mencionam que vários estudos empíricos identificam a existência de uma relação negativa entre o recurso ao capital alheio e o investimento, apesar da intensidade dessa relação variar conforme as caraterísticas específicas de cada empresa. Esta relação negativa é ilustrada nos estudos empíricos de Myers (1977), Jensen (1986), Lang et al. (1996), Dang (2011), Odit & Chittoo (2008), Aivazian et al. (2005b) e Sajid et al. (2016), entre outros. Deste modo, a evidência empírica sugere a existência de uma relação positiva entre o financiamento por capital interno e o investimento.

3.1.2. INFLUÊNCIA DA FISCALIDADE

O principal desafio das finanças empresariais reside na obtenção de evidências sobre como a fiscalidade impacta o valor das empresas e influencia as decisões de financiamento ótimas (Fama, 2011). Scholes et al. (1992) salientam que os impostos representam um fator de custo significativo para as empresas e desempenham um papel crucial nas suas decisões de investimento e financiamento.

Estudos realizados por Pfaffermayr et al. (2012), Devereux et al., (2018), Carrizosa et al., (2023), Fleckenstein et al. (2020), Da Fonseca et al. (2020), Gordon & Lee (2001), Almendros & Mira (2012), Hartmann-Wendels et al. (2012), Faccio & Xu (2015) e Klapper & Tzioumis (2008), entre outros, estabeleceram uma ligação significativa entre a fiscalidade e as decisões relacionadas à estrutura de capital. Em particular, Devereux et al., (2018) analisaram as declarações de imposto de uma amostra de empresas do Reino Unido e destacaram a existência de um efeito fiscal de longo prazo positivo e significativo na alavancagem, através do aumento da taxa marginal de imposto.

Por outro lado, estudos empíricos como os efetuados por Miller (1977), DeAngelo & Masulis (1980), Jong et al. (2008) e Mackie-Mason (1990) não encontraram qualquer influência significativa da fiscalidade na escolha da estrutura de capital. Em particular, Mackie-Mason (1990) observou que os rácios de endividamento das empresas são o resultado cumulativo de anos de decisões separadas e os BF têm um efeito negligenciável sobre a taxa marginal de imposto, e deste modo existe dificuldade em encontrar efeitos fiscais significativos na escolha da estrutura de capital.

3.2. ESTUDOS ANTERIORES SOBRE RCCS

Na literatura, o conceito de RCCS está associado ao modelo "*Allowance for Corporate Equity*" (ACE). Segundo Devereux & Freeman (1991), o ACE visa corrigir a diferença de tratamento fiscal entre a dívida e o capital próprio, permitindo às empresas

a dedução de uma taxa de juro sobre o capital próprio. Esta taxa, segundo Bond & Devereux (1995), deve corresponder a uma taxa de juro nominal sem risco.

Ao longo dos anos, vários países, além de Portugal, adotaram aspetos deste modelo nos seus sistemas fiscais.

3.2.1. ESTUDOS INTERNACIONAIS

Entre 1994 e 2001, a Croácia adotou um modelo ACE integral, aplicando uma taxa de juro de retorno a todo o capital próprio. Segundo Keen & King (2002), apesar da redução da matéria coletável, as receitas fiscais mantiveram-se alinhadas com a média da UE e o investimento direto estrangeiro foi superior ao de todos os países vizinhos, exceto a Chéquia.

O Brasil introduziu em 1996 uma variante do ACE que permitia a dedução dos juros nocionais apenas após a distribuição de dividendos. De acordo com Kock & Gérard (2018), este modelo constitui uma exceção por combinar a tributação do rendimento das sociedades e a tributação das pessoas singulares. Portal & Laureano (2017), num estudo com empresas cotadas na bolsa de São Paulo no período de 2000 a 2009, evidenciaram que o sistema aumentou a distorção entre tratamento fiscal da dívida e do capital próprio.

A Itália aplicou o ACE em dois períodos: 1997-2003 e 2011-2023. Na primeira fase foi adotado um sistema *dual* com dedutibilidade ao lucro e tributação a uma taxa reduzida da remuneração convencional (Tomaz, 2012). Bordignon et al. (2001) observaram uma redução significativa na distorção entre o financiamento por dívida e por capital próprio. No segundo período, o sistema de tributação *dual* foi eliminado e foi concedida a dedução de uma percentagem dos montantes aplicáveis na realização de capital ao lucro tributável. Segundo Cao & Whyte (2023) esta reintrodução originou um aumento de cerca de 8,5% nos rácios de capital próprio dos bancos, sem afetar negativamente a sua atividade.

Entre 2000 e 2004, a Áustria implementou um modelo semelhante ao italiano. Petutschnig & Rünger (2022) destacam que a dedutibilidade parcial dos juros nocionais atenuou o impacto negativo nas receitas fiscais. Tendo a Suécia e Bélgica como países de controlo, verificou-se um aumento dos rácios de capital próprio entre 1,36% e 2,30%, com um efeito mais fraco nas empresas de maior dimensão e com níveis de capital próprio mais elevados nos anos anteriores à implementação do modelo

Desde 2006, a Bélgica introduziu um modelo ACE integral, no qual a taxa de juro de retorno se aplicava a todo o capital próprio (antigo e novo) e a remuneração convencional

não se encontrava sujeita a tributação. Moore (2014) identificou um aumento do investimento nas empresas do setor industrial de 3,7% nas micro e pequenas empresas e de 3,0% nas médias empresas, refletindo o impacto positivo da medida. Meki (2023) confirmou um reforço médio de 3% nos rácios de capital próprio das empresas, demonstrando a eficácia na redução do enviesamento fiscal favorável à dívida.

3.2.2. ESTUDOS ACERCA DE PORTUGAL

A experiência pioneira de Portugal na implementação do modelo ACE, embora relevante, tem sido pouco explorada pela literatura Tomaz (2012). No entanto, há alguns estudos recentes que se destacam.

Kock & Gérard (2018) analisaram o impacto do ACE implementado em Portugal em 2008 e concluíram que houve uma redução de dívida financeira das empresas entre 1% e 2%. A análise empírica baseou-se na metodologia *difference-in-differences*, comparando empresas portuguesas com espanholas (2007-2015), excluindo as empresas do setor primário, financeiro, imobiliário e não comercial. O efeito foi mais significativo nas micro e pequenas empresas.

Queirós (2020) estudou o impacto da RCCS na capitalização das empresas portuguesas, com base numa amostra de 1479 empresas no período entre 2014 e 2017. A autora encontrou uma correlação positiva entre a capitalização das PME e variáveis como o número de anos com aumento de capital, juros suportados e capital social. No entanto, essa relação não foi significativa nas grandes empresas, levando à conclusão de que a RCCS ajudou a combater a descapitalização das PME.

Cruz & Soares (2022) avaliaram o grau de conhecimento e utilização da RCCS através de um inquérito a 324 empresas, maioritariamente PME. Os resultados obtidos revelam que a maioria prefere o autofinanciamento e que empresas mais recentes tendem a recorrer mais ao aumento de capital próprio como segunda fonte de financiamento. No entanto, 40% desconheciam o benefício e apenas 22% dos que o conheciam o utilizaram, sugerindo que a RCCS teve pouco impacto nas decisões de financiamento das empresas inquiridas.

3.3. HIPÓTESES EM ESTUDO

A introdução da RCCS no sistema fiscal português teve como propósito principal fortalecer a estrutura de capital das empresas, com o intuito de reduzir o nível de endividamento e garantir a neutralidade fiscal nas decisões de financiamento. Deste

modo, procura-se demonstrar a relevância da escolha da estrutura financeira e avaliar se o BF cumpriu o objetivo para o qual foi concebido. Com base nas investigações de Cao & Whyte (2023), Petutschnig & Rünger (2022) e Meki (2023), antecipa-se um impacto positivo da RCCS nos rácios de autonomia financeira das empresas beneficiárias.

Hipótese 1: As deduções fiscais associadas à RCCS têm um efeito positivo no rácio de autonomia financeira.

A finalidade de intensificar o apoio ao investimento constitui-se como um dos objetivos complementares da RCCS, promovendo o crescimento sustentável das empresas e a criação de emprego. Esta investigação procura, também, demonstrar que a estrutura financeira das empresas influencia as suas decisões de investimento. Tendo em conta os resultados obtidos por Keen & King (2002) e Moore (2014), espera-se um impacto positivo da RCCS nos rácios de investimento das empresas beneficiárias.

Hipótese 2: As deduções fiscais associadas à RCCS têm um efeito positivo no rácio de investimento.

4. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

4.1. DADOS E AMOSTRA

Os dados deste estudo foram obtidos das listas de contribuintes com benefícios fiscais divulgadas pela Autoridade Tributária (2023), abrangendo o período de 2017 a 2022, devido ao aumento significativo de beneficiários da RCCS e do valor das deduções fiscais após alterações na LOE 2017. Nesse período, 11.891 entidades beneficiaram da RCCS, com um total de 167,4 milhões de euros em deduções, constituindo a amostra principal inicial da investigação.

Todos os dados financeiros das empresas foram recolhidos através da base de dados Bureau van Dijk's Orbis. Conforme detalhado no Anexo IV, a amostra principal inicial enfrentou algumas limitações que resultaram na redução do número de entidades incluídas nesta investigação. Deste modo, a amostra principal final é composta por 4.064 empresas, entre as quais aproximadamente 92,3% são classificadas como PME conforme detalhado no Anexo V. Esta amostra representa 34,2% das entidades beneficiárias e 47,7% das deduções realizadas durante o período entre 2017 e 2022. O Anexo VI apresenta, para cada ano do período em análise, a despesa fiscal associada e o número de entidades beneficiárias da amostra principal.

Com o intuito de comparar as empresas que beneficiaram da RCCS no período entre 2017 e 2022 com as que não beneficiaram, foi criada uma amostra de controlo. A seleção desta amostra foi efetuada com base na média do total do ativo e na média dos rendimentos operacionais, considerando os setores de atividade e a dimensão das empresas presentes na amostra principal da investigação. A amostra de controlo é constituída por 4.091 empresas, das quais cerca de 95,1% são classificadas como PME, conforme apresentado no Anexo V.

As empresas da amostra principal e da amostra de controlo foram agrupadas em 9 setores de atividade distintos, com base nos dois primeiros dígitos do código Standard Industrial Classification (SIC) de cada empresa, conforme realizado por Fukui et al., (2023). O Anexo VII apresenta a distribuição de ambas as amostras por setor de atividade.

4.2. MODELOS DE REGRESSÃO

Considerando o objetivo de estudo, que consiste em testar se o BF da RCCS alcançou os objetivos extrafiscais inerentes à sua conceção, foram estimados os modelos de regressão linear múltipla descritos nas seguintes subsecções. O Anexo VIII sumariza a descrição das variáveis e dos sinais esperados para cada variável.

4.2.1. IMPACTO DA RCCS NA ESTRUTURA FINANCEIRA

O impacto do BF em estudo na estrutura financeira das empresas é analisado através dos seguintes modelos:

Equação 1

$$ER_{it} = \beta_0 + \beta_1 RCCS_{it} + \beta_2 PROF_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4\, LIQ_{it} + \beta_5\, SIZE_{it} + \beta_6 \mathrm{AGE}_{it} + \beta_7 \mathrm{GROWTH}_{it} + \beta_8 \mathrm{NDTS}_{it} + \sum \beta\, SECTOR_{it} + \beta_9 YEAR_2020_2021_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação 2

$$ER_{it} = \beta_0 + \beta_1 DRCCS_{it} + \beta_2 PROF_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4\, LIQ_{it} + \beta_5\, SIZE_{it} + \beta_6 \mathrm{AGE}_{it} + \beta_7 \mathrm{GROWTH}_{it} + \beta_8 \mathrm{NDTS}_{it} + \sum \beta\, SECTOR_{it} + \beta_9 YEAR_2020_2021_{it} + \varepsilon_{it}$$

A variável dependente é o rácio de autonomia financeira (*ER*), conforme implementado por Cao & Whyte (2023), Schepens (2016) e Petutschnig & Rünger (2022). O *ER* constitui o indicador mais adequado para este estudo, dado que a hipótese

1 aborda os efeitos da introdução do RCCS na estrutura financeira das empresas. A variável é definida pelo quociente entre o capital próprio e o total do ativo.

A variável explicativa da equação 1 é a *RCCS*, representada pelo quociente entre o valor de RCCS deduzido por cada empresa em cada um dos anos do período em estudo e o resultado antes de impostos (EBT). O objetivo neste primeiro modelo é avaliar se a utilização deste benefício fiscal contribui positivamente para o reforço da estrutura financeira das empresas da amostra principal. Em linha com a hipótese 1, antecipa-se uma relação positiva a variável *RCCS* e a autonomia financeira.

A variável explicativa da equação 2 é a variável dummy *DRCCS*, que assume o valor 1 se a empresa efetuou deduções de RCCS em pelo menos um dos anos do período em estudo, e 0 caso contrário. Esta variável permite analisar se existem diferenças no comportamento da variável dependente entre as empresas que usufruíram do BF e aquelas que não usufruíram, presentes na amostra global. Prevê-se uma relação positiva entre a variável *DRCCS* e a autonomia financeira.

A variável rentabilidade (*PROF*) é mensurada pelo quociente entre o resultado antes dos juros e impostos (EBIT) e o total do ativo (Serghiescu & Văidean, 2014; Kuehnhausen & Stieber, 2014; Chen, 2004; Huang & Song, 2006). A influência desta variável na estrutura de capital das empresas não é consistente através das teorias de estrutura de capital (ALmuaither & Marzouk, 2019). Na perspetiva da *trade-off theory* uma maior rentabilidade incentiva o recurso a endividamento, devido à maior carga fiscal, permitindo usufruir dos BF associados à dívida. Pelo contrário, a *pecking order theory* considera que uma maior rentabilidade oferece uma maior disponibilidade de financiamento interno e menor recurso ao endividamento. Deste modo, a evidência empírica da literatura não é consensual quanto à relação entre a rentabilidade e a autonomia financeira.

A variável tangibilidade dos ativos (*TANG*) é medida pelo rácio entre os ativos fixos tangíveis e o total dos ativos (Said, 2022). A maioria dos estudos empíricos conclui que existe uma relação positiva entre a dívida e o nível de tangibilidade dos ativos (Silva et al., 2017; Rajan & Zingales, 1995; Chen, 2004; Booth et al., 2001), dado que os ativos fixos tangíveis podem servir como garantia para a obtenção de crédito e melhorar as condições de financiamento. Assim, espera-se uma relação negativa entre a tangibilidade e a variável dependente do modelo.

A variável liquidez dos ativos (*LIQ*) permite avaliar a capacidade da empresa em cumprir as suas obrigações de curto prazo através do quociente entre o ativo corrente e o passivo corrente (Nguyen & Nguyen, 2020; Proença et al., 2014). Estudos empíricos, como os realizados por Kuehnhausen & Stieber (2014) e Said (2022), constataram uma relação negativa entre a dívida e a liquidez. Estas conclusões estão em conformidade com a *pecking order theory*, que defende que as empresas com maiores níveis de liquidez preferem o financiamento interno. Deste modo, prevê-se uma relação positiva entre a autonomia financeira e a variável liquidez.

A variável dimensão (*SIZE*) é calculada através do logaritmo do total do ativo (Frank & Goyal, 2009; Delcoure, 2007). A *pecking order theory* antecipa uma relação negativa entre a dimensão das empresas e o endividamento, justificando que as empresas de grande dimensão enfrentarem custos elevados de assimetria de informação ao recorrerem a financiamento externo (D'Amato, 2019). Por outro lado, a *trade-off theory* prevê uma relação positiva entre a dimensão das empresas e o endividamento, argumentando que as maiores empresas tendem a ser mais diversificadas e, assim, têm uma menor probabilidade de falência (Rajan & Zingales,1995). Desta forma, verifica-se que a literatura não é consistente acerca da relação entre a variável dimensão e a autonomia financeira.

A variável idade (*AGE*) é um dos fatores mais importantes que determina a estrutura de capital das empresas (Sibindi, 2016). Esta variável é definida como o natural logaritmo da idade da empresa no ano *t* desde a sua data de constituição (D'Amato, 2019). A maioria dos estudos empíricos encontra-se em conformidade com a *pecking order theory*, na qual é assumida uma relação inversa entre a idade da empresa e a dívida (Kumar et al., 2017; Michaelas et al., 1999; Hall et al., 2004). Esta relação justifica-se pelo facto de as empresas mais antigas terem mais fundos internos disponíveis para financiar as suas atividades de investimento (Jamin et al., 2022). Deste modo, antecipa-se uma relação positiva entre a variável idade da empresa e a variável dependente.

A variável crescimento (*GROWTH*) é um dos determinantes da estrutura de capital (Hall et al., 2004). Nesta investigação, esta variável é mensurada pela variação da percentagem anual dos rendimentos operacionais (Jamin et al., 2022; Alipour et al., 2015; Proença et al., 2014; Kuehnhausen & Stieber, 2014). Na perspetiva da *trade-off theory* prevê-se que o crescimento reduza a alavancagem, devido ao aumento dos custos de

dificuldades financeiras e ao agravamento dos problemas de agência relacionados com a dívida, como mencionam Frank & Goyal (2009). Por outro lado, a *pecking order theory* indica que o crescimento das empresas, e o consequente aumento do investimento, implica uma maior acumulação de dívida (Chadha & Sharma, 2015). Assim, o efeito da relação entre a variável crescimento e a autonomia financeira não é unânime na literatura.

A variável dos BF não relacionados à dívida (*NDTS*), representada pelo rácio entre a depreciação e o total do ativo (Jamin et al., 2022), avalia como a utilização BF não relacionados à dívida pode reduzir o lucro tributável e, assim, influenciar a escolha da estrutura de capital. Segundo D'Amato (2019), o usufruto deste tipo de benefícios diminui a necessidade de recorrer ao BF associado à dívida, afetando negativamente o endividamento. Esta conclusão é corroborada pelas investigações de DeAngelo & Masulis (1980), Leary & Roberts (2005) e Miguel & Pindado (2001), entre outras. Desta forma, estima-se uma relação positiva entre o recurso a BF não relacionados à dívida e a autonomia financeira.

Por fim, para controlar os efeitos fixos, foram incluídas na regressão as variáveis *SECTOR* e *YEAR_2020_2021*. A variável *SECTOR* é uma dummy com base em 9 setores de atividade, agrupados pelos dois primeiros dígitos do código SIC. A variável *YEAR_2020_2021* é uma dummy que assume o valor 1 nos anos de 2020 e 2021, e 0 nos restantes períodos. A inclusão desta última variável no modelo visa aferir o impacto da crise económica provocava pela COVID-19. Segundo Martins & Santos (2022), em 2020 observou-se uma redução da autonomia financeira e aumento do endividamento. Os efeitos inverteram-se em 2021. Deste modo não é possível antecipar um sinal esperado para esta variável.

4.2.2. IMPACTO DA RCCS NO INVESTIMENTO

O impacto do BF em estudo no investimento das empresas é analisado através dos seguintes modelos:

Equação 1

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 RCCS_{it} + \beta_2 PROF_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 IB_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \sum \beta\, SECTOR_{it} + \beta_9 YEAR_2020_2021_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação 2

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DRCCS_{it} + \beta_2 PROF_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 IB_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \sum \beta\, SECTOR_{it} + \beta_9 YEAR_2020_2021_{it} + \varepsilon_{it}$$

A variável dependente escolhida é o rácio de investimento (*INV*), como aplicado por Ferrando et al. (2017), Sheikh & Siddiqui (2020), Martinez-Carrascal & Ferrando (2008) e Jangili & Kumar (2010). O *INV* configura-se como o indicador mais apropriado para este estudo, visto que a hipótese 2 analisa os efeitos da introdução do RCCS sobre o investimento das empresas. A variável é determinada pelo rácio entre o investimento fixo bruto realizado pela empresa durante o ano e o total do ativo fixo tangível no início do ano.

As variáveis explicativas de cada uma das equações foram implementadas segundo a abordagem adotada no modelo da estrutura financeira. A variável explicativa da equação 1 é a *RCCS*, enquanto na equação 2 é a variável dummy *DRCCS*. Em ambos os casos, prevê-se uma relação positiva entre a variável explicativa e a variável dependente.

A variável rentabilidade (*PROF*) é uma medida da eficiência de uma empresa na geração de retornos a partir dos seus ativos, independentemente das decisões ótimas de financiamento (Pacheco, 2017). Os resultados obtidos por Pacheco (2017), Gebauer et al. (2017), Martinez-Carrascal & Ferrando (2008) e Hernando & Martínez-Carrascal (2008) indicam que empresas com altos níveis de rentabilidade tendem a investir mais no ano seguinte. Assim, prevê-se uma relação positiva entre a rentabilidade e o rácio de investimento.

A variável passivo (*LEV*) é calculada pelo rácio entre o total do passivo e o total do ativo (Sheikh & Siddiqui, 2020; López-Gutiérrez et al., 2015; Pacheco, 2017; Jangili & Kumar, 2010; Ferrando et al., 2017). De modo geral, as evidências empíricas apontam que um elevado nível de endividamento pode influenciar negativamente as decisões de investimento, dado que a necessidade de uma maior despesa com juros reduz os fundos disponíveis para investimento (Gebauer et al., 2017). Desta forma, antecipa-se uma relação negativa entre o passivo e o rácio de investimento.

A variável da carga de juros (*IB*) é representada pelo rácio entre os gastos de financiamento e o EBITDA (Gebauer et al., 2017). Pacheco (2017) observa que a carga

de juros influencia a capacidade da empresa em cumprir os pagamentos de juros com os rendimentos gerados. Segundo Martinez-Carrascal & Ferrando (2008), o endividamento e o peso da dívida exercem um impacto negativo no investimento. Espera-se uma relação negativa entre a variável carga de juros e a variável dependente.

A variável tangibilidade dos ativos (*TANG*) indica que uma maior proporção de ativos fixos tangíveis reflete uma capacidade acrescida das empresas para fornecer garantias, facilitando a obtenção de condições de crédito mais favoráveis. Este contexto pode originar um maior recurso ao endividamento e, deste modo, proporcionando um aumento dos fundos disponíveis para investimento. Contudo, Gebauer et al. (2017) apresentaram resultados que contrariaram esta perspetiva, evidenciando uma relação negativa entre os ativos fixos tangíveis e o investimento. Assim, não existe um sinal esperado definido para a relação entre a tangibilidade e o rácio de investimento.

A variável liquidez dos ativos (*LIQ*) apresenta um coeficiente positivo e significativo, de acordo com o estudo empírico realizado por Pacheco (2017), sugerindo que as empresas com menores restrições de liquidez tendem a investir mais. Assim sendo, projeta-se uma relação positiva entre a variável liquidez e o rácio de investimento.

A variável dimensão (*SIZE*) é associada negativamente ao investimento devido à diminuição dos rendimentos de escala, como indicado por Gala & Julio (2016). Pacheco (2017) complementa que é expectável uma relação negativa, uma vez que as pequenas empresas tendem a crescer mais rapidamente do que as grandes empresas, necessitando de investir mais para sustentar esse crescimento. Em contraste, Jangili & Kumar (2010) argumenta que as grandes empresas têm melhor acesso a fontes de capitais externas, apresentam fluxos de caixa mais estáveis e são mais diversificadas, o que lhes confere maiores incentivos para investir. Desta forma, os efeitos da relação entre a variável dimensão e a variável dependente não são consensuais na literatura.

A variável crescimento (*GROWTH*) é considerada uma *proxy* para as oportunidades de crescimento (Ferrando et al., 2017). Segundo Saquido (2003), aumentos consistentes nas receitas criam confiança e expetativas de crescimento futuro, incentivando novos investimentos. Assim, antecipa-se uma relação positiva entre a variável crescimento e o rácio de investimento, em concordância com os resultados obtidos na literatura (Ferrando et al., 2017; Hernando & Martínez-Carrascal, 2008).

Como aplicado no modelo anterior, foram incluídas na regressão as variáveis *SECTOR* e *YEAR_2020_2021* para controlar os efeitos fixos. Em relação ao sinal esperado da variável dummy *YEAR_2020_2021*, Pereira et al. (2021) analisaram o investimento das sociedades não financeiras em Portugal e identificaram uma redução na taxa de investimento bruto das empresas entre 2019 e 2021. Neste sentido, prevê-se uma relação negativa entre esta variável e o rácio de investimento.

5. RESULTADOS

5.1. ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

As tabelas do Anexo IX apresentam a correlação de Pearson entre as variáveis de cada modelo de regressão linear. Verifica-se que, ambos os modelos apresentam resultados similares. No que diz respeito aos níveis de correlação, observa-se que as correlações não são elevadas e, deste modo, é possível considerar todas as variáveis na regressão. O teste VIF (*Variance Inflation Factors*), apresentado no Anexo X, confirma que nenhum dos modelos apresenta valores superiores a 10, não revelando, assim, sinais de multicolinearidade.

5.2. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

As estatísticas descritivas de cada um dos modelos da investigação são apresentadas no Anexo XI. Para assegurar uma análise mais robusta, foram removidos os *outliers* que poderiam influenciar negativamente a análise de regressão.

A variável dependente *ER* apresenta uma média de 43,2% na equação 1 e de 41,3% na equação 2, indicando que, em média, as empresas da amostra que efetuaram deduções de RCCS, entre 2017 e 2022, financiaram entre 56,8% a 58,7% dos seus ativos através de capital alheio e o restante por capital próprio. O desvio padrão aponta para uma dispersão relativamente significativa em relação à média, sugerindo que a maioria dos valores se situa entre 21,3% e 62,9%.

A variável dependente *INV* apresenta uma média positiva indicando que, em média as empresas investem anualmente 58,1% e 51,6% dos seus ativos fixos tangíveis em novos investimentos fixos brutos, nas equações 1 e 2, respetivamente. No entanto, o desvio padrão revela uma dispersão significativa dos dados em relação à média, evidenciando que os valores não estão concentrados em torno da média.

A variável explicativa *RCCS* tem uma média de 1%, sugerindo que as deduções de RCCS efetuadas pelas empresas da amostra, entre 2017 e 2022, representaram uma reduzida percentagem do EBT das empresas. O desvio padrão sinaliza uma dispersão reduzida desta variável em relação à média.

Relativamente às variáveis de controlo, destaca-se que as empresas da amostra principal evidenciam um baixo nível de rentabilidade dos ativos (entre 8,5% e 9%), uma proporção de ativos fixos tangíveis correspondente a cerca de um terço do total (entre 28,7% e 28,9%), um nível saudável de liquidez (entre 2,283 e 2,298) e um crescimento médio positivo dos rendimentos operacionais (entre 17,2% e 17,6%), entre outros indicadores.

5.3. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na presente investigação foi aplicado um modelo de efeitos aleatórios[13], através de dados de painel, para analisar o impacto das variáveis independentes sobre cada uma das variáveis dependentes: rácio de autonomia financeira e rácio de investimento.

5.3.1. IMPACTO DA RCCS NA ESTRUTURA FINANCEIRA

Os resultados das equações deste modelo são apresentados na Tabela I.

Em conformidade com hipótese 1, as variáveis *RCCS* e *DRCCS* apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% nas duas equações. Estes resultados evidenciam que as deduções realizadas ao abrigo da RCCS contribuíram para o reforço do capital próprio das empresas, refletido num aumento do rácio de autonomia financeira (*ER*).

Na equação 1, o coeficiente β_1 indica que, *ceteris paribus*, um aumento de 1% no rácio entre as deduções de RCCS e o EBT gera um acréscimo médio de 0,591% no *ER* das empresas beneficiárias. Este resultado é consistente com os resultados obtidos pela generalidade dos estudos empíricos (Cao & Whyte, 2023; Petutschnig & Rünger, 2022; Meki, 2023). Enquanto na equação 2, o coeficiente β_1 é também significativo ao nível de 1% e evidencia uma relação positiva. O valor deste coeficiente indica que, *ceteris paribus*, o *ER* das empresas que realizaram deduções é, em média, 0,043% superior ao das empresas que não efetuaram deduções de RCCS.

[13] O teste de Hausman indicou que o modelo de efeitos fixos é o mais adequado. No entanto, por forma a captar os efeitos fixos da variável explicativa *DRCCS* e das variáveis de controlo *SECTOR* e *YEAR_2020_2021* optou-se pela aplicação do modelo de efeitos aleatórios.

Em termos gerais, verifica-se que o recurso ao benefício fiscal contribuiu para uma maior solidez da estrutura financeira das empresas beneficiárias, através do aumento do capital próprio. Desta forma, a RCCS revela um impacto positivo na autonomia financeira das empresas analisadas, confirmando a eficácia deste instrumento fiscal na promoção do reforço da estrutura de capital das empresas. A hipótese 1 desta investigação é confirmada.

Tabela I – Impacto da RCCS na Estrutura Financeira das Empresas[14]

Variáveis independentes	**Coef**	**Previsão**	**Coef (E1)**	**p-value**	**Coef (E2)**	**p-value**
CONSTANTE	β_0		0,248	0,000	0,171	0,000
RCCS	β_1	+	0,591***	0,000	n/a	n/a
DRCCS	β_1	+	n/a	n/a	0,043***	0,000
PROF	β_2	+/-	0,599***	0,000	0,570***	0,000
TANG	β_3	-	-0,013**	0,052	0,000	0,967
LIQ	β_4	+	0,019***	0,000	0,028***	0,000
SIZE	β_5	+/-	-0,014***	0,000	-0,012***	0,000
AGE	β_6	+	0,119***	0,000	0,114***	0,000
GROWTH	β_7	+/-	-0,041***	0,000	-0,048***	0,000
NDTS	β_8	+	0,384***	0,000	0,396***	0,000
Dummy YEAR_2020_2021	β_9	+/-	0,008***	0,000	0,004***	0,000
Dummy SECTOR			Incluída			
Observações			20.617		41.257	
R^2			28,75%		30,42%	
Wald chi^2 (19)			8.977,27		15.490,68	
Valor-p			0,0000		0,0000	

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%

A definição das variáveis pode ser consultada no Anexo VIII

Em ambos os modelos, a rentabilidade (*PROF*) apresenta uma relação positiva (β_2=0,599 e β_2=0,570, respetivamente) e significativa ao nível de 1%. Este resultado está

[14] Os modelos foram estimados através de dados de painel – efeitos aleatórios.

em consonância com as previsões da *pecking order theory*, que sugere que as empresas mais rentáveis possuem uma maior capacidade para fortalecer o seu capital próprio.

A tangibilidade dos ativos (*TANG*) revela, na equação 1, uma associação negativa (β_3=-0,013) com o rácio de autonomia financeira, sendo significativa ao nível de 5%. Este sinal está em consonância com as previsões iniciais que apontavam para a existência uma relação positiva entre a dívida e os ativos fixos tangíveis (Silva et al., 2017; Rajan & Zingales, 1995; Chen, 2004; Booth et al., 2001). Na equação 2 o coeficiente β_3 não se revela significativo.

A liquidez dos ativos (*LIQ*) tem uma relação positiva com a variável dependente (β_4=0,019 e β_4=0,028, respetivamente) e significativa ao nível de 1% em ambas as equações. Estes resultados estão em conformidade com as conclusões de Kuehnhausen & Stieber (2014) e Said (2022), que identificaram uma relação negativa entre a dívida e a liquidez.

A relação entre a dimensão da empresa (*SIZE*) e o *ER* é negativa (β_5=-0,014 e β_5=-0,012, respetivamente) é significativa ao nível de 1%. Esta evidência é sustentada pela *trade-off theory*, que prevê uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento das empresas.

No que respeita à idade da empresa (*AGE*), observa-se uma relação positiva (β_6=0,119 e β_6=0,114, respetivamente) com a variável dependente, sendo significativa ao nível de 1%. Esta relação está em conformidade com a *pecking order theory* e com a maioria dos estudos empíricos (Kumar et al., 2017; Michaelas et al., 1999; Hall et al., 2004) que indicam que as empresas mais antigas tendem a ter um maior volume de fundos internos disponíveis.

A relação entre o crescimento da empresa (*GROWTH*) e o *ER* é negativa (β_7=-0,041 e β_7=-0,048, respetivamente) e significativa ao nível de 1%. Este sinal negativo está alinhado com a hipótese defendida pela *pecking order theory*, que sugere que o crescimento das empresas está associado a um aumento na acumulação de dívida.

A variável representada pelo rácio entre a depreciação e o total do ativo (*NTDS*) tem uma relação positiva (β_8=0,384 e β_8=0,396, respetivamente) e significativa ao nível de 1% com a variável dependente. Este resultado sugere que as empresas com maior recurso a benefícios fiscais não associados à dívida têm mais incentivos para recorrer ao capital

próprio e diminuir o endividamento, como apontam DeAngelo & Masulis (1980), Leary & Roberts (2005) e Miguel & Pindado (2001).

O coeficiente da variável *YEAR_2020_2021* indica que no período em que esta variável dummy assume o valor 1, o rácio de autonomia financeira das empresas tem uma variação positiva (β_9=0,008 e β_9=0,004, respetivamente) em comparação com os anos em que a variável assume o valor 0. Embora significativo ao nível de 1%, o efeito observado é ligeiro e economicamente irrelevante, considerando a conjuntura económica global desfavorável de 2020 e 2021.

5.3.2. IMPACTO DA RCCS NO INVESTIMENTO

Os resultados das equações deste modelo são apresentados na Tabela II.

Em linha com a hipótese 2, as variáveis *RCCS* e *DRCCS* revelam uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%, em ambas as equações. Estes resultados indicam que as deduções de RCCS exercem um efeito positivo sobre o investimento das empresas, através do rácio de investimento (*INV*).

O coeficiente β_1 da equação 1 é positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, revelando que, *ceteris paribus*, um aumento de 1% no rácio da variável *RCCS* resulta, em média, num acréscimo de 1,142% no *INV* das empresas beneficiárias. Moore (2014), num estudo limitado a empresas do setor industrial sobre os efeitos da introdução do ACE, obteve um resultado semelhante, embora com um impacto ligeiramente superior ao observado neste estudo. Em relação à equação 2, o coeficiente β_1 apresenta-se positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, sugerindo que, *ceteris paribus*, o *INV* das empresas que efetuaram deduções de RCCS é, em média, 0,065% superior ao das empresas que não efetuaram deduções.

Deste modo, aponta-se para a existência de uma associação positiva entre o BF que promove o financiamento através de capital próprio e o nível de investimento das empresas, em consonância com a evidência empírica existente. Os resultados obtidos reforçam a relevância da RCCS como instrumento de estímulo ao investimento empresarial, confirmando a validação da hipótese 2 desta investigação.

Tabela II – Impacto da RCCS no Rácio de Investimento[15]

Variáveis independentes	Coef	Previsão	Coef (E1)	p-value	Coef (E2)	p-value
CONSTANTE	β_0		0,997	0,000	1,059	0,000
RCCS	β_1	+	1,142***	0,009	n/a	n/a
DRCCS	β_1	+	n/a	n/a	0,065***	0,000
PROF	β_2	+	1,039***	0,000	0,750***	0,000
LEV	β_3	-	0,805***	0,000	0,508***	0,000
IB	β_4	-	-0,612***	0,000	-0,372***	0,000
TANG	β_5	+/-	-0,126**	0,022	-0,202***	0,000
LIQ	β_6	+	0,006	0,334	-0,001	0,852
SIZE	β_7	+/-	-0,063***	0,000	-0,060***	0,000
GROWTH	β_8	+	0,185***	0,000	0,175***	0,000
Dummy YEAR_2020_2021	β_9	-	-0,084***	0,000	-0,070***	0,000
Dummy SECTOR			Incluída			
Observações			20.481		41.656	
R^2			6,55%		7,76%	
Wald chi^2 (19)			381,97		672,48	
Valor-p			0,0000		0,0000	

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%

A definição das variáveis pode ser consultada no Anexo VIII

A rentabilidade (*PROF*) apresenta uma relação positiva com a variável dependente (β_2=1,039 e β_2=0,750, respetivamente), sendo significativa ao nível de 1%. Verifica-se que este efeito é mais pronunciado na equação 1, o que sugere que as empresas beneficiárias da RCCS têm maior propensão para canalizar a sua rentabilidade para investimentos. Esta conclusão é corroborada pelas investigações de Pacheco (2017), Gebauer et al. (2017), Martinez-Carrascal & Ferrando (2008) e Hernando & Martínez-Carrascal (2008).

Relativamente ao passivo (*LEV*), observa-se um impacto positivo (β_3=0,805 e β_3=0,508, respetivamente) e significativo ao nível de 1% sobre o *INV*. Este resultado sugere que, ao contrário do que é amplamente defendido na literatura, níveis mais

[15] Os modelos foram estimados através de dados de painel – efeitos aleatórios.

elevados de dívida podem estar associados a uma maior capacidade ou predisposição das empresas para investir. Um resultado semelhante foi identificado por Siedschlag et al. (2014), que concluíram que o acesso ao financiamento externo está frequentemente associado a maiores taxas de investimento.

A relação entre a variável relativa à carga dos juros (*IB*) e o rácio de investimento é negativa (β_4=0,612 e β_4=0,372, respetivamente) e significativa ao nível de 1%. Este resultado indica que encargos financeiros mais elevados reduzem a margem disponível para o investimento, em linha com as conclusões de Gebauer et al. (2017) e Martinez-Carrascal & Ferrando (2008).

A tangibilidade dos ativos apresenta um relação negativa com a variável dependente (β_5=0,126 e β_5=0,202, respetivamente), sendo significativa ao nível de 5% na equação 1 e ao nível de 1% na equação 2. O resultado obtido pode indiciar que as empresas com maior proporção de ativos fixos tangíveis já dispõem de uma base sólida de ativos, tendo menos necessidade de investir adicionalmente (Gebauer et al., 2017).

A liquidez dos ativos (*LIQ*), representada pelo coeficiente β_6, não revela significância estatística em nenhuma das equações, o que impede a formulação de conclusões sobre o seu impacto no investimento.

A dimensão da empresa (SIZE) apresenta um coeficiente negativo (β_7=-0,063 e β_7=-0,060, respetivamente) e significativo ao nível de 1%. Estes resultados sugerem que o rácio de investimento diminui à medida que aumenta a dimensão das empresas, em consonância com Pacheco (2017). O autor argumenta que empresas de menor dimensão tendem a investir mais devido ao seu potencial de crescimento.

No que respeita ao crescimento das empresas (*GROWTH*), verifica-se um efeito positivo sobre o investimento (β_8=0,185 e β_8=0,175, respetivamente) e significativo ao nível de 1%. Desta forma, encontra-se em linha com a literatura (Ferrando et al., 2017; Saquido, 2003; Hernando & Martínez-Carrascal, 2008), que associa perspetivas favoráveis de crescimento a uma maior propensão para investir.

A variável *YEAR_2020_2021* apresenta uma relação negativa com a variável dependente (β_9=-0,084 e β_9=-0,070, respetivamente) e significativa ao nível de 1%. Este coeficiente indica uma quebra no investimento empresarial durante os anos de 2020 e 2021, refletindo o impacto negativo da conjuntura económica adversa associada à pandemia, em linha com Pereira et al. (2021).

5.4. ANÁLISE ADICIONAL

Por forma a corroborar os resultados obtidos anteriormente, foi realizada uma análise adicional baseada na divisão das empresas deste estudo em dois grupos, de acordo com a sua dimensão. O primeiro grupo corresponde às micro e pequenas empresas, enquanto o segundo abrange as médias e grandes empresas.

Os resultados das equações do modelo da impacto da RCCS na estrutura financeira para cada grupo de empresas são divulgados na Tabela III e Tabela IV, respetivamente.

No que diz respeito às micro e pequenas empresas, o coeficiente β_1 da equação 1 indica que, *ceteris paribus*, um aumento de 1% no rácio entre as deduções de RCCS e o EBT gera um acréscimo médio de 0,730% no *ER* das empresas beneficiárias. De igual forma, o coeficiente β_1 da Equação 2 confirma o impacto positivo na autonomia financeira das empresas que realizaram deduções de RCCS. Quando comparadas com as empresas que não usufruíram da RCCS, as micro e pequenas empresas apresentam um *ER*, em média, 0,027% superior.

Tabela III – Impacto da RCCS na Estrutura Financeira das Micro e Pequenas Empresas

Variáveis independentes	**Coef**	**Previsão**	**Coef (E1)**	**p-value**	**Coef (E2)**	**p-value**
CONSTANTE	β_0		-0,070	0,001	-0,021	0,000
RCCS	β_1	+	0,730***	0,000	n/a	n/a
DRCCS	β_1	+	n/a	n/a	0,027***	0,000
PROF	β_2	+/-	0,962***	0,000	0,926***	0,000
TANG	β_3	-	0,009	0,188	0,022***	0,000
LIQ	β_4	+	0,035***	0,000	0,049***	0,000
SIZE	β_5	+/-	0,010***	0,000	0,017***	0,000
AGE	β_6	+	0,076***	0,000	0,068***	0,000
GROWTH	β_7	+/-	-0,077***	0,000	-0,085***	0,000
NDTS	β_8	+	0,318***	0,000	0,285***	0,000
Dummy YEAR_2020_2021	β_9	+/-	0,007**	0,013	0,002	0,262
Dummy SECTOR			Incluída			
Observações			14.653		27.751	
R^2			96,25%		94,69%	
Wald chi^2 (19)			9.394,91		17.774,49	
Valor-p			0,0000		0,0000	

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%

A definição das variáveis pode ser consultada no Anexo VIII

Relativamente às médias e grandes empresas, o coeficiente β_1 da equação 1 revela que, *ceteris paribus*, um aumento de 1% no rácio da variável *RCCS* se traduz, em média, um acréscimo de 0,694% no rácio de autonomia financeira das empresas beneficiárias. O coeficiente β_1 da equação 2 evidencia o impacto positivo do BF, embora de menor magnitude, revelando que as empresas beneficiárias apresentam um *ER*, em média, 0,008% superior ao das empresas que não efetuaram deduções de RCCS.

Deste modo, verifica-se que a relação positiva entre as deduções de RCCS e o capital próprio das empresas se mantém consistente em ambos os grupos. Em ambas as equações, o impacto deste BF na estrutura financeira foi mais expressivo nas micro e pequenas empresas, em conformidade com a evidência obtida por Kock & Gérard (2018). Assim, a hipótese 1 é confirmada, independentemente da dimensão das empresas.

Tabela IV – Impacto da RCCS na Estrutura Financeira das Médias e Grandes Empresas

Variáveis independentes	**Coef**	**Previsão**	**Coef (E1)**	**p-value**	**Coef (E2)**	**p-value**
CONSTANTE	β_0		-0,200	0,000	-0,020	0,000
RCCS	β_1	+	0,694***	0,000	n/a	n/a
DRCCS	β_1	+	n/a	n/a	0,008***	0,002
PROF	β_2	+/-	0,917***	0,000	0,812***	0,000
TANG	β_3	-	0,112***	0,000	0,135***	0,000
LIQ	β_4	+	0,075***	0,000	0,091***	0,000
SIZE	β_5	+/-	0,013***	0,000	0,011***	0,000
AGE	β_6	+	0,054***	0,000	0,051***	0,000
GROWTH	β_7	+/-	-0,074***	0,000	-0,079***	0,000
NDTS	β_8	+	0,342***	0,000	0,291***	0,000
Dummy YEAR_2020_2021	β_9	+/-	-0,010**	0,012	-0,012	0,262
Dummy SECTOR			Incluída			
Observações			5.661		13.211	
R^2			96,47%		84,20%	
Wald chi^2 (19)			5.572,6		11.386,43	
Valor-p			0,0000		0,0000	

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%

A definição das variáveis pode ser consultada no Anexo VIII

A Tabela V e a Tabela VI apresenta os resultados das equações do modelo do impacto da RCCS no rácio de investimento para cada grupo de empresas, respetivamente.

Nas micro e pequenas empresas, o coeficiente β_1 da equação 1 revela que, *ceteris paribus*, um aumento de 1% no rácio da variável *RCCS* se traduz, em média, num acréscimo de 1,723% no investimento. Enquanto na equação 2, observa-se que o coeficiente β_1 aponta que, *ceteris paribus*, o rácio de investimento das empresas que efetuaram deduções de RCCS é, em média, 0,075% superior ao das empresas não beneficiárias.

Tabela V – Impacto da RCCS no Rácio de Investimento das Micro e Pequenas Empresas

Variáveis independentes	**Coef**	**Previsão**	**Coef**	**p-value**	**Coef**	**p-value**
CONSTANTE	β_0		0,978	0,000	1,249	0,000
RCCS	β_1	+	1,723***	0,001	n/a	n/a
DRCCS	β_1	+	n/a	n/a	0,075***	0,000
PROF	β_2	+	1,258***	0,000	0,938***	0,000
LEV	β_3	-	0,766***	0,000	0,526***	0,000
IB	β_4	-	-0,588***	0,000	-0,461***	0,000
TANG	β_5	+/-	-0,393**	0,022	-0,443***	0,000
LIQ	β_6	+	0,010***	0,146	0,003	0,605
SIZE	β_7	+/-	-0,059***	0,000	-0,072***	0,000
GROWTH	β_8	+	0,243***	0,000	0,225***	0,000
Dummy YEAR_2020_2021	β_9	-	-0,101***	0,000	-0,081***	0,000
Dummy SECTOR			Incluída			
Observações			14.484		28.057	
R^2			60,05%		65,37%	
Wald chi^2 (19)			390,09		786,05	
Valor-p			0,0000		0,0000	

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%

A definição das variáveis pode ser consultada no Anexo VIII

Para as médias e grandes empresas, o efeito da RCCS revela-se insignificante na equação 1 e significativo apenas ao nível de 10% na equação 2. O resultado obtido na equação 1 sugere que o usufruto deste BF poderá não constituir um fator determinante nas decisões de investimento deste grupo de empresas. Relativamente à equação 2, verifica-se que, para um nível de significância de 10%, o rácio de investimento das empresas que efetuaram deduções de RCCS é, em média, 0,029% superior ao das empresas que não usufruíram deste BF

Desta forma, constata-se que as deduções efetuadas ao abrigo da RCCS continuam a exercer um impacto positivo no rácio de investimento apenas nas micro e pequenas empresas. A hipótese 2 é confirmada para as micro e pequenas empresas.

Tabela VI – Impacto da RCCS no Rácio de Investimento das Médias e Grandes Empresas

Variáveis independentes	**Coef**	**Previsão**	**Coef**	**p-value**	**Coef**	**p-value**
CONSTANTE	β_0		1,406	0,000	1,250***	0,000
RCCS	β_1	+	0,395	0,573	n/a	n/a
DRCCS	β_1	+	n/a	n/a	0,029*	0,074
PROF	β_2	+	0,655***	0,003	0,479***	0,000
LEV	β_3	-	0,697***	0,000	0,345***	0,000
IB	β_4	-	-0,592***	0,000	-0,320***	0,000
TANG	β_5	+/-	-0,400***	0,000	-0,650***	0,000
LIQ	β_6	+	0,020	0,176	-0,010	0,243
SIZE	β_7	+/-	-0,078***	0,000	-0,050***	0,000
GROWTH	β_8	+	0,263***	0,000	0,248***	0,000
Dummy YEAR_2020_2021	β_9	-	-0,038	0,182	-0,043	0,008
Dummy SECTOR			Incluída			
Observações			5.705		13.304	
R^2			23,61%		26,92%	
Wald chi^2 (19)			243,86		687,38	
Valor-p			0,0000		0,0000	

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%

A definição das variáveis pode ser consultada no Anexo VIII

6. CONCLUSÕES

Os BF são medidas excecionais criadas para proteger interesses públicos extrafiscais relevantes, que se sobrepõem aos objetivos da tributação. A finalidade extrafiscal é o elemento essencial que define a natureza dos BF, legitimando a sua aplicação como instrumento de política económica.

Neste contexto, o presente estudo teve como objetivo aferir a legitimidade do BF da RCCS, avaliando a produtividade da despesa fiscal associada. Para tal, analisou-se o seu impacto nas decisões de financiamento e investimento das empresas portuguesas, verificando-se se os efeitos produzidos estão alinhados com os objetivos extrafiscais que justificaram a sua criação.

Deste modo, com base nas listas de contribuintes que usufruíram deste BF entre 2017 e 2022, e dos respetivos dados financeiros, foram estimados dois modelos de regressão linear. O primeiro avaliou o impacto da RCCS na estrutura financeira, através do rácio de autonomia financeira. Por sua vez, o segundo analisou o seu efeito nas decisões de investimento, através do rácio de investimento.

De modo geral, os resultados obtidos revelaram-se estatisticamente significativos e, em consonância com a evidência empírica, sugerindo que a RCCS contribuiu positivamente para o reforço da estrutura financeira das empresas e para o estímulo ao investimento empresarial, indicando a validação das hipóteses desta investigação.

Relativamente ao modelo que avalia o impacto da RCCS na estrutura financeira, os resultados evidenciam um impacto positivo das deduções de RCCS na autonomia financeira das empresas beneficiárias. Em concreto, denota-se que um aumento de 1% no rácio entre as deduções de RCCS e o EBT está associado a um aumento médio de 0,591% do rácio de autonomia financeira. Adicionalmente, quando incluídas no modelo as empresas não beneficiárias, o efeito positivo mantém-se, embora com menor intensidade, verificando-se um rácio de autonomia financeira, em média, 0,043% superior nas empresas que usufruíram da RCCS. No que respeita às restantes variáveis, os resultados revelam que as empresas mais rentáveis e com mais liquidez tendem a reforçar mais o seu capital próprio, em consonância com as previsões da *pecking order theory*.

No que se refere ao modelo do impacto da RCCS no rácio de investimento, os resultados apontam para uma relação positiva entre o BF em estudo e o nível de investimento das empresas, sugerindo que a utilização da RCCS poderá ter contribuído

para impulsionar as decisões de investimento. Para as empresas beneficiárias, um aumento de 1% na variável explicativa traduz-se, em média, num acréscimo de 1,142% no rácio de investimento. De forma consistente, a inclusão das empresas não beneficiárias no modelo, não altera o sinal do efeito, observando-se um rácio de investimento, em média, 0,065% superior nas empresas que recorreram à RCCS. Os resultados das restantes variáveis indicam que empresas mais rentáveis investem mais, níveis mais elevados de dívida podem sinalizar maior capacidade de investimento, e empresas com mais ativos fixos tangíveis tendem a investir menos.

De forma adicional, foi realizada uma análise complementar com o objetivo de reforçar os resultados previamente obtidos, segmentando a amostra em dois grupos de empresas consoante a sua dimensão: micro e pequenas empresas, médias e grandes empresas. Os resultados indicam que o impacto deste BF é mais significativo nas micro e pequenas empresas, tanto ao nível da estrutura financeira como do investimento.

Os resultados obtidos evidenciam que o BF da RCCS exerceu um impacto positivo sobre a autonomia financeira e o nível investimento das empresas, independentemente da sua dimensão. Neste contexto, concluiu-se que este instrumento fiscal alcançou o objetivo extrafiscal que fundamentou a sua criação. Assim, o BF pode ser classificado como uma despesa fiscal produtiva, na medida em que promoveu o reforço das estruturas financeiras das empresas e melhorou as condições subjacentes ao investimento.

A política fiscal adotada pelo Estado para este BF, durante o período de 2017 a 2022, revelou-se adequada, uma vez que os resultados alcançados se mostraram coerentes com os objetivos estabelecidos nos diversos diplomas legais. Com efeito, constata-se que a despesa fiscal associada foi compensada, na medida em que as empresas beneficiárias apresentaram, em termos gerais, rácios de autonomia financeira mais elevados e níveis superiores de investimento. Contudo, é importante ressaltar que o problema da descapitalização das empresas não deverá ter ficado solucionado, uma vez que o número de empresas que efetivamente usufruíram foi bastante inferior ao número total de empresas ativas.

Não obstante os resultados obtidos, o presente estudo apresenta algumas limitações. A escassez de investigações com base na metodologia adotada condiciona a possibilidade de uma comparação direta dos resultados. Adicionalmente, a indisponibilidade de dados reduziu o tamanho da amostra, impossibilitando a avaliação do impacto da RCCS sobre

a totalidade das empresas que efetuaram deduções no período entre 2017 e 2022. Acresce que a RCCS pode ser deduzida ao longo de seis anos, o que constituiu uma condicionante, dado que o intervalo temporal analisado poderá não refletir integralmente o período de dedução, podendo o impacto do BF ainda não estar plenamente evidenciado. Por fim, a ausência de uma definição quantitativa clara do objetivo extrafiscal pelo Estado dificulta uma avaliação concreta da eficácia do BF, na medida em que qualquer variação positiva, independentemente da sua magnitude, tende a ser interpretada como um cumprimento do objetivo previsto.

A presente investigação assume um caráter diferenciador ao colmatar uma lacuna existente na análise do impacto dos BF, através da metodologia adotada para a avaliação da respetiva despesa fiscal. Para além disso, constitui um contributo relevante para a avaliação das políticas fiscais, permitindo uma apreciação consciente do custo-benefício associado a este tipo de medidas e fornecendo elementos úteis para a ponderação de futuros benefícios fiscais com caraterísticas semelhantes.

No âmbito de investigações futuras, poderá revelar-se pertinente analisar se o regime fiscal que substituiu a RCCS, o RFICE, gerou resultados superiores ou inferiores, bem como avaliar se pode ser igualmente classificado como uma despesa fiscal produtiva, mediante a aplicação de uma abordagem semelhante. Outra linha de investigação relevante consiste em explorar em que setores de atividade o regime da RCCS produziu efeitos mais significativos, procurando compreender as razões subjacentes a essas variações setoriais. Por fim, importa também investigar se a diferença entre o recurso a capitais próprios e a capitais alheios continuou a reduzir-se nos anos subsequentes às deduções efetuadas ou se, pelo contrário, esse comportamento se inverteu, retomando-se uma preferência pelo financiamento por capitais alheios por parte das empresas beneficiárias.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Afonso, N. (2023). A remuneração convencional do capital social - uma oportunidade. Vida Económica. [Em linha]. Disponível em: https://www.isg.pt/2023/05/30/a-remuneracao-convencional-do-capital-social-uma-oportunidade/ [Acesso em: 11/05/2024].

Ahmad, M., Hunjra, A., & Taskin, D. (2023). Do asymmetric information and leverage affect investment decisions? Quarterly Review of Economics and Finance, 87, 337–345. https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.05.001

Aivazian, V., Ge, Y., & Qiu, J. (2005a). Debt maturity structure and firm investment. Financial Management, 34(4), 107–119. https://www.jstor.org/stable/3666400

Aivazian, V., Ge, Y., & Qiu, J. (2005b). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. Journal of Corporate Finance, 11(1), 277–291. https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00062-2

Alipour, M., Mohammadi, M., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in Iran. International Journal of Law and Management, 57(1), 53–83. https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2013-0004

Almendros, J., & Mira, F. (2012). How much do the tax benefits of debt add to firm value? Evidence from Spanish listed firms. Revista de Economia Aplicada, 25(74), 105–129. https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=96953039004

ALmuaither, S., & Marzouk, M. (2019). Determinants of Capital Structure: Evidence from the UK. Journal of Modern Accounting and Auditing, 15(6), 261–292. https://hdl.handle.net/2381/12221534.v1

Amorim, J. (2007). Os custos dedutíveis para efeitos de IRC. Revista Fiscalidade, 32, 22–43 [Em linha]. Disponível em: https://www.isg.pt/wp-content/uploads/2021/03/32_3_amorim-custos-dedutiveis_f32.pdf [Acesso em: 15/05/2024].

Andrade, F. (2015). Benefícios Fiscais - A Consideração da Despesa do Contribuinte na Tributação Pessoal do Rendimento [Em linha]. Disponível em: http://hdl.handle.net/10316/26661 [Acesso em: 23/03/2024].

Antão, P., & Bonfim, D. (2008). Decisões das Empresas Portuguesas sobre Estrutura de Capital. Relatório de Estabilidade Financeira 2008, 187–206 [Em linha]. Disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref_08_p.pdf [Acesso em: 05/03/2024].

Autoridade Tributária, 2023. Listas de contribuintes com benefícios fiscais- artigo 15-A do EBF [Em linha]. Disponível em: https://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/dgci/divulgacao/Pages/default-0.aspx [Acesso em: 05/06/2024].

Banco de Portugal (2024a). Endividamento das empresas não financeiras em %PIB [Base de dados], 2025. Lisboa: BP stat. Disponível em: https://bpstat.bportugal.pt/serie/12748267

Banco de Portugal (2024b). Autonomia financeira das empresas por país [Base de dados], 2025. Lisboa: BP stat. Disponível em: https://bpstat.bportugal.pt/maps/120?startDate=&palettePositives=A&paletteNegatives=B

Banco de Portugal (2024c). % Empresas capital próprio < 0-Empresas[Base de dados], 2025. Lisboa: BP stat. Disponível em: https://bpstat.bportugal.pt/serie/12604824

Bond, S., & Devereux, M. (1995). On the design of a neutral business tax under uncertainty. Journal of Public Economics, 58, 57–71. https://doi.org/10.1016/0047-2727(94)01471-Y

Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. Journal of Finance, 56, 87–130. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320

Bordignon, M., Giannini, S., & Panteghini, P. (2001). Reforming business taxation: Lessons from Italy? International Tax and Public Finance, 8(2), 191–210. https://doi.org/10.1023/A:1011224815442

Cao, Y., & Whyte, K. (2023). Corporate tax-shields and capital structure - leveling the playing field in debt vs equity finance. European Journal of Finance, 29(15), 1716–1735. https://doi.org/10.1080/1351847X.2022.2158112

Carrizosa, R., Gaertner, F., & Lynch, D. (2023). Debt and Taxes? The Effect of Tax Cuts & Jobs Act of 2017 Interest Limitations on Capital Structure. Journal of the American Taxation Association, 45(2), 35–55. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3397285

Catarino, J., & Ferraz, D. (2022). Impostos extrafiscais ainda são imposto? Um excurso sobre a admissibilidade teórica da figura e seus limites. Revista Jurídica Portucalense, 2022, 46–71 [Em linha]. Disponível em: https://doi.org/10.34625/issn.2183-2705(ne1)2022.ic-03 [Acesso em: 03/06/2024].

Catarino, J., & Guimarães, V. (2021). Lições de Fiscalidade, 7a ed. Coimbra: Almedina.

Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Determinants of capital structure: an empirical evaluation from India. Journal of Advances in Management Research, 12(1), 3–14. https://doi.org/10.1108/JAMR-08-2014-0051

Chen, J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. Journal of Business Research, 57(12), 1341–1351. https://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00070-5

Cruz, S. (2018). Remuneração convencional do capital social: regimes em vigor. Revista Contabilista, 217, 29–31 [Em linha]. Disponível em: https://occ.pt/pt-pt/publicacoes [Acesso em: 03/06/2024].

Cruz, S., & Soares, C. (2022). Utilização do benefício fiscal da remuneração convencional do capital social pelas empresas portuguesas. Revista Contabilidade e Finanças, 33(90). https://doi.org/10.1590/1808-057x20221587.pt

Da Fonseca, P., Jucá, M., & Nakamura, W. (2020). Debt tax benefits in a high tax emerging market: Evidence from Brazil. International Journal of Economics and Business Administration, 8(2), 35–52. https://doi.org/10.35808/ijeba/442

D'Amato, A. (2019). Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs. Small Business Economics, 55(4), 919–941. https://doi.org/10.1007/s11187-019-00165-6

Dang, V. (2011). Leverage, debt maturity and firm investment: An empirical analysis. Journal of Business Finance and Accounting, 38(1–2), 225–258. https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02215.x

DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. Journal of Financial Economics, 8(1), 3–27. https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7

Delcoure, N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economies. International Review of Economics and Finance, 16(3), 400–415. https://doi.org/10.1016/j.iref.2005.03.005

Devereux, M., & Freeman, H. (1991). A General Neutral Profits Tax. Fiscal Studies, 12(3), 1–15. https://doi.org/10.1111/j.1475-5890.1991.tb00158.x

Devereux, M., Maffini, G., & Xing, J. (2018). Corporate tax incentives and capital structure: New evidence from UK firm-level tax returns. Journal of Banking and Finance, 88, 250–266. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.004

EMCE. (2016). Relatório da Estrutura de Missão Para a Capitalização de Empresas [Em linha]. Disponível em: https://www.portugal.gov.pt/pt/gc21/comunicacao/documento?i=20160616-meco-programa-capitalizar [Acesso em: 28/04/2024].

Faccio, M., & Xu, J. (2015). Taxes and Capital Structure. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 50(3), 277–300. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1781158

Fama, E. (2011). My Life in Finance. Annual Review of Financial Economics, 3(1), 1–15. https://dx.doi.org/10.1146/annurev-financial-102710-144858

Farinha, L., & Prego, P. (2013). Investment Decisions and Financial Standing of Portuguese Firms – Recent Evidence. Financial Stability Report, 105–125 [Em linha]. Disponível em: https://www.bportugal.pt/en/paper/investment-decisions-and-financial-standing-portuguese-firms-recent-evidence [Acesso em: 28/04/2024].

Fatica, S., Hemmelgarn, T., & Nicodème, G. (2012). The Debt-Equity Tax Bias: consequences and solutions. Taxation Papers, 33. https://doi.org/10.3917/rpve.521.0005

Ferrando, A., Marchica, M., & Mura, R. (2017). Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK. European Financial Management, 23(1), 87–126. https://doi.org/10.1111/eufm.12091

Fleckenstein, M., Longstaff, F., & Strebulaev, I. (2020). Corporate taxes and capital structure: A long-term historical perspective. Critical Finance Review, 9(1–2), 1–28. https://doi.org/10.3386/w20372

Frank, M., & Goyal, V. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? Financial Management, 38(1), 1–37. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x

Fukui, T., Mitton, T., & Schonlau, R. (2023). Determinants of Capital Structure: An Expanded Assessment. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 58(6), 2446–2488. https://doi.org/10.1017/S0022109022001405

Gala, V., & Julio, B. (2016). Firm Size and Corporate Investment. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1787350

Gebauer, S., Setzer, R., & Westphal, A. (2017). Corporate debt and investment: a firm level analysis for stressed euro area countries. European Central Bank Working Paper Series, 2101, 112–130. https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.04.009

Gomes, N. (1991). Teoria geral dos benefícios fiscais. Lisboa: Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal.

Gordon, R., & Lee, Y. (2001). Do taxes affect corporate debt policy? Evidence from U.S. corporate tax return data. Journal of Public Economics, 82, 195–224. https://doi.org/10.1016/S0047-2727(00)00151-1

Grupo de Trabalho para o Estudo dos Benefícios Fiscais. (2019). Os Benefícios Fiscais em Portugal [Em linha]. Disponível em: https://www.portugal.gov.pt/pt/gc21/comunicacao/documento?i=estudo-dos-beneficios-fiscais-em-portugal [Acesso em: 28/04/2024].

Hall, G., Hutchinson, P., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. Journal of Business Finance and Accounting, 31(5–6), 711–728. https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. The Journal of Finance, 46(1), 297–355. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x

Hartmann-Wendels, T., Stein, I., & Stöter, A. (2012). Tax incentives and capital structure choice: evidence from Germany. Bundesbank Discussion Paper, 18. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2796875

Hernando, I., & Martínez-Carrascal, C. (2008). The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data. Journal of Macroeconomics, 30(1). https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2006.08.004

Huang, G., & Song, F. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. China Economic Review, 17(1), 14–36. https://doi.org/10.1016/j.chieco.2005.02.007

INE (2024). Estatísticas das Empresas em Portugal [Base de Dados], 2024. Lisboa: Pordata. Disponível em: https://www.pordata.pt/pt/estatisticas/empresas/caracterizacao-e-demografia/empresas-por-dimensao

Jamin, G., Knapp, M., & Lenz, H. (2022). Capital structure determinants of German small and medium sized firms. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4090466

Jangili, R., & Kumar, S. (2010). Determinants of Private Corporate Sector Investment in India. Reserve Bank of India Occasional Papers, 31(3), 67–89. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3683783

Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, 76(2), 323–329. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580

Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. Journal of Banking and Finance, 32(9), 1954–1969. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034

Keen, M., & King, J. (2002). The Croatian Profit Tax: An ACE in Practice. Fiscal Studies, 23(3), 401–418. https://doi.org/10.1111/j.1475-5890.2002.tb00066.x

Klapper, L., & Tzioumis, K. (2012). Taxation and Capital Structure Evidence from a Transition Economy. FinanzArchiv / Public Finance Analysis, 68(2), 165–190. https://doi.org/10.1628/001522112X639972

Kock, J., & Gérard, M. (2018). The Allowance for Corporate Equity in Europe: Latvia, Italy and Portugal. International Institute of Public Finance - Annual Congress. http://hdl.handle.net/2078.1/219244

Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. Journal of Finance, 28(4), 911–922. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x

Kuehnhausen, F., & Stieber, H. (2014). Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies. Munich Discussion Paper, 38. http://dx.doi.org/10.32678/ijei.v13i2.412

Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. International Journal of Managerial Finance, 13(2), 106–132. https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135

Lang, L., Ofekb, E., & Stulz, R. (1996). Leverage, investment, and firm growth. Journal of Financial Economics, 40(1), 3–29. https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00842-3

Leary, M., & Roberts, M. (2005). Do firms rebalance their capital structures? Journal of Finance, 60(6), 2575–2619. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.571002

López-Gutiérrez, C., Sanfilippo-Azofra, S., & Torre-Olmo, B. (2015). Investment decisions of companies in financial distress. BRQ Business Research Quarterly, 18(3), 174–187. https://doi.org/10.1016/j.brq.2014.09.001

Mackie-Mason, J. (1990). Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? The Journal of Finance, 45(5), 1471–1495. https://doi.org/10.2307/2328746

Marques, C. (2016). Análise da Limitação à Dedutibilidade de Gastos de Financiamento: Uma perspectiva sobre o passado, presente e futuro [Em linha]. Disponível em: https://repositorio.ulisboa.pt/handle/10451/37262 [Acesso em 08/07/2024].

Martinez-Carrascal, C., & Ferrando, A. (2008, September). The Impact of Financial Position on Investment an Analysis for Non-Financial Corporations in the Euro Area. European Central Bank Working Paper Series, 943. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1273546

Martins, A., & Santos, M. (2022). A resiliência económico-financeira das empresas portuguesas face a choques exógenos: a pandemia covid-19 e a invasão da Ucrânia. Estudo de Temas Económicos, 105 [Em linha]. Disponível em: https://www.gee.gov.pt/pt/estudos-e-seminarios/estudos-de-temas-economicos-category/32423-te-105-resiliencia-das-empresas-portuguesas [Acesso em 30/07/2024].

Meki, M. (2023). Levelling the debt–equity playing field: Evidence from Belgium. European Economic Review, 151. https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2022.104305

Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs- Empirical Evidence from Company Panel Data. Small Business Economics, 12, 113–130. https://doi.org/10.1023/A:1008010724051

Miguel, A., & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. Journal of Corporate Finance, 7(1), 77–99. https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00020-1

Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. The Journal of Finance, 32(2), 261–275. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x

Ministério das Finanças. (2024). Relatório - Despesa Fiscal 2023 [Em linha]. Disponível em: https://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/dgci/divulgacao/Area_Beneficios_Fiscais/Despesa_Fiscal/Paginas/default.aspx [Acesso em 03/03/2024].

Ministério das Finanças e da Administração Pública. (2007). Relatório do OE2008 [Em linha]. Disponível em: http://www.min-financas.pt [Acesso em 25/05/2024].

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. The American Economic Review, 48(3), 261–297. https://www.jstor.org/stable/1809766

Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. The American Economic Review, 53(3), 433–443. https://www.jstor.org/stable/1809167

Moore, N. (2014). Corporate Taxation and Investment: Evidence from the Belgian ACE Reform. Ruhr Economic Papers, 534. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2579684

Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics, 5(2), 147–175. https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0

Myers, S. (2001). Capital Structure. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 81–102. https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81

Myers, S., & Majiuf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics, 13(2), 187–221. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0

Nguyen, T., & Nguyen, V. (2020). The determinants of profitability in listed enterprises: A study from vietnamese stock exchange. Journal of Asian Finance, Economics and Business, 7(1), 47–58. https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no1.47

Odit, M., & Chittoo, H. (2008). Does Financial Leverage Influence Investment Decisions? The Case of Mauritian Firms. Journal of Business Case Studies-September, 9(4), 49–60. http://dx.doi.org/10.19030/jbcs.v4i9.4807

Pacheco, L. (2017). Investment determinants at the firm-level: The case of Portuguese industrial SMEs. International Journal of Business Science & Applied Management (IJBSAM), 12(2), 1–17. https://hdl.handle.net/10419/190676

Pereira, E., Silva, R., & Rebelo, T. (2021). Pilar de Competitividade: Financiamento, Endividamento e Investimento das Empresas [Em linha]. Disponível em: https://www.gee.gov.pt/pt/documentos/estudos-e-seminarios/competitividade/9585-gee-fc-financiamento-endividamento-investimento-2021/file [Acesso em 12/07/2024].

Pereira, M. (2020). Fiscalidade, 6a ed. Coimbra: Almedina.

Petutschnig, M., & Rünger, S. (2022). The Effect of an Allowance for Corporate Equity on Capital Structure: Evidence from Austria. Public Finance Review, 50(5), 597–642. https://doi.org/10.1177/10911421221125150

Pfaffermayr, M., Stöckl, M., & Winner, H. (2012). Capital Structure, Corporate Taxation and Firm Age. WIFO Working Papers, 424. https://hdl.handle.net/10419/128973

Portal, M., & 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

Proença, P., Laureano, R., & Laureano, L. (2014). Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs. Procedia - Social and Behavioral Sciences, 150, 182–191. https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.027

Queirós, C. (2020). A Fiscalidade e a Capitalização das Empresas. O Benefício Fiscal da Remuneração Convencional do Capital Social em Portugal [Em linha]. Disponível em: http://hdl.handle.net/11110/2050 [Acesso em 14/08/2024].

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? - Some Evidence from International Data. The Journal of Finance, 50(5), 1421–1460. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x

Said, H. (2022). Determinants of capital structure of French SBF 120 listed companies: A comparison between trade-off theory and pecking order theory. Corporate Ownership and Control, 19(4), 55–65. https://doi.org/10.22495/cocv19i4art5

Sajid, M., Mahmood, A., & Sabir, H. (2016). Does Financial Leverage Influence Investment Decisions? Empirical Evidence From KSE-30 Index of Pakistan. Asian Journal of Economic Modelling, 4(2), 82–89. https://doi.org/10.18488/journal.8/2016.4.2/8.2.82.89

Saquido, A. (2003). Determinants of Corporate Investment. Philippine Management Review, 402, 1–15. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3683783

Schepens, G. (2016). Taxes and bank capital structure. Journal of Financial Economics, 120(3), 585–600. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.01.015

Scholes, M., Wolfson, M., Erickson, M., Hanlon, M., Maydew, E., & Shevlin, T. (1992). Taxes and business strategy: A planning approach, 5a ed. London: Pearson Education Limited.

Scott, J. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. Bell Journal of Economics, 7(1), 33–54. https://doi.org/10.2307/3003189

Serghiescu, L., & Văidean, V.-L. (2014). Determinant Factors of the Capital Structure of a Firm - an Empirical Analysis. Procedia Economics and Finance, 15, 1447–1457. https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00610-8

Sheikh, A., & Siddiqui, D. (2020). Determinants of Corporate Investment Decision: Evidence from Pakistan. SSRN Electronic Journal. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3683783

Sibindi, A. (2016). Determinants of Capital Structure: A Literature Review. Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions, 6(4). https://doi.org/10.22495/rcgv6i4c1art13

Siedschlag, I., O'toole, C., Murphy, G., & O'connell, B. (2014, May). Access to External Financing and Firm Growth: Background Study for the European Competitiveness Report 2014. European Competitiveness Report 2014. https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d7f09bc3-e57c-42de-ba70-9d06cedfa2d1

Silva, M., Cerqueira, A., & Brandão, E. (2017). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Non-financial Listed German Companies. FEP Working Papers, 588. https://wps.fep.up.pt/wps/wp588.pdf

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), 59–85 [Em linha]. Disponível em: https://occ.pt/pt-pt/publicacoes [Acesso em 02/03/2024].

Umutlu, M. (2010). Firm leverage and investment decisions in an emerging market. Quality and Quantity, 44(5), 1005–1013. https://doi.org/10.1007/s11135-009-9250-y

Vo, X. (2019). Leverage and corporate investment – Evidence from Vietnam. Finance Research Letters, 28, 1–5. https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.03.005

LEGISLAÇÃO

Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas. Lei n.º 2/2014, de 16 de janeiro. Diário da República n.º 11/2014, Série I de 2014-01-16. Disponível em: Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas - CIRC | DR [Acesso em: 25/05/2024].

Comissão Europeia (2020). Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais: uma União dos Mercados de Capitais para as pessoas e as empresas – novo plano de ação (COM (2020) 590 final). Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A52020DC0590 [Acesso em: 15/04/2024].

Comissão Europeia (2022). Proposta de DIRETIVA DO CONSELHO que estabelece regras relativas a uma dedução para reduzir a distorção dívida-capitais próprios e à limitação da dedutibilidade dos juros para efeitos do imposto sobre o rendimento das sociedades (COM (2022) 2016 final). Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0216 [Acesso em: 15/04/2024].

Constituição da República Portuguesa. Diário da República n.º 86/1976, Série I de 1976-04-10. Disponível em: Constituição da República Portuguesa - CRP | DR [Acesso em: 22/02/2024].

Decreto-Lei n.º 162/2014, de 31 de outubro. Diário da República n.º 211/2014, Série I de 2014-10-31. Disponível em: Decreto-Lei n.º 162/2014 | DR [Acesso em: 11/04/2024].

Decreto-Lei n.º 182/86, de 10 de julho. Diário da República n.º 156/1986, Série I de 1986-07-10. Disponível em: Decreto-Lei n.º 182/86 | DR [Acesso em: 12/04/2024].

Decreto-Lei n.º 372/2007, de 6 de novembro. Diário da República n.º 213/2007, Série I de 2007-11-06. Disponível em: Decreto-Lei n.º 372/2007 | DR [Acesso em: 17/04/2024].

Decreto-Lei n.º 5/96, de 29 de Janeiro. Diário da República n.º 24/1996, Série I-A de 1996-01-29. Disponível em: Decreto-Lei n.º 5/96 | DR [Acesso em: 17/04/2024].

Estatuto dos Benefícios Fiscais. Decreto-Lei n.º 215/89, de 1 de julho. Diário da República n.º 149/1989, Série I de 1989-07-01. Disponível em: Estatuto dos Benefícios Fiscais | DR [Acesso em: 25/02/2024].

Lei Geral Tributária. Decreto-Lei n.º 398/98, de 17 de dezembro. Diário da República n.º 290/1998, Série I-A de 1998-12-17. Disponível em: Lei Geral Tributária | DR [Acesso em: 23/02/2024].

Lei n.º 114/2017, de 29 de dezembro ((Orçamento de Estado para 2018). Diário da República n.º 249/2017, Série I de 2017-12-29. Disponível em: Lei n.º 114/2017 | DR [Acesso em: 12/04/2024].

Lei n.º 24-D/2022, de 30 de dezembro (Orçamento de Estado para 2023). Diário da República n.º 251/2022, 2º Suplemento, Série I de 2022-12-30. Disponível em: Lei n.º 24-D/2022 | DR [Acesso em: 12/04/2024].

Lei n.º 3-B/2010, de 28 de abril (Orçamento de Estado para 2010). Diário da República n.º 82/2010, 1º Suplemento, Série I de 2010-04-28. Disponível em: Lei n.º 3-B/2010 | DR [Acesso em: 17/04/2024].

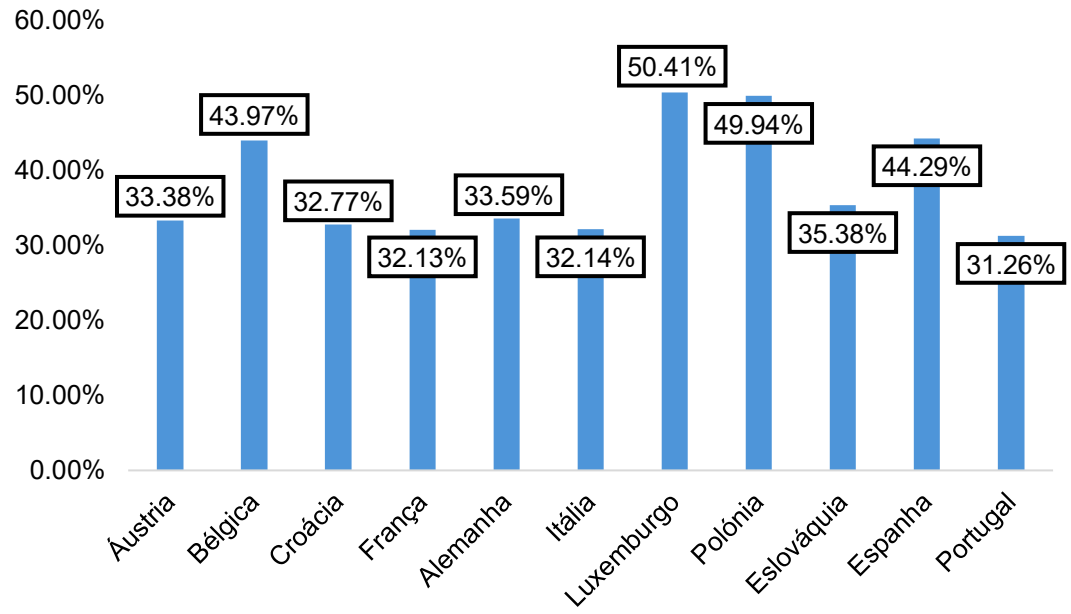
Lei n.º 42/2016, de 28 de dezembro (Orçamento de Estado para 2017). Diário da República n.º 248/2016, Série I de 2016-12-28. Disponível em: Lei n.º 42/2016 | DR [Acesso em: 17/04/2024].

Lei n.º 67/2007, de 31 de dezembro (Orçamento de Estado para 2008) . Diário da República n.º 251/2007, Série I de 2007-12-31. Disponível em: Lei n.º 67/2007 | DR [Acesso em: 17/04/2024].

Resolução do Conselho de Ministros n.º 100/2015, de 23 de dezembro. Diário da República n.º 250/2015, Série I de 2015-12-23. Disponível em: Resolução do Conselho de Ministros n.º 100/2015 | DR [Acesso em: 13/04/2024].
Resolução do Conselho de Ministros n.º 42/2016, de 18 de agosto. Diário da República n.º 158/2016, Série I de 2016-08-18. Disponível em: Resolução do Conselho de Ministros n.º 42/2016 | DR [Acesso em: 13/04/2024].

ANEXOS

ANEXO I



Comparação internacional da autonomia financeira das sociedades não financeiras no ano de 2015, adaptado de (Banco de Portugal, 2024b).

ANEXO II

Evolução do regime da RCCS desde a sua entrada no EBF – art. 41.º-A, adaptado de (Cruz, 2018)

	Regime da RCCS (2014-2016)	**Regime da RCCS (2017)**	**Regime da RCCS (2018-2022)**
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 ou através de conversão de suprimentos ou de empréstimo de sócios	Dinheiro ou através de conversão de créditos, ou do recurso aos lucros do próprio exercício
Dedução ao lucro tributável	Aplicação de uma taxa de 5% ao montante de realização do capital elegível	Aplicação de uma taxa de 7% ao montante de realização do capital elegível	Aplicação de uma taxa de 7% ao montante de realização do capital elegível
Limites	Máximo do BF durante sua duração = 200.000 EUR (regras de minimis)	Montante máximo do capital elegível = 2 000 000 EUR	Montante máximo do capital elegível = 2 000 000 EUR
Duração	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)

ANEXO III

Evolução do total de deduções de RCCS realizadas e do n.º de entidades beneficiárias entre 2014 e 2022

Anos	N.º de entidades beneficiários	Total de deduções efetuadas
2014	211	427 280,10 €
2015	254	608 811,44 €
2016	404	851 649,31 €
2017	1167	7 360 333,81 €
2018	2317	15 492 126,24 €
2019	3574	25 727 002,45 €
2020	4632	28 063 109,58 €
2021	6719	39 548 406,03 €
2022	8830	51 216 349,83 €

ANEXO IV

Definição da amostra principal final da investigação através da aplicação de critérios de exclusão

Amostra principal inicial	**11.891 entidades**
Sem dados	- 34 entidades
Dados inferiores a 2022	- 415 entidades
Setor bancário e segurador (modelos de demonstrações financeiras distintos)	- 7 entidades
Sem dados suficientes	- 7.371 entidades
Amostra principal final	**4.064 entidades**

ANEXO V[16]

Dimensão das empresas da amostra principal e da amostra de controlo

Dimensão	N.º de Empresas	
	Amostra Principal	Amostra de Controlo
N/D	106	4
Microempresa	1046	753
Pequena empresa	1813	1865
Média empresa	891	1280
Grande empresa	208	193

ANEXO VI

Evolução do total de deduções de RCCS realizadas e do n.º de entidades beneficiárias entre 2017 e 2022 pelas empresas da amostra principal

Anos	N.º de entidades beneficiários	Total de deduções efetuadas
2017	528	3 205 909,82 €
2018	1058	7 052 820,22 €
2019	1588	12 151 200,16 €
2020	1927	13 700 444,56 €
2021	2641	19 065 505,76 €
2022	3253	24 686 785,43 €

[16] De acordo com a Recomendação 2003/361/CE, da Comissão, uma micro, pequena ou média empresa é definida com base nos seguintes critérios:

- Média empresa – emprega entre 51 e 250 pessoas; o volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou o balanço total anual não excede 43 milhões de euros;
- Pequena empresa – emprega entre 11 e 50 pessoas e o volume de negócios anual ou balanço total anual não excede 10 milhões de euros;
- Microempresa – emprega menos de 10 pessoas e o volume de negócios anual ou balanço total anual não excede 2 milhões de euros.

ANEXO VII

Divisão setorial das empresas da amostra principal e da amostra de controlo, com base nos códigos SIC

Código SIC	Setor	N.º de Empresas	
		Amostra Principal	Amostra de Controlo
01-09	Divisão A (Agricultura, Floresta e Pesca)	200	110
10-14	Divisão B (Exploração Mineira)	16	18
15-17	Divisão C (Construção)	464	355
20-39	Divisão D (Produção)	981	1032
40-49	Divisão E (Transportes, Comunicação, Eletricidade, Gás e Serviços Sanitários)	190	310
50-51	Divisão F (Comércio por grosso)	805	970
52-59	Divisão G (Comércio retalhista)	501	595
60-67	Divisão H (Finanças, Seguros e Imobiliário)	283	151
70-89	Divisão I (Serviços)	624	554

ANEXO VIII

Descrição das variáveis dos modelos de regressão linear

Variáveis		Descrição
Variável Dependente	*ER*	Rácio entre o capital próprio e o total do ativo
	INV	Rácio entre o investimento fixo bruto realizado pela empresa durante o ano e o total do ativo fixo tangível no início do ano
Variáveis Independentes	*RCCS*	Rácio entre o valor de RCCS deduzido e o EBT
	DRCCS	Variável dummy que assume o valor 1 se a empresa efetuou deduções de RCCS em pelo menos um dos anos do período em estudo e assume o valor 0 caso contrário
	PROF	Rácio entre o EBIT e o total do ativo
	TANG	Rácio entre o ativo fixo tangível e o total do ativo
	LIQ	Rácio entre o ativo corrente e o passivo corrente
	SIZE	Logaritmo natural do total do ativo
	AGE	Logaritmo natural da subtração entre o ano t e o ano de constituição da empresa
	GROWTH	Variação da percentagem anual dos rendimentos operacionais
	NDTS	Rácio entre a depreciação e o total do ativo
	LEV	Rácio entre o total do passivo e o total do ativo
	IB	Rácio entre os gastos de financiamento e o EBITDA
	SECTOR	Variável dummy relativa ao setor de atividade empresa
	YEAR_2020_2021	Variável dummy que assume o valor 1 nos anos de 2020 e 2021 e assume o valor 0 caso contrário

ANEXO IX

MODELO DO IMPACTO DA RCCS NA ESTRUTURA FINANCEIRA

Matriz de Correlação de Pearson da Equação 1

	ER	RCCS	PROF	TANG	LIQ
ER	**1,00**				
RCCS	0,062***	**1,00**			
PROF	0,351***	-0,158***	**1,00**		
TANG	-0,045***	0,040***	-0,168***	**1,00**	
LIQ	0,447***	0,020***	0,160***	-0,136***	**1,00**
SIZE	0,038***	0,069***	-0,111***	-0,019***	-0,116***
AGE	0,247***	0,030***	-0,106***	0,007	0,042***
GROWTH	-0,104***	-0,028***	0,225***	-0,014*	-0,044***
NDTS	-0,012*	-0,035***	-0,007	0,425***	-0,078***

	SIZE	AGE	GROWTH	NDTS
SIZE	**1,000**			
AGE	0,424***	**1,000**		
GROWTH	-0,020***	-0,146***	**1,000**	
NDTS	-0,171***	-0,089***	-0,013*	**1,000**

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%

Matriz de Correlação de Pearson da Equação 2

	ER	RCCS	PROF	TANG	LIQ
ER	**1,000**				
RCCS	0,096***	**1,000**			
PROF	0,355***	0,134***	**1,000**		
TANG	-0,038***	0,057***	-0,137***	**1,000**	
LIQ	0,496***	0,085***	0,191***	-0,174***	**1,000**
SIZE	0,033***	-0,091***	-0,111***	0,034***	-0,126***
AGE	0,189***	-0,167***	-0,127***	0,016***	0,026***
GROWTH	-0,076***	0,057***	0,244***	-0,003	-0,038***
NDTS	-0,011**	0,021***	0,006	0,460***	-0,091***

	SIZE	AGE	GROWTH	NDTS
SIZE	**1,000**			
AGE	0,383***	**1,000**		
GROWTH	-0,013**	-0,113***	**1,000**	
NDTS	-0,116***	-0,089***	0,005	**1,000**

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%

MODELO DO IMPACTO DA RCCS NO INVESTIMENTO

Matriz de Correlação de Pearson da Equação 1

	INV	RCCS	PROF	LEV	IB
INV	**1,000**				
RCCS	-0,009	**1,000**			
PROF	0,067***	-0,165***	**1,000**		
LEV	0,071***	-0,056***	-0,368***	**1,000**	
IB	-0,026***	0,096***	-0,400***	0,408***	**1,000**
TANG	-0,074***	0,039***	-0,165***	0,043***	0,039***
LIQ	-0,006	0,022***	0,170***	-0,458***	-0,133***
SIZE	-0,082***	0,065***	-0,098***	-0,051***	0,053***
GROWTH	0,090***	-0,030***	0,211***	0,114***	-0,042***

	TANG	LIQ	SIZE	GROWTH
TANG	**1,000**			
LIQ	-0,149***	**1,000**		
SIZE	-0,023***	-0,116***	**1,000**	
GROWTH	-0,005	-0,041***	-0,025***	**1,000**

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%

Matriz de Correlação de Pearson da Equação 2

	INV	RCCS	PROF	LEV	IB
INV	**1,000**				
DRCCS	0,037***	**1,000**			
PROF	0,071***	0,093***	**1,000**		
LEV	0,052***	-0,088***	-0,353***	**1,000**	
IB	-0,040***	-0,090***	-0,302***	0,359***	**1,000**
TANG	-0,095***	0,055***	-0,139***	0,032***	0,011**
LIQ	-0,001	0,081***	0,192***	-0,496***	-0,139***
SIZE	-0,086***	-0,091***	-0,104***	-0,051***	0,070***
GROWTH	0,085***	0,060***	0,230***	0,093***	-0,048***

	TANG	LIQ	SIZE	GROWTH
TANG	**1,000**			
LIQ	-0,180***	**1,000**		
SIZE	0,030***	-0,119***	**1,000**	
GROWTH	0,002	-0,044***	-0,022***	**1,000**

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%

ANEXO X

MODELO DO IMPACTO DA RCCS NA ESTRUTURA FINANCEIRA

Variance Inflation Factor da Equação 1

Variáveis	VIF	1/VIF
RCCS	1,03	0,97
PROF	1,15	0,87
TANG	1,28	0,78
LIQ	1,08	0,93
SIZE	1,29	0,78
AGE	1,26	0,79
GROWTH	1,08	0,92
NDTS	1,27	0,79

Variance Inflation Factor da Equação 2

Variáveis	VIF	1/VIF
DRCCS	1,06	0,94
PROF	1,16	0,86
TANG	1,34	0,75
LIQ	1,10	0,91
SIZE	1,22	0,82
AGE	1,23	0,81
GROWTH	1,08	0,92
NDTS	1,31	0,76

MODELO DO IMPACTO DA RCCS NO INVESTIMENTO

Variance Inflation Factor da Equação 1

Variáveis	VIF	1/VIF
RCCS	1,05	0,95
PROF	1,45	0,69
LEV	1,72	0,58
IB	1,33	0,75
TANG	1,06	0,94
LIQ	1,34	0,75
SIZE	1,05	0,95
GROWTH	1,10	0,91

Variance Inflation Factor da Equação 2

Variáveis	VIF	1/VIF
DRCCS	1,03	0,96
PROF	1,33	0,75
LEV	1,70	0,59
IB	1,21	0,83
TANG	1,07	0,93
LIQ	1,42	0,70
SIZE	1,06	0,94
GROWTH	1,10	0,91

ANEXO XI

MODELO DO IMPACTO DA RCCS NA ESTRUTURA FINANCEIRA

Sumário das estatísticas descritivas da Equação 1

Variáveis	Obs	Média	Mediana	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo
ER	20.617	0,432	0,420	0,197	-0,045	0,898
RCCS	20.617	0,010	0,000	0,023	0,000	0,193
PROF	20.617	0,090	0,073	0,076	-0,116	0,407
TANG	20.617	0,287	0,241	0,215	0,002	0,930
LIQ	20.617	2,298	1,748	1,895	0,265	17,929
SIZE[17]	20.617	6.233.219,00	2.374.925,00	11.866.930,00	142.784,80	136.196.192,00
AGE[17]	20.617	19,54	17	12,42	2	75
GROWTH	20.617	0,172	0,112	0,346	-0,608	2,835
NDTS	20.617	0,039	0,031	0,305	0,002	0,172
YEAR_2020_2021	20.617	0,336	0	0,472	0	1

Sumário das estatísticas descritivas da Equação 2

Variáveis	Obs	Média	Mediana	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo
ER	41.257	0,413	0,398	0,200	-0,173	0,895
DRCCS	41.257	0,488	0	0,500	0	1
PROF	41.257	0,077	0,061	0,074	-0,142	0,385
TANG	41.257	0,274	0,230	0,208	0,001	0,913
LIQ	41.257	2,104	1,657	1,544	0,271	13,288
SIZE[17]	41.257	6.876.943,00	2.943.168,00	12.745.488,00	164.810,40	140.805.072,00
AGE[17]	41.257	22,30	20	13,42	4	81
GROWTH	41.257	0,140	0,093	0,291	-0,571	2,029
NDTS	41.257	0,038	0,029	0,031	0,002	0,174
YEAR_2020_2021	41.257	0,340	0	0,474	0	1

[17] As estatísticas descritivas das variáveis *SIZE* e *AGE* são apresentadas em unidades de, respetivamente, euros e anos.

MODELO DO IMPACTO DA RCCS NO INVESTIMENTO

Sumário das estatísticas descritivas da Equação 1

Variáveis	Obs	Média	Mediana	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo
INV	20.481	0,581	0,201	1,343	-0,345	17,441
RCCS	20.481	0,010	0	0,023	0	0,194
PROF	20.481	0,085	0,068	0,076	-0,152	0,400
LEV	20.481	0,565	0,576	0,196	0,104	0,985
IB	20.481	0,070	0,037	0,095	-0,294	0,658
TANG	20.481	0,289	0,243	0,215	0,003	0,928
LIQ	20.481	2,283	1,750	1,826	0,279	16,601
SIZE[17]	20.481	6.464.745,00	2.384.555,00	12.466.998,00	143.151,90	135.163.024,00
GROWTH	20.481	0,176	0,113	0,343	-0,565	2,811
YEAR_2020_2021	20.481	0,334	0	0,471	0	1

Sumário das estatísticas descritivas da Equação 2

Variáveis	Obs	Média	Mediana	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo
INV	41.656	0,516	0,177	1,177	-0,346	14,660
DRCCS	41.656	0,492	0	0,500	0	1
PROF	41.656	0,076	0,058	0,074	-0,171	0,382
LEV	41.656	0,586	0,600	0,198	0,107	1,061
IB	41.656	0,085	0,043	0,125	-0,503	0,985
TANG	41.656	0,276	0,232	0,208	0,002	0,912
LIQ	41.656	2,095	1,656	1,515	0,286	12,681
SIZE[17]	41.656	6.871.162,00	2.911.089,00	12.727.649,00	166.607,60	135.586.912,00
GROWTH	41.656	0,147	0,096	0,297	-0,540	2,145
YEAR_2020_2021	41.656	0,332	0	0,471	0	1