



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

A influência do planeamento fiscal no valor das sociedades cotadas na Euronext Lisbon

Cátia Vanessa Henriques Gaspar

Leiria, setembro de 2018

Esta página foi intencionalmente deixada em branco



Dissertação
Mestrado em Finanças Empresariais

A influência do planeamento fiscal no valor das sociedades cotadas na Euronext Lisbon

Cátia Vanessa Henriques Gaspar

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação da Doutora Helena Susana Afonso Alves, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria e coorientação da Doutora Cristina Isabel Branco de Sá, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, setembro de 2018

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

“Tudo é considerado impossível até acontecer.”

Nelson Mandela

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Agradecimentos

O desenvolvimento desta dissertação foi, sem dúvida, muito difícil e uma etapa da minha vida que custou a superar. Desde os primeiros meses que a iniciei que achava que seria impossível a sua conclusão. Uns dias até poderia achar que tinha “pés para andar”, e que iria ser útil, mas no dia seguinte voltava ao pensamento de que era impossível. Até que chegou o dia em que a dissertação estava concluída e que tive de admitir que realmente só é impossível até acontecer.

Para acontecer foi fundamental o apoio de várias pessoas e instituições, para as quais deixo os meus agradecimentos.

Agradeço à Escola Superior de Tecnologia e Gestão, do Instituto Politécnico de Leiria, que me proporcionou a frequência no mestrado em Finanças Empresariais, no qual se enquadra a presente dissertação. Proporcionou-me ainda o acesso a diversas fontes de informação, nomeadamente aos estudos empíricos realizados por outros autores e à base de dados SABI, sem as quais era impossível a realização da presente investigação.

À minha orientadora, Doutora Helena Susana Afonso Alves, e coorientadora, Doutora Cristina Isabel Branco de Sá, deixo um agradecimento muito especial por todo o apoio, disponibilidade, crítica e rigor transmitidos que foram cruciais.

Agradeço ainda a todos os que sentiram, compreenderam e aceitaram a minha ausência durante a execução deste trabalho, especialmente ao meu pai que sempre me transmitiu um orgulho incondicional, à minha mãe que me proporcionou as condições necessárias e ao meu irmão, amigos e colegas de trabalho pela força e motivação, mesmo nos momentos mais difíceis.

Um muito obrigada a todos!

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Resumo

O presente trabalho de investigação tem como objetivo principal estudar o efeito da utilização de estratégias de planeamento fiscal no valor da empresa. Para tal, é utilizada uma amostra de sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, em 2015. Esta dissertação dá um contributo para o desenvolvimento da literatura existente em Portugal sobre esta temática e proporciona à comunidade científica e às empresas o conhecimento sobre a influência de mecanismos de planeamento fiscal no valor da empresa. Tal afigura-se relevante, uma vez que o planeamento fiscal pode, efetivamente, representar uma atividade onerosa e a relação custo-benefício não ser compensatória.

A utilização de mecanismos de planeamento fiscal, por parte das empresas, deverá resultar num encargo fiscal menor e, conseqüentemente, num resultado líquido maior. Nesta perspetiva, é racional admitirmos que esta atividade contribuirá para aumentar o valor da empresa. No entanto, nos estudos empíricos publicados esta conclusão não é unânime. De facto, existem estudos que mostram que o planeamento fiscal contribui para o aumento do valor da empresa e outros que concluem que o afeta de forma negativa.

Recorrendo à construção de um modelo de regressão linear concluímos que o valor das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* é influenciado de forma positiva pela performance organizacional e pelas oportunidades de crescimento e de forma negativa pelo endividamento. Não foi possível aferir do efeito das variáveis dimensão da empresa, planeamento fiscal e política de distribuição de dividendos no valor das sociedades. Assim, o modelo estimado mostra que a implementação de estratégias de planeamento fiscal por parte das sociedades não influencia o seu valor.

Palavras-chave: Planeamento fiscal; Tributação das empresas; Valor da empresa.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Abstract

The purpose of this research is to analyze the impact of tax planning activities on firm value. Therefore, this research was conducted for companies listed on the Euronext Lisbon, in 2015. This study contributes to the current literature in Portugal, and provides, to the scientific community and companies, the knowledge about the influence of the tax planning on the firm value. Also, it is relevant because tax planning activities can represent an expensive activity and the cost-benefit ratio can't be compensatory.

The use of tax planning mechanisms by companies should result in a lower tax burden and, consequently, a higher net income. In this perspective, it is legitimate to admit that this activity will contribute to increase the firm value. However empirical studies prove that this conclusion is not unanimous. In fact, there are studies that demonstrate that tax planning increase firm value and others who conclude that tax planning affect negatively the firm value.

By using a linear regression model, we conclude that the value of companies listed on Euronext Lisbon is positively influenced by organizational performance and growth opportunities, and negatively influenced by debt. It was not possible to check the effect of some variables, like the firm size, tax planning and dividend distribution policy, on firm value. Therefore, the estimated model shows that the implementation of tax planning strategies, by companies, does not influence their value.

Keywords: Tax Planning, Corporate taxation, Firm Value.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de tabelas

Tabela 1 - Evolução das taxas de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas	5
Tabela 2 – Síntese dos estudos sobre a influência do planeamento fiscal no valor da empresa.....	14
Tabela 3 - Medidas de planeamento fiscal	16
Tabela 4 - Medidas de valor da empresa.....	22
Tabela 5 – Mensuração das variáveis	29
Tabela 6 - Esquema dos modelos estimados	31
Tabela 7 - Estatística descritiva	36
Tabela 8 - Coeficientes de correlação de Pearson	39
Tabela 9 - Coeficientes de regressão e p-values do teste t-Student	41
Tabela 10 - Coeficientes de determinação	43
Tabela 11 - P-value dos testes de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk	44
Tabela 12 - VIF das variáveis independentes	46
Tabela 13 – Relação esperada e Resultado obtido em cada hipótese de investigação.....	48

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de siglas

CIRC	Código do imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas
CMVM	Comissão do mercado de valores mobiliários
CRSP	<i>Center for research in security prices</i>
DFC	Demonstração de fluxos de caixa
DP	Diferenças permanentes
DT	Diferenças temporárias
EBIT	<i>Earnings before interest and taxes</i>
IRC	Imposto sobre o rendimento do período
PBV	<i>Price to book value</i>
PER	<i>Price to earnings ratio</i>
RAI	Resultado antes de impostos
RLA	Resultado líquido por ação
RLP	Resultado líquido do período
ROA	<i>Return on assets</i>
SPSS	<i>Software informático - Statistical package for the social sciences</i>
TEI	Taxa efetiva de imposto
TIL	Taxa de imposto legal
VIF	<i>Variance inflation factor</i>

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Índice

AGRADECIMENTOS	V
RESUMO	VII
ABSTRACT	IX
LISTA DE TABELAS	XI
LISTA DE SIGLAS	XIII
ÍNDICE	XV
1. INTRODUÇÃO	1
1.1. Tema em estudo	1
1.2. Objetivos do estudo	2
1.3. Organização do trabalho.....	2
2. REVISÃO DA LITERATURA	5
2.1. O planeamento fiscal	5
2.2. O valor da empresa.....	7
2.3. O planeamento fiscal e o valor da empresa	10
2.3.1. Principais estudos e conclusões.....	11
2.3.2. Medidas de planeamento fiscal	15
2.3.3. Medidas de valor da empresa.....	21
3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	25
3.1. Operacionalização das variáveis	25
3.1.1. Variável dependente.....	25
3.1.2. Variáveis independentes	26
3.2. Hipóteses de investigação	29
3.3. O modelo de regressão linear	30
3.4. Recolha e Tratamento de dados	31
3.5. Amostra e Caracterização.....	34
4. RESULTADOS	35
4.1. Estatística descritiva	35
4.2. Coeficiente de correlação de <i>Pearson</i>	38
4.3. Modelos de regressão linear	40
4.3.1. Análise de variância dos modelos	40
4.3.2. Testes aos coeficientes dos modelos	41
4.3.3. Coeficientes de determinação	42
4.3.4. Validação dos pressupostos dos modelos	43

4.4. Validação do teste de hipóteses	46
5. CONCLUSÃO	49
BIBLIOGRAFIA	53
WEBGRAFIA.....	57
ANEXOS.....	59
ANEXO I – SOCIEDADES INCLUÍDAS NA AMOSTRA.....	59
ANEXO II – GRÁFICOS DE PROBABILIDADE NORMAL.....	60
ANEXO III – DIAGRAMAS DE DISPERSÃO.....	61

1.Introdução

1.1.Tema em estudo

A atividade de planeamento fiscal merece cada vez mais atenção por parte das empresas¹. Os impostos representam um custo significativo e uma redução nos *cash flows* disponíveis das empresas (S. Chen, Chen, Cheng, & Shevlin, 2010). Em Portugal, em média, as empresas despendem mais de um quinto do seu resultado líquido em impostos sobre o rendimento das pessoas coletivas. Compreende-se assim a existência, por parte dos sujeitos passivos, de um esforço no sentido de reduzirem a sua carga fiscal, para poderem afetar esses recursos a outros fins. Esse esforço pode ser feito através do aproveitamento das regras fiscais, no entanto, nem sempre é feito de forma legal, originando comportamentos como o da fraude fiscal que se pode definir como o ato ou negócio ilícito que viola o estipulado na lei com o intuito de diminuir ou mesmo eliminar o pagamento de impostos (Pereira, 2007).

Atendendo à sua proximidade, a fraude fiscal é frequentemente confundida com o planeamento fiscal apesar de, na realidade, respeitarem a práticas distintas. O planeamento fiscal constitui uma forma legal das empresas minimizarem os impostos a pagar e, conseqüentemente, aumentarem o seu rendimento líquido após impostos (Pereira, 2007). Mas será que a implementação de estratégias de planeamento fiscal cria efetivamente valor para as empresas?

Minnick e Noga (2010) referiram que o planeamento fiscal envolve uma incerteza significativa e, por isso, pode não beneficiar imediatamente o desempenho da empresa mas pode, eventualmente, constituir um investimento de longo prazo.

Estudos sobre esta temática apresentam resultados contraditórios. Assidi, Aliani, e Omri (2016); Desai e Dharmapala (2009); Hafkenscheid e Janssen (2009) e Lestari e Wardhani (2015) verificaram uma relação positiva entre o valor da empresa e o planeamento fiscal. X. Chen, Hu, Wang e Tang (2014); Santana (2014) e Wahab e Holland

¹ No desenvolvimento deste trabalho a expressão *empresa* refere-se a sociedades comerciais.

(2012) verificaram a existência de uma relação negativa. Adicionalmente, Kiesewetter e Manthey (2017) não encontraram relacionamento significativo entre o valor da empresa e o planeamento fiscal. Os diferentes resultados obtidos poderão ser justificados por diversos fatores, nomeadamente, pelo facto dos estudos se aplicarem a amostras de países diferentes e as amostras não estarem segmentadas. Outra justificação pode residir no facto de os estudos utilizarem variáveis distintas e incidirem em momentos temporais divergentes.

Até ao momento, que seja do nosso conhecimento, esta temática não tem sido muito abordada em Portugal, motivo pelo qual se mostra interessante desenvolver e verificar que tipo de relação se obtém.

1.2. Objetivos do estudo

O objetivo geral do presente estudo é verificar se a realização de mecanismos de planeamento fiscal tem influência no valor das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, ou seja, é investigarmos se o planeamento fiscal influencia o valor das sociedades e se essa relação é positiva ou negativa. Daremos assim um contributo para as sociedades perceberem se é ou não vantajoso investir em mecanismos de planeamento fiscal, do ponto de vista da valorização da sociedade, sendo esta perceção uma matéria relevante para a investigação científica uma vez que o planeamento fiscal pode, na realidade, representar uma atividade bastante dispendiosa e a relação custo-benefício não ser compensatória.

1.3. Organização do trabalho

O presente trabalho de investigação está dividido em 5 capítulos, incluindo este primeiro capítulo, capítulo 1, que contém a introdução.

No capítulo 2, apresentamos a revisão da literatura começando por efetuar uma abordagem aos conceitos de planeamento fiscal e de valor da empresa. Depois, apresentamos uma síntese dos principais estudos e conclusões sobre a relação existente entre os dois conceitos. Seguidamente, enumeramos as medidas de planeamento fiscal e de valor da empresa utilizadas em estudos empíricos para medir ambas as variáveis.

O capítulo 3 inclui a metodologia de investigação. Primeiramente, apresentamos todas as variáveis a utilizar e a sua operacionalização. Depois, definimos as nossas hipóteses de investigação e formulamos a regressão linear múltipla que nos vai permitir validar cada hipótese. De seguida, explicamos a técnica utilizada na recolha e tratamento dos dados necessários e, para finalizar o capítulo, definimos e caracterizamos a nossa amostra.

No capítulo 4 apresentamos os resultados obtidos, começando por efetuar uma análise descritiva e uma análise da correlação entre as variáveis. Segue-se a apresentação dos resultados obtidos através dos modelos de regressão linear desenvolvidos, sobre os quais analisamos a sua variância, os testes aos coeficientes, os coeficientes de determinação e ainda a verificação do cumprimento dos pressupostos subjacentes aos modelos de regressão linear. Com base nestes resultados, concluímos o capítulo com a validação do teste de hipóteses.

Terminamos esta dissertação com o capítulo 5 onde são apresentadas as conclusões finais acerca deste trabalho de investigação, as limitações do estudo e sugestões de linhas de pesquisa para estudos futuros.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

2.Revisão da literatura

2.1.O planeamento fiscal

O planeamento fiscal tem sido incorporado em investigações científicas, merecendo cada vez mais atenção por parte dos investigadores, uma vez que os impostos representam um custo significativo para as empresas e uma redução nos *cash flows* disponíveis (S. Chen et al., 2010). Em Portugal, de acordo com os dossiês estatísticos relativos ao imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas publicados pela AT autoridade tributária e aduaneira, em 2017 e 2018, as empresas têm um encargo médio que supera um quinto do seu resultado líquido. Neste âmbito importa salientar que, conforme exposto na tabela 1, apesar da taxa nominal de imposto ter registado diminuições entre os anos de 2013 e 2015, a taxa média efetiva de imposto registou diminuições mas em proporções menores. Adicionalmente, de 2015 para 2016, a taxa média efetiva aumentou para os 21,4% quando a taxa nominal se manteve inalterada, nos 21%.

Tabela 1 - Evolução das taxas de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas

	2013	2014	Varição 2014 - 2013	2015	Varição 2015 - 2014	2016	Varição 2016 - 2015
Taxa nominal	25,0%	23,0%	-8,0%	21,0%	-8,7%	21,0%	0,0%
Taxa média efetiva	23,1%	21,8%	-5,6%	20,8%	-4,6%	21,4%	2,9%

Na maioria dos estudos o planeamento fiscal é definido de uma forma abrangente como todas as atividades realizadas, quer estejam ou não em conformidade com a lei, com o propósito de redução do imposto efetivamente pago ou da obtenção de um benefício fiscal (S. Chen et al., 2010; Dyreng, Hanlon, & Maydew, 2008; Minnick & Noga, 2010; Santana, 2014; Wahab & Holland, 2012). Neste conceito, não existe a distinção entre planeamento e evasão fiscal e os autores enfatizam que a evasão/planeamento fiscal não implicam que as empresas se envolvam em algo impróprio, ilegal ou antiético. De facto, existem inúmeras disposições na lei que criam condições para que as empresas reduzam os seus impostos, nomeadamente, pela existência de múltiplas áreas em que a lei não é clara, permitindo aos contribuintes a opção pelo comportamento que lhe for mais favorável.

Hanlon e Heitzman (2010) definem a evasão fiscal de uma forma geral, não distinguindo evasão tecnicamente legal da ilegal por duas razões. Primeiro, porque a maioria dos comportamentos em questão envolvem transações que são tecnicamente legais. Segundo, a legalidade da evasão fiscal é muitas vezes determinada apenas após o facto. Os autores referem ainda que a agressividade da transação depende, por vezes, dos juízos de valor que cada pessoa faz.

No entanto, os conceitos de planeamento fiscal e evasão fiscal são distintos. De acordo com Pereira (2007), o planeamento fiscal consiste em minimizar os impostos a pagar, traduzindo-se no aumento do rendimento depois de impostos, por uma via totalmente legítima, pretendida até pelo legislador ou deixada por este como opção ao contribuinte. Enquanto a evasão fiscal se traduz na prática de atos ou negócios que a lei qualifica como não sendo conformes com a substância da realidade económica que lhes está subjacente, ou seja, existe uma poupança fiscal que o legislador tinha intenção de cobrir mas que não se encontra expressamente prevista na lei. Por sua vez, o autor refere que a diminuição dos impostos a pagar pode ainda concretizar-se através da fraude fiscal, que compreende os atos ou negócios ilícitos, infringindo frontalmente a lei, quer por ação, quer por omissão, não se pagando por via dela, no todo ou em parte, um imposto cujo facto gerador se verificou ou obtendo-se uma vantagem patrimonial indevida.

A legislação portuguesa vai de encontro com o referido por Pereira (2007), encontrando-se definido no artigo 3º do Decreto-Lei n.º 29/2008 de 25 de fevereiro que o planeamento fiscal é qualquer esquema ou atuação que determine, ou se espere que determine, de modo exclusivo ou predominante, a obtenção de uma vantagem fiscal pelo sujeito passivo de imposto, sendo a vantagem fiscal, a redução, eliminação ou diferimento temporal de imposto ou a obtenção de benefício fiscal, que não se alcançaria, no todo ou em parte, sem a utilização do esquema ou a atuação.

Por outro lado, o artigo 103º do Regime Geral das Infrações Tributárias refere que constituem fraude fiscal as condutas ilegítimas que visem a não liquidação, entrega ou pagamento da prestação tributária ou a obtenção indevida de benefícios fiscais, reembolsos ou outras vantagens patrimoniais suscetíveis de causarem diminuição das receitas tributárias.

Para uma melhor compreensão dos conceitos, identificam-se três grupos de modalidades de planeamento fiscal: as exclusões tributárias, os benefícios fiscais e as alternativas fiscais. As exclusões tributárias estão relacionadas com o facto de

determinados rendimentos serem, no todo ou em parte, excluídos de tributação, o que acontece, por exemplo, nas mais-valias tributadas apenas em 50%, quando existe a intenção de reinvestimento do valor de realização subjacente à venda. Os benefícios fiscais, conforme previsto no Estatuto dos Benefícios Fiscais, são medidas de carácter excecional, usados para a gestão de interesses extrafiscais que são superiores aos interesses da tributação que impedem. Incluem, nomeadamente, as isenções, as reduções de taxas, as deduções à matéria coletável e à coleta, as amortizações e reintegrações aceleradas. Alguns exemplos são a majoração dos gastos à criação de emprego, a majoração aplicada a donativos, a majoração de quotizações para associações empresariais e as deduções à coleta relacionadas com os investimentos realizados pelas empresas. Por fim, as alternativas fiscais prendem-se com a visualização das alternativas com efeitos no montante, tempo e modo de pagamento dos impostos que sejam devidos, incluindo-se nestas, por exemplo, a opção entre contabilidade organizada ou regime simplificado e as opções entre a utilização de quotas máximas ou mínimas, anuais ou por duodécimos, aquando as amortizações/depreciações, influenciando o momento da tributação e a escolha da localização da tributação (Pereira, 2007).

Quanto à fraude fiscal, pode ter lugar por ocultação ou alteração de factos ou valores que devam constar na contabilidade ou nas declarações fiscais e/ou por celebração de negócio simulado, quer quanto ao valor, quer quanto à natureza, quer por interposição, omissão ou substituição de pessoas (Pereira, 2007).

No desenvolvimento deste trabalho seguimos o conceito de planeamento fiscal definido em Pereira (2007) e na legislação portuguesa.

2.2.O valor da empresa

A maximização do valor da empresa é um dos principais objetivos comum a todas as empresas (Berzkalne & Zelgalve, 2014; Marcelo & Quirós, 2002). No entanto, o cálculo do valor da empresa não é fácil, uma vez que depende fortemente do ambiente económico onde a mesma se insere, do tipo de empresa, do avaliador, dos objetivos da avaliação e ainda da metodologia usada para medir e definir o valor da empresa (Kiss, 2016).

No presente estudo vamos ao encontro da conclusão de Abreu (2016), na sua investigação que se intitula "*From Accounting to Firm Value*", em que o valor da empresa é uma função matemática de seis efeitos económicos: o operacional, o investimento, o

mercado, o financeiro, os impostos e os dividendos. Estes efeitos económicos são derivados de estratégias empresariais adotadas pelas empresas.

A estratégia operacional está relacionada com o nível de atividade da empresa e envolve as operações relacionadas com a produção de bens e prestação de serviços, que são, na maioria dos casos, as principais geradoras de rendimento para a empresa. Em Abreu (2016) esta estratégia é representada pelo resultado após impostos, de forma a resumir a atividade da empresa em termos de rendimentos e gastos resultantes das atividades operacionais e também não operacionais. O resultado após impostos, ou seja, o resultado líquido, também é incluído como indicador de desempenho empresarial em estudos relacionados com os fatores determinantes do valor da empresa (Marcelo & Quirós, 2002; Ribeiro, 2010). Estes autores estudaram até que ponto o valor da empresa é explicado pelo nível de resultados líquidos obtidos. Adicionalmente, nos estudos de base à nossa investigação, isto é, nos estudos que incidem sobre a influência do planeamento fiscal no valor da empresa, é incluído o resultado antes de impostos (RAI) em vez do resultado líquido (Desai & Dharmapala, 2009; Kiesewetter & Manthey, 2017; Lestari & Wardhani, 2015; Wahab & Holland, 2012).

A estratégia de investimento refere-se à aplicação de recursos, pelas empresas, com o objetivo de criar condições para a produção de bens ou prestação de serviços. Esta estratégia detalha, assim, o nível de recursos significativos investidos em ativos que são usados de forma produtiva. Em Abreu (2016) esta estratégia é representada pelo rácio dos ativos fixos líquidos a dividir pelo total dos ativos da empresa. Noutros estudos, estando o investimento diretamente relacionado com a dimensão da empresa, é considerado o logaritmo natural do total do ativo para a sua representação (Assidi et al., 2016; X. Chen et al., 2014; Dyreng et al., 2008; Kiesewetter & Manthey, 2017; Minnick & Noga, 2010; Wilson, 2009). Neste âmbito destaca-se que o investimento é a fonte fundamental do valor da empresa e do crescimento da economia, sendo que no contexto Tunisino o estado promulgou inclusivamente o código dos incentivos e benefícios garantidos para as empresas que aumentassem os investimentos (Assidi et al., 2016). De forma semelhante, em Portugal também existe um código fiscal do investimento onde estão previstos benefícios e incentivos fiscais a atribuir às empresas consoante os investimentos realizados.

A estratégia de mercado está relacionada com os aspetos de valorização do mercado e, conseqüentemente, com o rácio entre os dados de mercado e os dados contabilísticos. Em Abreu (2016) e Kiesewetter e Manthey (2017) esta estratégia é

representada pela divisão do valor de mercado da empresa pelo seu valor contabilístico, vulgarmente designada por *price to book value* (PBV). Nos estudos de Marcelo e Quirós (2002) e Ribeiro (2010) também é incluído um indicador de natureza bolsista, mas em vez do PBV é incluído o *price to earnings ratio* (PER), procurando-se analisar a forma como o valor da empresa é explicado por aquele indicador bolsista. O PER é obtido pela divisão da cotação da ação da empresa pelo resultado contabilístico por ação.

A estratégia financeira está associada às decisões adotadas com base na análise dos efeitos da conjugação do passivo e do capital próprio (Abreu, 2016). Na maioria dos estudos que servem de base à nossa investigação, esta estratégia está representada pelo nível de endividamento (S. Chen et al., 2010; X. Chen et al., 2014; Kiesewetter & Manthey, 2017; Lestari & Wardhani, 2015; Santana, 2014; Wahab & Holland, 2012). O endividamento determina a dependência da empresa face a capitais alheios, dando apoio na análise do risco sobre a estrutura financeira de uma empresa (Pires, 2014).

A estratégia de tributação está relacionada com o nível de impostos que, por sua vez, depende das escolhas/imposições do Estado, determinando a proteção da empresa e a equidade fiscal (Abreu, 2016). Aquelas escolhas/imposições são refletidas no resultado tributável, que é baseado na informação contabilística após ajustamentos fiscais. Em Abreu (2016) esta estratégia é representada pelo imposto sobre o rendimento do período (IRC), o qual também é incorporado em algumas medidas de planeamento fiscal usadas nos estudos que servem de base à nossa investigação. Assim, nos estudos de Assidi et al. (2016); X. Chen et al. (2014); Desai e Dharmapala (2009); Kiesewetter e Manthey (2017); Lestari e Wardhani (2015); Santana (2014) e Wahab e Holland (2012), a estratégia de tributação é representada pelo planeamento fiscal, sendo também nesta estratégia que incide, maioritariamente, o nosso estudo, cujo objetivo é verificar se os mecanismos de planeamento fiscal influenciam o valor da empresa.

A estratégia de dividendos refere-se ao nível de dividendos estabelecido por cada empresa, sendo um instrumento tradicional entre a empresa e o investidor uma vez que constitui uma forma de retorno do investimento efetuado (Abreu, 2016; Pires, 2014). Associada a esta estratégia, Wahab e Holland (2012) consideraram no seu estudo a variável independente calculada pela divisão dos dividendos por ação pelos resultados por ação, ou seja, a política de distribuição de dividendos. Esta política constitui um sinal para o mercado de ações, uma vez que um aumento dos dividendos distribuídos constitui uma boa informação para o mercado, por significar que a empresa espera elevados *cash flow* futuros (Pires, 2014).

2.3.O planeamento fiscal e o valor da empresa

As atividades de planeamento fiscal resultam numa carga fiscal menor para as empresas, ou seja, representam a transferência de riqueza do Estado para as empresas. Neste sentido, os mecanismos de planeamento fiscal permitem aumentar o valor da empresa (X. Chen et al., 2014; Desai & Dharmapala, 2009). No entanto, os benefícios do planeamento fiscal, na ótica da valorização da empresa, têm vindo a ser questionados, uma vez que, apesar da redução dos impostos potencializar o aumento do resultado líquido, esta atividade implica custos que podem impedir a efetiva maximização dos lucros após impostos, nomeadamente: os relacionados com os salários dos profissionais que envolvem o seu tempo/esforço na atividade; os custos de transação das atividades de planeamento fiscal; os custos associados à reestruturação da empresa, caso seja necessária à implementação do esquema de planeamento fiscal concebido; o preço potencial colocado pelos acionistas/sócios, caso percebam que os gestores usam o planeamento fiscal para extrair rendimentos; e o custo associado à potencial penalidade imposta pela autoridade fiscal, caso não se esteja efetivamente perante planeamento fiscal (S. Chen et al., 2010; X. Chen et al., 2014; Kiesewetter & Manthey, 2017; Santana, 2014; Wahab & Holland, 2012).

Assim, a influência do planeamento fiscal no valor da empresa tem sido, sistematicamente, objeto de estudo. No entanto, as conclusões não são unânimes entre si. As divergências podem residir no facto de as amostras serem de países diferentes, de aplicarem modelos que incorporaram variáveis distintas e incidirem em momentos temporais divergentes. Outra razão, apontada por Desai e Dharmapala (2009) e Santana (2014), é a não segmentação da amostra, visto que nos seus estudos a divisão entre empresas mais agressivas e menos agressivas fiscalmente influencia a relação existente entre o planeamento fiscal e o valor da empresa. Deste modo, X. Chen et al. (2014) referem que o efeito do planeamento fiscal depende de uma variedade de fatores, incluindo o ambiente específico do negócio e o contexto institucional.

De seguida apresentamos os principais estudos sobre a influência do planeamento fiscal no valor da empresa e as suas respetivas conclusões. Depois, nos pontos seguintes, apresentamos as medidas de planeamento fiscal e de valor da empresa utilizadas em cada um dos estudos.

2.3.1.Principais estudos e conclusões

Este ponto apresenta uma súmula das conclusões obtidas nos principais estudos sobre o tema.

Hafkenscheid e Janssen (2009) argumentam que, apesar dos investidores não prestarem muita atenção aos lucros depois de impostos quando valorizam uma empresa, o planejamento fiscal potencia a criação de valor para as empresas. No entanto, o nível de valor criado depende obrigatoriamente do tipo de planejamento realizado. Estes autores defendem que os mecanismos de planejamento fiscal relacionados com a reestruturação do modelo ou da organização dos negócios da empresa, como por exemplo os relacionados com as formas de pagamento de *royalties*, têm um potencial de criação de valor para a empresa superior aos mecanismos relacionados com a reestruturação legal ou de capital da empresa, por exemplo, através da alavancagem.

Desai e Dharmapala (2009) também investigaram em que grau os investidores valorizam a atividade do planejamento fiscal, tendo concluído que o efeito do planejamento fiscal no valor da empresa é positivo mas insignificante numa amostra de 862 empresas dos Estados Unidos, ao longo do período de 1993 a 2001. Consequentemente, estes autores não conseguem validar a simples presunção de que o planejamento fiscal representa a transferência de valor do Estado para os investidores. No entanto, numa análise mais detalhada, os autores dividiram a amostra em empresas com altos e baixos níveis de governo das sociedades e, neste caso específico, verificou-se um efeito significativo positivo do planejamento fiscal no valor das empresas, mas apenas das bem governadas. Este resultado é consistente com a hipótese de que os problemas de agência diminuem os benefícios do planejamento fiscal para os investidores.

Lestari e Wardhani (2015) também encontraram evidências de que existe um relacionamento positivo entre o planejamento fiscal e o valor da empresa. O estudo incidiu sobre uma amostra de 442 empresas cotadas na bolsa de valores da Indonésia (IDX), para os anos de 2010 e 2011. Neste estudo foi ainda examinado se aquele relacionamento é moderado por características referentes aos membros do conselho de administração, nomeadamente, a idade, a área de formação/educação e a etnia. As conclusões foram de que efetivamente a idade e a área de formação dos membros de administração podem aumentar o relacionamento positivo existente entre o planejamento fiscal e o valor da empresa, enquanto a etnia pode diminuir.

Assidi et al. (2016) também concluíram que o planeamento fiscal aumenta o valor da empresa. A investigação incidiu numa amostra de empresas tunisinas ao longo de um período de 11 anos, desde o ano 2000 ao 2010. Adicionalmente, concluem que, após dividirem a sua amostra, as empresas cotadas conseguem fazer um planeamento fiscal melhor através da adoção de políticas fiscais, comparativamente com as empresas não cotadas. Os autores justificam este resultado pelo facto das empresas cotadas terem mais habilidade para a otimização dos seus impostos por estarem sujeitas a controlos e limitações regulamentares, que estão sob a responsabilidade dos seus gestores. Enquanto as empresas não cotadas estão menos propensas a ter oportunidades de planeamento fiscal devido à ausência de regras de imposto rigorosas e de profissionais capazes de otimizar os seus encargos com impostos.

Com conclusões opostas às referidas anteriormente, Wahab e Holland (2012) verificaram uma consistente relação negativa entre o planeamento fiscal e o valor da empresa numa amostra de empresas cotadas na bolsa de valores de Londres, no período de 2005 a 2007. Justificam os autores que este resultado é consistente com as preocupações dos investidores sobre o risco moral² e sobre outros riscos de planeamento fiscal relacionados, por exemplo, com a inspeção ou investigação pelas autoridades fiscais. Os resultados mantêm-se idênticos quando testam o seu modelo com diferentes medidas de planeamento fiscal ou com a incorporação de variáveis relacionadas com o governo das sociedades. Concluíram desta forma que o governo das sociedades não atenua a relação negativa entre o planeamento fiscal e o valor da empresa, mesmo no caso de empresas com alto nível de governo das sociedades.

X. Chen et al. (2014) também concluíram que o comportamento do planeamento fiscal reduz o valor da empresa, acrescentando que os investidores reagem negativamente ao planeamento fiscal, uma vez que pode ocultar o comportamento da gestão de resultados eventualmente realizada pelos gestores. No entanto, contrariamente ao que acontece no estudo de Wahab e Holland (2012), estes autores concluíram que a relação negativa pode ser atenuada pela transparência da informação, ou seja, a divulgação de informação transparente combinada com as práticas de planeamento fiscal pode aumentar o valor da empresa. Por outro lado, o valor da empresa pode diminuir se o planeamento fiscal for

² O risco moral caracteriza-se por ser um comportamento oportunista em que, numa relação económica, uma das partes atua de forma menos correta ou contrariamente ao esperado pela outra parte, para maximizar os seus interesses. Os problemas de agência provocados pela assimetria de informação e pelo conflito de interesses, entre as partes envolvidas, dão origem ao problema de risco moral nas relações, levando cada uma das partes a agir em benefício próprio, prejudicando a outra parte envolvida (Koetz, Koetz, & Marcon, 2011).

aplicado em empresas não transparentes. Assim, os autores referem que a relação negativa entre o planeamento fiscal e o valor da empresa é atenuada em empresas bem governadas. Estas conclusões são fundamentadas numa amostra de empresas cotadas na China, no período entre 2001 e 2009, justificando-se no facto das empresas chinesas apresentarem graves problemas de agência devido aos imperfeitos mecanismos de governo das sociedades.

A relação negativa entre o planeamento fiscal e o valor da empresa é evidenciada ainda por Santana (2014). O estudo incluiu 310 empresas negociadas no mercado de capitais brasileiro, nos anos de 2007 a 2012, para as quais a relação entre o planeamento fiscal e o valor da empresa divergia consoante a medida usada para o planeamento fiscal. Assim, no decorrer do estudo, o autor dividiu a sua amostra em dois grupos, empresas historicamente mais agressivas no seu planeamento fiscal e empresas historicamente menos agressivas, no pressuposto de que o mercado pode reagir em graus diferentes na valorização que faz do planeamento fiscal, dependendo do nível usual da agressividade da empresa. Ao dividir a amostra, conseguiu uma melhoria nos resultados obtidos para as empresas historicamente mais agressivas quanto ao planeamento fiscal. Nestas empresas verifica-se a existência de uma relação negativa entre o planeamento fiscal e o valor da empresa. Isto significa que o planeamento fiscal reduz o valor para o acionista, caso a empresa tenha, em prática, um histórico de agressividade fiscal. Assim, o planeamento fiscal nem sempre acrescenta valor à empresa, dependendo da segmentação das empresas efetuada. Este fenómeno vai de encontro com a investigação dos autores Desai e Dharmapala (2009), os quais também só obtiveram resultados significativos após segmentarem a amostra inicialmente considerada.

Na tabela 2 sintetizamos a relação encontrada em cada um dos estudos abordados, evidenciando-se que cada investigação se aplica a amostras e incidências temporais diferentes, existindo ainda em algumas delas a segmentação da amostra, fatores que podem efetivamente estar na origem dos resultados divergentes entre os vários estudos. São estes resultados divergentes que motivam a nossa investigação, ou seja, como os resultados não são unânimes entre si, parece-nos interessante perceber que tipo de relação existe entre o planeamento fiscal e o valor da empresa na amostra de sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*.

Tabela 2 – Síntese dos estudos sobre a influência do planeamento fiscal no valor da empresa

Autores	Amostra	Segmentação da amostra	Incidência temporal
Planeamento fiscal aumenta o valor da empresa			
Hafkenscheid & Janssen (2009)	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável
Desai & Dharmapala (2009)	Empresas dos Estados Unidos	Sim	De 1993 a 2001
Lestari & Wardhani (2015)	Empresas cotadas na bolsa de valores da Indonésia (IDX)	Não	2010 e 2011
Assidi et al. (2016)	Empresas tunisinas cotadas e não cotadas	Sim	De 2000 a 2010
Planeamento fiscal diminui o valor da empresa			
Wahab & Holland (2012)	Empresas cotadas na bolsa de valores de Londres	Sim	De 2005 a 2007
X. Chen et al. (2014)	Empresas cotadas na China	Não	De 2001 a 2009
Santana (2014)	Empresas negociadas no mercado de capitais do Brasil	Sim	De 2007 a 2012
Planeamento fiscal não influencia o valor da empresa			
Kiesewetter & Manthey (2017)	Empresas pertencentes a 20 países europeus	Não	De 2005 a 2014

Conforme exposto, foram identificados quatro estudos em que os autores concluem que o planeamento fiscal aumenta o valor da empresa e três estudos que concluem o contrário. Divergente de ambas as relações, identificámos um estudo publicado recentemente (Kiesewetter & Manthey, 2017) que não permite concluir sobre a existência de uma relação entre o planeamento fiscal e o valor da empresa. Por esse motivo, os autores acreditam que o planeamento fiscal não é compensatório e que as empresas devem reconsiderar a realização deste tipo de atividades. Este estudo incidiu no período de 2005 a 2014, numa amostra de empresas pertencentes a 20 países europeus, e tinha como objetivo principal perceber como o governo das sociedades e a responsabilidade social corporativa afetam a relação entre a criação de valor e o planeamento fiscal.

2.3.2. Medidas de planeamento fiscal

A revisão da literatura sobre o tema do planeamento fiscal evidência uma grande dificuldade na existência de uma definição consensual do que é o planeamento fiscal. Consequentemente compreende-se que os estudos sobre o tema apliquem diferentes formas para mensurar o conceito. Assim, a tabela 3 apresenta um conjunto de medidas utilizadas para medir o planeamento fiscal, bem como as suas vantagens e desvantagens/limitações, identificadas pelos diversos autores. A medida mais frequentemente utilizada é a diferença entre o resultado contabilístico e o resultado tributável.

Tabela 3 - Medidas de planeamento fiscal

Medida	Cálculo	Vantagens	Desvantagens / Limitações	Autores
Taxa efetiva de imposto (TEI)	Divisão do total de impostos pelo RAI	- Fácil obtenção.	- Também é usada para medir a evasão fiscal; - O montante apresentado na demonstração de resultados diverge, muitas vezes, do efetivamente pago ao estado; - Inclui impostos diferidos; - Baseada apenas em 1 ano.	Assidi et al. (2016); Ayers et al. (2009); S. Chen et al. (2010); Dyregng et al. (2008); Kiesewetter & Manthey (2017).
Taxa de imposto efetivamente paga	Divisão do total de impostos pagos, ao longo de um período, pelo RAI do mesmo período	- Não inclui os impostos diferidos; - Permite a compensação das situações cujo desfecho é incerto; - Reflete as diferenças, permanentes e temporárias, entre a contabilidade e a fiscalidade.	- Tem um numerador baseado numa medida de pagamento e um denominador baseado nos princípios contabilísticos geralmente aceites.	Ayers et al. (2009); Blouin (2014); S. Chen et al. (2010); Dyregng et al. (2008).
Diferença entre o resultado contabilístico e o resultado tributável	Diferença entre o RAI e o resultado tributável	- Reflete as diferenças temporárias (DT) e as diferenças permanentes (DP) existentes entre o RAI e o resultado tributável.	- Reflete apenas a economia de impostos que incidem sobre o lucro, ignorando as economias resultantes de outras formas; - Não faz a distinção entre as atividades operacionais reais e as transações resultantes do planeamento fiscal; - É influenciada pela gestão de resultados.	Desai & Dharmapala (2009); S. Chen et al. (2010); X. Chen et al. (2014); Santana (2014); Wilson (2009).
Diferença, em termos de resultado, entre a taxa de imposto legal (TIL) e a TEI	Multiplicação pelo RAI da subtração entre a TIL e a TEI	- É uma medida líquida e por isso pode evitar erros na medição do planeamento fiscal.	- Não consegue detetar o planeamento fiscal em rendimentos não sujeitos a impostos que também são excluídos do resultado contabilístico; - Inclui DT que não representam necessariamente planeamento fiscal.	Lestari & Wardhani (2015); Wahab & Holland (2012).
TEI reconciliada	Soma dos prejuízos fiscais com as DP, DT, diferenças entre a TIL e as taxas legais aplicáveis no exterior e os itens em reconciliação não incluídos nos anteriores	- Permite examinar as subcategorias das atividades do planeamento fiscal.	- É de difícil obtenção visto que as divulgações da reconciliação da TEI não são uniformes nas empresas.	Wahab & Holland (2012)

TEI

A TEI, obtida pela divisão do gasto total de impostos pelo RAI, foi utilizada nos estudos de Assidi et al. (2016) e Kiesewetter e Manthey (2017) para medirem o efeito do planeamento fiscal no valor da empresa. Esta medida reflete o planeamento fiscal através das DP entre a contabilidade e a fiscalidade (S. Chen et al., 2010).

S. Chen et al. (2010) também utilizaram esta medida para investigarem se as empresas familiares são mais agressivas fiscalmente do que as empresas não familiares. A amostra era constituída por empresas pertencentes ao índice S&P 1500, abrangendo o período de 1996 a 2000. Os autores concluíram que as empresas familiares exibem menos agressividade fiscal do que as empresas não familiares, o que é demonstrado pelas suas taxas efetivas de imposto mais elevadas.

Ayers, Jiang e Laplante (2009) estudaram os efeitos do planeamento fiscal na qualidade dos resultados, numa amostra de empresas com dados disponíveis nos arquivos industriais 2005 *Compustat* e nos arquivos sobre os retornos de *stock* do *Center for Research in Security Prices* (CRSP), no período de 1983 a 2002. Estes autores defendem que apesar da sua grande vantagem relacionada com a fácil obtenção, a medida tradicional da TEI composta pela divisão do total de impostos sobre o RAI tem limitações, uma vez que também é usada para medir a evasão fiscal³ e o montante apresentado na demonstração de resultados como gasto total de impostos, ou seja, o montante inicialmente estimado difere, muitas vezes, do efetivamente pago ao estado.

Outras limitações subjacentes ao uso da TEI assentam no facto do cálculo ser feito com dados relativos a um ano, quando na realidade podem existir variações significativas de um ano para o outro nas taxas efetivas de imposto, que podem ocultar conclusões sobre o planeamento fiscal das empresas. Assentam ainda no facto do gasto de impostos ser composto pela soma do gasto corrente de impostos mais o gasto de impostos diferidos, caso em que os impostos diferidos representam impostos que vão ser pagos ou deduzidos no futuro como resultado da reversão de DT entre a contabilidade e a fiscalidade (Dyrenge et al., 2008).

Taxa de imposto efetivamente paga

Ayers et al. (2009) e Dyrenge et al. (2008), de modo a ultrapassarem as limitações subjacentes ao uso da TEI, optaram por utilizar impostos efetivamente pagos, evidenciados na demonstração de fluxos de caixa (DFC) ou nas notas às demonstrações financeiras. Desta forma, têm uma medida alternativa ao planeamento fiscal que deixa de incluir os impostos diferidos. No entanto, Dyrenge et al. (2008) concluíram que uma fração de empresas tem capacidade para evitar o pagamento de impostos no longo-prazo, logo a taxa de imposto anual efetivamente paga não é uma boa previsão para as taxas de imposto efetivamente pagas no longo-prazo e, conseqüentemente, não é adequada como uma *proxy* para o planeamento fiscal de longo-prazo, uma vez que pode produzir conclusões erradas sobre o comportamento a longo prazo das empresas. Esta investigação abordou o planeamento fiscal corporativo de longo-prazo e incidiu numa amostra de empresas

³ Conforme referido, ao longo do ponto 2.1., o planeamento fiscal difere da evasão fiscal, no entanto, na maioria dos estudos, essa distinção não é efetuada por não ser linear. Assim, as medidas de planeamento fiscal são também, usualmente, medidas de evasão fiscal, não existindo uma delimitação concreta entre ambas ao longo da revisão da literatura que tivemos oportunidade de realizar.

constituídas nos Estados Unidos, incluídas no Compustat com informação consecutiva disponível para 10 anos (de 1995 e 2004).

A solução passou ainda pelo cálculo da TEI durante longos períodos de tempo, ou seja, ao longo de 5 e 10 anos (Ayers et al., 2009; Dyreng et al., 2008). O cálculo é feito pela soma dos totais de impostos pagos ao longo do período e dividido pela soma dos seus RAI, ao longo do mesmo período. Este mecanismo de cálculo permite uma certa compensação das situações cujo desfecho é incerto e reflete o planeamento fiscal através de ambas as diferenças, DP e DT, entre a contabilidade e a fiscalidade (S. Chen et al., 2010). No entanto, temos um numerador baseado numa medida de pagamento e um denominador baseado nos princípios contabilísticos geralmente aceites, sendo este problema apontado por Blouin (2014) no seu estudo sobre a definição e medição de planeamento fiscal agressivo.

Diferença entre o resultado contabilístico e o resultado tributável

Wilson (2009) examinou as características das empresas que praticam planeamento fiscal, numa amostra constituída por empresas alvo de inspeção pelas finanças ou identificadas pela imprensa como participantes em planeamento fiscal. Uma das características encontradas reside na diferença entre o resultado contabilístico e o resultado tributável. As empresas ativamente envolvidas no planeamento fiscal exibem grandes diferenças entre o resultado contabilístico e o resultado tributável. Este foi o conceito utilizado por S. Chen et al. (2010) para reforçar a ideia de que as empresas familiares exibem menos agressividade fiscal, uma vez que apresentam diferenças baixas entre o resultado contabilístico e o resultado fiscal quando comparadas com as empresas não familiares. Neste âmbito importa salientar que as diferenças entre o resultado contabilístico e o resultado fiscal são originadas por uma variedade de fatores, sendo o principal o que está subjacente aos próprios conceitos. O resultado contabilístico é calculado de acordo com o normativo contabilístico, em vigor, enquanto o resultado tributável assenta num modelo de dependência parcial. A base de cálculo é o resultado contabilístico mas obedece a um conjunto de regras fiscais. Assim, os sistemas contabilísticos e fiscais têm objetivos diferentes e levam a regras diferentes (Hanlon & Heitzman, 2010). A contabilidade segue um quadro conceptual em que o intuito é capturar as transações económicas com o objetivo de fornecer informação útil para a tomada de decisão dos investidores ou de outras partes interessadas enquanto a fiscalidade é escrita sob um processo mais político, em que os legisladores podem promulgar normas para

umentar a receita, encorajar ou desencorajar certas atividades e tentar estimular a economia.

Assim, outra medida comumente utilizada para o planeamento fiscal é a diferença entre o RAI e o resultado tributável, muitas vezes referida na literatura por *book-tax gap* ou *book-tax differences*. Esta medida foi utilizada por Desai e Dharmapala (2009) e por Santana (2014), no entanto, os primeiros autores argumentaram que o *book-tax gap* não reflete necessariamente as atividades de planeamento fiscal. A completar esta argumentação estão as limitações inerentes a esta medida, reconhecidas por Santana (2014), relacionadas com o facto de refletir apenas a economia dos impostos que incidem sobre o lucro, ignorando as economias resultantes de outras formas, incluindo a formação de crédito de impostos e a deslocalização do resultado para jurisdições de baixa tributação ou o relacionamento com empresas lá sediadas, nomeadamente no que se refere a transações de capital, de financiamento ou de comércio. Neste âmbito, com o intuito de retirarem do *book-tax gap* os elementos da gestão de resultados, os autores mencionados incluíram nos seus modelos a variável designada por total de *accruals*, isto é, ajustamentos realizados nos fluxos de caixa que são usados para calcular o resultado líquido da empresa.

X. Chen et al. (2014) também utilizaram esta medida mas com ajustamentos. À diferença entre o RAI e o resultado tributável retiraram os interesses minoritários dos investidores e as alterações no montante causadas pela compensação das perdas de períodos anteriores. Adicionalmente, para a obtenção do gasto de impostos usado no cálculo do resultado tributável, os autores somaram ao imposto do período, o saldo final dos passivos por impostos diferidos e o saldo inicial dos ativos por impostos diferidos e subtraíram o saldo inicial dos passivos por impostos diferidos e o saldo final dos ativos por impostos diferidos. No entanto, apesar dos autores defenderem que esta medida reflete, quer as DT, quer as DP entre o resultado contabilístico e o resultado tributável, reconhecem também que esta medida não faz a distinção entre as atividades operacionais reais e as transações resultantes do planeamento fiscal, sendo esta medida também influenciada pela gestão dos resultados. Assim, para reduzirem o impacto da gestão dos resultados, usam uma medida alternativa para medirem o planeamento fiscal que é composta pelas diferenças entre o resultado contabilístico e o resultado tributável que não podem ser explicadas pelas variações no total dos *accruals*. Estes autores utilizaram ainda uma terceira medida alternativa para o planeamento fiscal, composta pela subtração entre a TIL e a TEI.

Diferença, em termos de resultado, entre a TIL e a TEI

Em contraste com a medida anterior, que captura o efeito bruto das diferenças entre o resultado contabilístico e o resultado tributável, Lestari e Wardhani (2015) e Wahab e Holland (2012) utilizaram uma medida para o planeamento fiscal que consideram líquida, a qual é composta, primeiro pela subtração entre a TIL e a TEI e depois pela multiplicação do resultado obtido, pelo RAI, conforme expresso na equação 1.

$$\text{Planeamento Fiscal} = (TIL - TEI) \times RAI \quad (1)$$

Em que a TEI é calculada através da divisão do gasto corrente de imposto pelo RAI, sendo o gasto corrente de imposto obtido pela TIL a multiplicar pela subtração ao RAI das DP e das DT, conforme equação 2.

$$TEI = \frac{\text{Gasto corrente de imposto}}{RAI} = \frac{TIL \times (RAI - DP - DT)}{RAI} \quad (2)$$

Com base na própria revisão da literatura efetuada por Wahab e Holland (2012), os autores referem que esta medida líquida tem a vantagem de evitar erros de medição no planeamento fiscal provocados pelo aumento dos impostos pagos no estrangeiro para se obter o lucro tributável bruto pretendido.

De destacar ainda que apesar de Wahab e Holland (2012) utilizarem esta medida de planeamento fiscal em três dos quatro modelos que construíram, admitiram que a medida é imperfeita, uma vez que não consegue detetar o planeamento fiscal nos rendimentos não sujeitos a impostos que também são excluídos do resultado contabilístico e inclui DT, no que respeita às definições contabilísticas e fiscais de rendimentos, que não representam necessariamente planeamento fiscal (por exemplo, impostos diferidos relativos a subsídios, depreciações e revalorizações). Assim, em alternativa, no seu quarto modelo, os autores utilizaram como medida do planeamento fiscal, a TEI reconciliada que passamos a apresentar.

TEI reconciliada

Com base nos dados de reconciliação do imposto, divulgados por exigência da *International Accounting Standard* 12 que aborda o tratamento contabilístico dos impostos sobre o rendimento, Wahab e Holland (2012) delinearam uma TEI reconciliada, que

utilizaram como medida do planeamento fiscal no seu quarto modelo, constituída pelo somatório de cinco componentes, nomeadamente, prejuízos fiscais, DP, DT, diferenças entre a TIL e as taxas legais aplicáveis no exterior e itens em reconciliação não incluídos nos anteriores. Esta medida constitui uma das inovações do estudo elaborado pelos autores e permite examinar as subcategorias das atividades do planeamento fiscal. No entanto, de acordo com os resultados obtidos pelos autores, apenas uma das componentes, as DP, reflete os efeitos dos impostos, existindo um relacionamento negativo significativo entre o valor da empresa e as DP. As restantes componentes consideradas são estatisticamente insignificantes.

O nosso normativo nacional (Portaria n.º 220/2015 de 24 de julho) também prevê que as entidades sujeitas ao Sistema de Normalização Contabilística divulguem no seu Anexo os principais componentes de gasto/rendimento de impostos e o relacionamento entre gasto/rendimento de impostos e o lucro contabilístico, ou seja, uma reconciliação do gasto/rendimento de impostos ou da taxa média efetiva de imposto. No entanto, após consultarmos alguns relatórios e contas de sociedades que constituem a nossa amostra, concluímos que estas divulgações, previstas no ponto 27 daquela portaria, não são uniformes de sociedade para sociedade, motivo que torna difícil a desagregação do planeamento fiscal com base naquelas divulgações.

2.3.3. Medidas de valor da empresa

Existem duas medidas para o valor da empresa que são usualmente consideradas nos estudos que tivemos oportunidade de analisar, o *Tobin's q* e o valor de mercado do capital da empresa. Adicionalmente, foi ainda utilizado, o Retorno sobre os ativos (ROA), conforme apresentado na tabela 4.

Tabela 4 - Medidas de valor da empresa

Medida	Cálculo	Autores
Tobin's q	Total do ativo mais o valor de mercado das ações ordinárias em circulação menos o total do capital próprio, tudo a dividir pelo total do ativo	Desai & Dharmapala (2009); Santana (2014).
	Total do ativo mais o valor de mercado das ações ordinárias em circulação menos o total do capital próprio menos os impostos diferidos, tudo a dividir pelo total do ativo	Lestari & Wardhani (2015); Wahab & Holland (2012).
	Valor de mercado das ações negociáveis mais 45% do valor de mercado das ações não negociáveis mais o valor contábilístico do passivo, tudo a dividir pelo total do ativo	X. Chen et al. (2014)
	Valor de mercado da empresa a dividir pelo total do ativo	Kiesewetter & Manthey (2017)
Valor de mercado	Cotação de fecho do ano fiscal a multiplicar pelo número de ações ordinárias em circulação	Desai & Dharmapala (2009)
	Cotação de fecho do terceiro mês após o encerramento do ano contábilístico a multiplicar pelo número de ações ordinárias em circulação	Lestari & Wardhani (2015); Wahab & Holland (2012).
ROA	Resultado líquido do período a dividir pelo total do ativo	Assidi et al. (2016)

O q mencionado na investigação de Tobin (1969) representa o valor do capital em relação ao seu valor de reposição e, por isso, relaciona o valor da empresa com os seus investimentos. No entanto, o cálculo do valor de reposição do capital ou dos seus ativos não é uma variável de fácil obtenção, motivo pelo qual têm sido desenvolvidos modelos alternativos ao de Tobin (1969). Um dos modelos alternativos foi o testado na investigação de Chung e Pruitt (1994), sobre uma aproximação ao *Tobin's q*, que é composta pela soma do valor de mercado da empresa, com o valor de venda das ações preferenciais em circulação e com o valor da dívida, tudo a dividir pelo valor contábilístico do total dos ativos da empresa. Assim, todas as variáveis são obtidas através de informações financeiras e contábilísticas sobre a empresa, o que leva à preferência por estes modelos ao invés do modelo original desenvolvido por Tobin (1969), conforme pudemos também comprovar nos estudos que relacionam o planeamento fiscal com o valor da empresa.

Desai e Dharmapala (2009) começaram por medir o valor da empresa através do *Tobin's q*, calculado pela divisão do total do ativo mais o valor de mercado das ações ordinárias em circulação menos o total do capital próprio pelo total do ativo, indo assim de encontro à investigação de Chung e Pruitt (1994). No entanto, ao longo da sua investigação, acharam importante utilizar uma medida alternativa para o valor da empresa. Consideraram assim o valor de mercado do capital, obtido pela multiplicação da cotação

de fecho do ano fiscal por o número de ações ordinárias em circulação, dividindo o resultado pelo valor contábilístico do ativo para ficar em conformidade com o dimensionamento das variáveis independentes, sendo os resultados obtidos idênticos aos encontrados com o *Tobin's q*. Seguindo estes autores, Santana (2014) também utilizou o *Tobin's q* para medir o valor da empresa, referindo que pode ser visto como a quantidade de valor existente, em unidades monetárias, para cada unidade monetária investida na empresa por acionistas e credores.

Contrariamente, os autores Lestari e Wardhani (2015) e Wahab e Holland (2012) utilizaram o valor de mercado do capital e depois alternativamente utilizaram o *Tobin's q*. No entanto, o cálculo das medidas efetuado por estes autores diverge em dois aspetos quando comparado com o de Desai e Dharmapala (2009). No valor de mercado do capital, a cotação utilizada não é a de fecho do ano fiscal mas sim a do fecho do terceiro mês após o encerramento do ano contábilístico, a fim de refletir o atraso na divulgação das demonstrações financeiras aos acionistas. Já no *Tobin's q*, ao total do ativo, além de somarem o valor de mercado das ações ordinárias em circulação e subtraírem o total do capital próprio, subtraem também os impostos diferidos. De salientar que Desai e Dharmapala (2009) não incluíram os impostos diferidos na sua medida, visto que as atividades correntes de planeamento fiscal podem resultar em mudanças nos impostos passivos futuros e assim criar um mecanismo de correlação entre a variável dependente e a sua medida de planeamento fiscal.

No que respeita aos resultados obtidos com cada uma das medidas, Wahab e Holland (2012) referem que nos três primeiros modelos que construíram, ambas as medidas produziram qualitativamente idênticas estimativas para os coeficientes das variáveis independentes, no entanto, no quarto modelo, em que o planeamento fiscal foi decomposto em cinco componentes, ao utilizarem o *Tobin's q* surge que nenhum dos coeficientes é estatisticamente significativo no que respeita às cinco componentes, nem mesmo as DP que constituem a única componente significativa quando os autores utilizam o valor de mercado do capital como medida do valor da empresa.

Em Lestari e Wardhani (2015) não se verifica a mesma situação, ou seja, as estimativas produzidas para os coeficientes das variáveis independentes não são idênticos aos produzidos quando usaram o valor de mercado do capital para medir o valor da empresa.

O *Tobin's q* é ainda considerado no estudo de X. Chen et al. (2014) para medir o valor da empresa mas é calculado através da soma do valor de mercado das ações negociáveis com 45% do valor de mercado das ações não negociáveis e com o valor contabilístico do passivo, tudo a dividir pelo total do ativo. Este cálculo fundamenta-se no facto de existirem duas classes de ações nas empresas cotadas na China, ações negociáveis e ações não negociáveis tendo, por esse motivo, adotado um fator de desconto de 45% para as ações não negociáveis.

Na pesquisa recente de Kiesewetter e Manthey (2017), o *Tobin's q* é igualmente introduzido como variável dependente para medir a criação de valor, sendo o seu cálculo divergente dos anteriores, no numerador. O cálculo é obtido pela divisão do valor de mercado da empresa pelo valor contabilístico do total dos ativos. De salientar que estes autores, baseando-se na revisão da literatura que fizeram, definem o *Tobin's q* como o valor de mercado dos custos de reposição dos ativos. No entanto, como este valor não é conhecido, assumem que é igual ao valor contabilístico dos ativos, sendo esse o seu denominador.

Em Assidi et al. (2016) o valor da empresa é medido pelo ROA. Na sua perspetiva o ROA é a medida mais eficiente para o valor da empresa, apresentando a relação entre os benefícios fiscais e os ativos corporativos que representam fatores de criação de valor. Representa ainda o nível de rentabilidade das empresas nas suas atividades de transação comercial e foi calculado pela divisão do lucro líquido pelo total dos ativos.

A maior vantagem do ROA e de outras variáveis baseadas nos valores contabilísticos está relacionada com o facto de ser abrangente, fácil de determinar e perceber e ser diretamente comparável com diferentes empresas. No entanto, é uma medida orientada para o passado que se baseia maioritariamente no lucro, não conseguindo, de forma segura, medir as mudanças no valor económico das empresas (Kiss, 2015).

3. Metodologia de investigação

A metodologia adotada no presente trabalho de investigação inclui uma estratégia de investigação mista, combinando componentes qualitativas e quantitativas. Na revisão da literatura apresentámos uma discussão em torno dos conceitos base de planeamento fiscal, de valor da empresa e do seu relacionamento verificado em diferentes estudos empíricos. No estudo de natureza quantitativa, procuramos analisar o efeito da implementação de estratégias de planeamento fiscal no valor da empresa através do desenvolvimento de um modelo de regressão linear múltipla.

3.1. Operacionalização das variáveis

O modelo de regressão linear a desenvolver estima que o valor da empresa seja influenciado pela sua performance organizacional, pela dimensão da empresa, pelas oportunidades de crescimento, pelo seu endividamento, pelo planeamento fiscal e pela sua política de distribuição de dividendos.

3.1.1. Variável dependente

A variável dependente do modelo de regressão desenvolvido é o valor da empresa. Para o cálculo da variável foram utilizadas separadamente três opções com o intuito de consolidar os resultados obtidos. Optámos por medidas baseadas em valores de mercado e, por este motivo, o ROA, não constitui uma das nossas opções por se basear em valores contabilísticos.

A opção 1, correspondente ao *Tobin's q*, é obtida tendo por base a fórmula de cálculo usada por Desai e Dharmapala (2009) e Santana (2014), uma vez que é a que vai de encontro à investigação de Chung e Pruitt (1994) sobre a aproximação ao modelo original de Tobin desenvolvido em 1969. Assim, nesta opção, o valor da empresa é obtido pelo total do ativo mais o valor de mercado das ações ordinárias em circulação menos o total do capital próprio, tudo a dividir pelo total do ativo.

As opções 2 e 3 são medidas pelo valor de mercado da empresa, ou seja, pela multiplicação da cotação de fecho pelo número de ações ordinárias em circulação, distinguindo-se, entre si, pela cotação de fecho utilizada. Na opção 2 utilizamos a cotação de fecho do ano fiscal e na opção 3 utilizamos a cotação de fecho do terceiro mês após o encerramento do ano contábilístico (Desai & Dharmapala, 2009; Lestari & Wardhani, 2015; Wahab & Holland, 2012). Em ambas as opções, o resultado obtido é também dividido pelo total do ativo.

3.1.2. Variáveis independentes

O objetivo deste trabalho de investigação é analisar a influência do planeamento fiscal no valor da empresa. Porém no desenvolvimento do modelo incluímos outras variáveis que influenciam o valor da empresa. Considerando que o valor da empresa pode ser definido como uma função matemática de seis efeitos económicos, considerámos seis variáveis independentes representativas de cada um dos efeitos, ou seja, do efeito operacional, do efeito de investimento, do efeito de mercado, do efeito financeiro, do efeito de tributação e do efeito de dividendos.

O efeito operacional é aferido na literatura sobre o tema por diferentes indicadores. A variável RAI obtida diretamente da demonstração de resultados, tem sido incluída como variável independente nos estudos de base à nossa investigação (Desai & Dharmapala, 2009; Kiesewetter & Manthey, 2017; Lestari & Wardhani, 2015; Wahab & Holland, 2012). Foi também considerado, por outros autores, o resultado líquido (Abreu, 2016; Marcelo & Quirós, 2002; Ribeiro, 2010). No entanto, no nosso modelo, para incluirmos o efeito operacional, relacionado com o nível de atividade da empresa, considerámos a performance organizacional medida, pelo resultado antes de juros e impostos, usualmente identificado pela sigla EBIT. De modo a obter uma variável dimensionada dividimos o EBIT pelo total do ativo. O EBIT é também conhecido pelo resultado operacional da empresa e, consequentemente, é mais adequado para medir o efeito operacional do que o RAI e do que o resultado líquido. Além disso, o RAI é influenciado pelo efeito financeiro e o resultado líquido é influenciado pelo efeito financeiro e pelo efeito de tributação, sendo estes efeitos medidos por outras variáveis independentes, conforme exposto abaixo. De salientar ainda que, com base nos resultados obtidos por Kiesewetter e Manthey (2017); Lestari e Wardhani (2015) e Wahab e Holland (2012) prevemos uma influência positiva do efeito operacional no valor da empresa, ou seja, prevemos que o valor da empresa aumente com o aumento do rendimento produzido pelas atividades operacionais da empresa.

Para incluirmos o efeito de investimento, considerámos a variável dimensão da empresa medida pelo logaritmo natural do total do ativo. Esta medida é mais usual na literatura (Assidi et al., 2016; X. Chen et al., 2014; Dyreng et al., 2008; Kiesewetter & Manthey, 2017; Minnick & Noga, 2010; Wilson, 2009). No entanto, os resultados da influência da dimensão da empresa no seu valor não são unânimes. Assidi et al. (2016) concluíram que aumenta o valor da empresa, enquanto X. Chen et al. (2014) e Kiesewetter e Manthey (2017) concluíram que diminui. Estes resultados podem estar associados às economias de escala (Assidi et al., 2016), ou seja, para que o efeito de investimento aumente o valor da empresa, o aumento de produção resultante do investimento tem de proporcionar um aumento dos bens produzidos ou dos serviços prestados mais que proporcional ao aumento dos custos associados. Assim, no nosso estudo, a influência prevista deste efeito no valor da empresa é indeterminada.

O efeito de mercado, estando relacionado com o rácio entre os dados de mercado e os dados contabilísticos, é medido, no nosso estudo, pelas oportunidades de crescimento, ou seja, pelo PER. O PER é obtido pela divisão da cotação das ações da empresa no final do ano pelo resultado líquido por ação (RLA), que por sua vez é obtido pela divisão do resultado líquido do período (RLP) pelo número de ações em circulação. Assim, considerámos o indicador bolsita utilizado nos estudos de Marcelo e Quirós (2002) e Ribeiro (2010) em vez do PBV incluído nos estudos de Abreu (2016) e Kiesewetter e Manthey (2017), uma vez que o PER nos dá uma perspetiva sobre a evolução da empresa. Quanto maior o PER, maiores serão as expectativas sobre os rendimentos futuros relativamente aos resultados atuais, ou seja, quanto maior for a cotação bolsita relativamente aos resultados, maiores as expectativas sobre o valor da empresa (Oliveira & Lopes, 2008). Consequentemente, no nosso estudo, prevemos que as oportunidades de crescimento tenham uma influência positiva no valor da empresa.

Seguindo os estudos de base à nossa investigação, o efeito financeiro é incorporado no nosso modelo pela variável endividamento, calculada pela divisão dos financiamentos obtidos de médio/longo prazo pelo total do ativo. Os resultados obtidos nos vários estudos sobre a influência do endividamento no valor da empresa, também não são unânimes entre si. Kiesewetter e Manthey (2017) encontraram um efeito positivo em alguns dos seus modelos estimados e sem significado, em outros modelos. Wahab e Holland (2012) não encontram influência significativa do endividamento no valor da empresa. X. Chen et al. (2014); Lestari e Wardhani (2015) e Santana (2014) concluíram que o endividamento diminui o valor da empresa. Estes resultados opostos podem ser explicados, por um lado, pelo facto dos juros sobre os financiamentos obtidos serem, salvo

exceções, dedutíveis fiscalmente o que provoca um aumento dos gastos fiscais, um aumento do resultado da empresa e conseqüentemente uma poupança fiscal e um aumento do valor da empresa. No entanto, por outro lado, os níveis de endividamento excessivo e a insuficiência de recursos para pagar os financiamentos obtidos, podem colocar em causa a continuidade da empresa, sendo estes aspetos negativos da dívida que fazem com que o endividamento influencie de forma negativa o valor da empresa. Desta forma, no nosso estudo, a influência do endividamento prevista no valor da empresa é indeterminada.

O efeito de tributação estando relacionado com o nível de impostos, é representado, no nosso estudo, pelo planeamento fiscal. Esta variável é medida separadamente por três opções. A opção 1 é medida pela TEI, obtida pela divisão do IRC pelo RAI (Assidi et al., 2016; Ayers et al., 2009; S. Chen et al., 2010; Dyreng et al., 2008; Kiesewetter & Manthey, 2017). A opção 2 é medida pela diferença entre o resultado contabilístico e o resultado tributável e dividida pelo ativo. O resultado contabilístico considerado é o RAI e o resultado tributável é obtido pela divisão do IRC pela TIL (S. Chen et al., 2010; X. Chen et al., 2014; Desai & Dharmapala, 2009; Santana, 2014; Wilson, 2009). A opção 3 é medida pela diferença, em termos de resultado, entre a TIL e a TEI obtida pela TIL menos a TEI, multiplicando-se o resultado obtido pelo RAI e depois dividindo-se pelo total do ativo (Lestari & Wardhani, 2015; Wahab & Holland, 2012). De salientar que as outras medidas, mencionadas nos estudos que tivemos oportunidade de analisar, nomeadamente a taxa de imposto efetivamente paga e a TEI reconciliada, não são consideradas como opção no nosso estudo devido às suas desvantagens ou limitações mencionadas anteriormente. De salientar ainda que, conforme já vimos, não existem conclusões unânimes sobre a influência do planeamento fiscal no valor da empresa, pelo que a influência que prevemos é indeterminada.

Seguindo Wahab e Holland (2012), o efeito de dividendos é medido, no nosso modelo, pelo *payout*, ou seja, pela política de distribuição de dividendos que é obtida pela divisão do dividendo distribuído pelo RLA. O *payout* permite aferir qual a percentagem do resultado líquido que é distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos num determinado exercício económico (Pires, 2014). Quanto maior for o dividendo pago sobre os resultados líquidos, maiores as expectativas sobre os resultados futuros e maior o valor da empresa (Oliveira & Lopes, 2008). Wahab e Holland (2012) não encontram evidência estatística de que o *payout* influencia o valor da empresa, no entanto, era sua expectativa que o aumentasse. Assim, no nosso estudo, esperamos, que o *payout* tenha uma influência positiva no valor da empresa.

A tabela 5 sintetiza as variáveis utilizadas no modelo desenvolvido, indicando a sua designação, sinal esperado e respetiva medida de cálculo.

Tabela 5 – Mensuração das variáveis

Variável	Designação	Sinal esperado	Medida
VE	Valor da empresa		Opção 1: (Ativo + Valor de mercado das ações em circulação - Capital próprio) / Ativo Opção 2: (Cotação ações da empresa 31.dez.2015 x Nº ações em circulação) / Ativo Opção 3: (Cotação ações da empresa 31.mar.2016 x Nº ações em circulação) / Ativo
PO	Performance organizacional	+	EBIT / Ativo
DE	Dimensão da empresa	±	In do Ativo
PER	Oportunidades de crescimento	+	Cotação ações da empresa 31.dez.2015 / (RLP / Nº ações em circulação)
END	Endividamento	±	Financiamentos obtidos de médio e longo prazo / Ativo
PF	Planeamento fiscal	±	Opção 1: IRC / RAI Opção 2: [RAI - (IRC / TIL)] / Ativo Opção 3: [(TIL - TEI) x RAI] / Ativo
PAYOUT	Política de distribuição de dividendos	+	Dividendos por ação / RLA

3.2. Hipóteses de investigação

Este trabalho tem como objetivo principal avaliar a influência do planeamento fiscal no valor da empresa. Para o efeito, iremos testar seis hipóteses de investigação apresentadas de seguida.

Hipótese 1: O valor da empresa é influenciado positivamente pela sua performance organizacional.

Hipótese 2: O valor da empresa é influenciado pela sua dimensão (sem definição de sinal).

Hipótese 3: O valor da empresa aumenta com o aumento das oportunidades de crescimento.

Hipótese 4: O endividamento influencia o valor da empresa (sem definição de sinal).

Hipótese 5: A existência de mecanismos de planeamento fiscal influencia o valor da empresa (sem definição de sinal).

Hipótese 6: O valor da empresa é influenciado positivamente pela sua política de distribuição de dividendos.

3.3.O modelo de regressão linear

Para testar a influência do planeamento fiscal no valor da empresa recorreremos ao desenvolvimento de um modelo de regressão linear múltipla que consiste em verificar a existência de uma relação funcional entre a variável dependente (valor da empresa) e as variáveis independentes. Este modelo foi elaborado com base em pressupostos de validação, que nos permite estudar a existência ou não de uma relação linear entre as variáveis escolhidas. Assim, para validarmos as hipóteses de investigação formulámos a seguinte regressão linear múltipla:

$$VE_i = \beta_0 + \beta_1 PO_i + \beta_2 DE_i + \beta_3 PER_i + \beta_4 END_i + \beta_5 PF_i + \beta_6 PAYOUT_i + \varepsilon_i$$

Em que:

VE_i = Valor da empresa i;

β_0 = Ordenada na origem;

β_j ($j = 1, \dots, 6$) = Declives parciais, ou seja, variação do valor da empresa i por unidade de variação de cada variável independente;

PO_i = Performance organizacional da empresa i;

DE_i = Dimensão da empresa i;

PER_i = Oportunidades de crescimento da empresa i;

END_i = Endividamento da empresa i;

PF_i = Planeamento fiscal da empresa i;

$PAYOUT_i$ = Política de distribuição de dividendos da empresa i;

ε_i = Erros ou resíduos do modelo.

Com base na regressão linear múltipla apresentada, e tendo em conta as opções escolhidas para medir o valor da empresa e o planeamento fiscal, estimámos nove modelos diferentes, conforme esquematizado na tabela seguinte.

Tabela 6 - Esquema dos modelos estimados

	Valor da empresa Opção 1	Valor da empresa Opção 2	Valor da empresa Opção 3
Planeamento fiscal Opção 1	Modelo 1	Modelo 4	Modelo 7
Planeamento fiscal Opção 2	Modelo 2	Modelo 5	Modelo 8
Planeamento fiscal Opção 3	Modelo 3	Modelo 6	Modelo 9

3.4.Recolha e Tratamento de dados

O presente estudo é do tipo *cross section* uma vez que aborda a temática da influência do planeamento fiscal no valor da empresa, utilizando dados do ano de 2015. A seleção do ano de 2015 deve-se ao facto de ser o período mais recente, quando iniciámos a recolha de dados, para o qual as empresas da amostra tinham as demonstrações financeiras divulgadas.

As fontes de informação usadas são dados secundários do tipo documental, constituídos por informações financeiras e outras relacionadas referentes às empresas que constituem a nossa amostra. Assim, a recolha de todos os dados necessários à obtenção das variáveis que constituem o nosso modelo foi efetuada com recurso à base de dados SABI; aos relatórios e contas e relatórios do governo societário divulgados no *website* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) ou quando não disponíveis, nos *websites* institucionais das próprias empresas; às cotações bolsistas divulgadas no *website* da Bolsa de Lisboa e a outras informações relevantes, nomeadamente sobre o pagamento de dividendos, também divulgados numa secção específica do *website* da CMVM.

As rubricas necessárias ao cálculo das nossas variáveis, tais como o total do ativo, o total do capital próprio, os financiamentos obtidos não correntes, o EBIT, o RAI, o IRC e o RLP foram obtidas diretamente das rubricas do balanço e da demonstração de resultados constantes no SABI e/ou nos relatórios e contas das empresas. No entanto, em algumas empresas, as rubricas de capital próprio, RAI, IRC e RLP assumem valores negativos na nossa data de referência, o que impossibilita a utilização da empresa no estudo das variáveis, nomeadamente do valor da empresa pela opção 1, das oportunidades de crescimento e do planeamento fiscal. Nestes casos, Ayers et al. (2009); S. Chen et al. (2010); Dyreng et al. (2008); Wahab e Holland (2012) excluíram as empresas da sua

amostra. No entanto, na nossa investigação tal não foi possível, visto que estamos a trabalhar com uma amostra muito reduzida. Assim, optámos por considerar a média dos últimos seis anos para algumas das rubricas, quando a mesma resultasse num valor positivo. Caso resultasse num valor negativo ou não fosse coerente adotamos a média, optámos por não considerar qualquer valor na variável da empresa respetiva, obtendo um número de observações que diverge entre cada uma das variáveis. De salientar apenas que a opção pela média dos seis anos, ou seja, com dados entre 2010 e 2015, resultou do facto de quantos mais anos incluirmos mais consistente será a imagem média da empresa e por isso tentámos abranger o máximo de anos possível na média, ficando até 2010, visto que foi o ano em que o sistema de normalização contabilística entrou em vigor em Portugal e trouxe uma série de alterações contabilísticas para as empresas.

Exemplificando, no cálculo do valor da empresa pela opção 1, ao considerar empresas com capital próprio negativo, essas empresas, considerando o valor de mercado das suas ações idêntico, iriam apresentar um valor da empresa superior ao de empresas com capital próprio positivo e com um passivo menor. Desta forma, não faz sentido incluirmos empresas com capital próprio negativo, visto que nos iriam levar a resultados incoerentes e, por isso, optámos pela média dos 6 anos, quando positiva ou por excluir as empresas da amostra quando a média dos capitais próprios fosse negativa, visto que o valor da empresa é a nossa variável dependente, a qual tem de obrigatoriamente apresentar valor.

No cálculo das oportunidades de crescimento medidas pelo PER, se considerássemos empresas com RLP negativo, iríamos obter um PER negativo, no entanto, o PER não tem significado quando as empresas apresentam prejuízos, uma vez que pode ser interpretado como o prazo de recuperação do capital e não existem prazos negativos. Assim, nas empresas com RLP negativo, para calcularmos o PER, utilizámos a média do RLP dos últimos 6 anos, quando positiva. Quando negativa, não considerámos qualquer valor na variável oportunidades de crescimento.

No que respeita ao planeamento fiscal, pela opção 1, não considerámos qualquer valor na variável quando o IRC é negativo, uma vez que nesse caso não podemos falar de imposto a pagar mas sim de imposto a receber e, por isso, nessa situação não faz sentido termos uma TEI. Adicionalmente também não considerámos qualquer valor na variável quando o IRC é superior ao RAI, visto que nesse caso iríamos obter uma TEI superior a 100%. Ainda na opção 1 do planeamento fiscal, quando o RAI é negativo considerámos a

média dos 6 anos, se positiva, e nenhum valor, se negativa, uma vez que com RAI negativo iríamos obter uma TEI negativa.

Na opção 2 do planeamento fiscal, não considerámos qualquer valor na variável quando o IRC é negativo, uma vez que nesse caso iríamos obter um resultado tributável negativo, o que não faz sentido uma vez que estaríamos perante um prejuízo fiscal e não um resultado tributável.

No cálculo do planeamento fiscal pela opção 3, se considerássemos o RAI negativo, nos casos em que a TIL é inferior à TEI, essa situação não iria ficar refletida, ou seja, o planeamento fiscal iria assumir um valor positivo de forma idêntica ao que acontece em empresas com TIL superior à TEI e RAI positivo. Assim, nas empresas em o RAI é negativo optámos por considerar a sua média dos 6 anos, quando positiva. Quando negativa, não considerámos qualquer valor na variável planeamento fiscal pela opção 3. Não considerámos também qualquer valor, nesta opção 3, quando o planeamento fiscal pela opção 1, medido pela TEI, não está calculado, pelas razões enunciadas nos parágrafos anteriores.

Seguindo Santana (2014), utilizámos dados consolidados para todas as empresas que tinham disponíveis demonstrações financeiras consolidadas. Nas restantes baseamos-nos em dados das demonstrações financeiras individuais, sendo os dados recolhidos com referência ao final do ano, ou seja, 31 de dezembro de 2015 para as empresas que adotam o ano civil como ano contabilístico/fiscal e 30 de junho de 2016 para os clubes de futebol que têm um ano contabilístico divergente do ano civil. De salientar ainda que quando foi necessário o cálculo da média dos seis anos, seguimos esta mesma lógica, ou seja, tivemos em conta o ano contabilístico de cada empresa, que foi ainda tido em conta aquando o cálculo do valor da empresa pela opção 3, considerando-se a cotação das ações da empresa em 30 de setembro de 2016 (3 meses após o encerramento do ano contabilístico).

O tratamento de todos os dados foi realizado com recurso à versão 22 do *software* informático *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS). A análise preliminar dos dados levou à eliminação de algumas observações. Estas observações são usualmente designadas por *outliers* e são observações que são discrepantes das restantes e, por esse motivo, podem enviesar os resultados obtidos. Assim, tal como efetuado por Lestari e Wardhani (2015); Santana (2014) e Wahab e Holland (2012), eliminámos todos os *outliers*

identificados como *outliers* severos ou extremos, antes de gerarmos os resultados e os modelos.

A identificação dos *outliers* foi efetuada individualmente através da análise dos diagramas de extremos e quartis (*box-plot*), construídos pelo SPSS, para cada uma das variáveis consideradas, nos quais são evidenciados os *outliers* existentes. Após a eliminação das observações identificadas como *outliers*, voltámos a construir os diagramas de forma a garantir a inexistência de *outliers* extremos. De salientar que na variável dependente eliminámos todas as empresas identificadas como sendo *outliers* extremos e nas variáveis independentes mantivemos as empresas e eliminámos apenas o valor da observação respetiva, de forma a, mais uma vez, mantermos o máximo de empresas possível na nossa amostra, devido ao número reduzido da mesma.

3.5.Amostra e Caracterização

A presente investigação incide numa amostra constituída por sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, no final do ano de 2015, que totalizavam 46 sociedades. A escolha recai sobre sociedades cotadas, uma vez que, são sobretudo as sociedades cotadas e as grandes sociedades que gerem os seus impostos de forma mais eficaz e as que podem despender avultados recursos no planeamento fiscal (Assidi et al., 2016; Minnick & Noga, 2010).

Do total das 46 sociedades excluámos todas as sociedades para as quais não foi possível calcular a variável dependente, por apresentarem capital próprio negativo e as sociedades consideradas como *outliers* extremos. Assim, conforme listagem apresentada no Anexo I, incluimos 43 sociedades nos modelos 1 a 3 e 45 sociedades nos modelos 4 a 9.

4.Resultados

No presente capítulo vamos apresentar os resultados obtidos no âmbito do presente estudo. Começamos por apresentar a estatística descritiva que nos permite caracterizar a amostra e os coeficientes de correlação de *Pearson*. Depois apresentamos os modelos de regressão linear, analisando a variância dos modelos, os testes aos coeficientes, os coeficientes de determinação e ainda a verificação do cumprimento dos pressupostos subjacentes ao modelo de regressão linear, onde incluímos a análise de resíduos e das variáveis independentes. Para terminar o capítulo, efetuamos a validação do teste de hipóteses, que nos permite obter as conclusões finais sobre o nosso objeto de estudo.

4.1.Estatística descritiva

No âmbito da estatística descritiva caracterizamos a amostra através da utilização de medidas de tendência central (média), medidas de dispersão (desvio-padrão) e medidas de tendência não-central (máximo e mínimo) que constam da tabela 7.

Tabela 7 - Estatística descritiva

	Modelos 1 a 3					Modelos 4 a 9				
	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
VE_Op 1	43	1,0726	0,3590	0,5762	2,1167					
VE_Op 2						45	0,3703	0,3888	0,0150	1,4155
VE_Op 3						45	0,3485	0,3893	0,0081	1,6969
PO	42	0,0439	0,0461	-0,1107	0,1408	44	0,0394	0,0511	-0,1115	0,1408
DE	43	20,8143	2,1308	17,0732	27,9239	45	20,6927	2,1736	16,8774	27,9239
PER	31	11,0499	6,7589	0,2649	25,7616	31	11,0499	6,7589	0,2649	25,7616
END	43	0,2730	0,1973	0,0004	0,7918	45	0,2788	0,1948	0,0004	0,7918
PF_Op 1	35	0,2340	0,1372	0,0012	0,6431	35	0,2340	0,1372	0,0012	0,6431
PF_Op 2	40	-0,0090	0,0230	-0,0642	0,0417	41	-0,0108	0,0254	-0,0826	0,0417
PF_Op 3	35	-0,0012	0,0043	-0,0120	0,0088	35	-0,0012	0,0043	-0,0120	0,0088
PAYOUT	43	0,4090	0,6134	0,0000	2,3961	43	0,2977	0,4294	0,0000	1,9010

Notas: Na tabela consta a estatística descritiva das variáveis consideradas nos modelos estimados. A variável dependente é o valor da empresa que é medido pela opção 1 nos modelos 1 a 3 [VE_Op 1 = (Ativo + Valor de mercado das ações em circulação - Capital próprio) / Ativo], pela opção 2 nos modelos 4 a 6 [VE_Op 2 = (Cotação ações da empresa 31.dez.2015 x Nº ações em circulação) / Ativo] e pela opção 3 nos modelos 7 a 9 [VE_Op 3 = (Cotação ações da empresa 31.mar.2016 x Nº ações em circulação) / Ativo]. As variáveis independentes são a performance organizacional [PO = EBIT / Ativo]; a dimensão da empresa [DE = ln do Ativo]; as oportunidades de crescimento [PER = Cotação ações da empresa 31.dez.2015 / (RPL / Nº ações em circulação)]; o endividamento [END = Financiamentos obtidos de médio e longo prazo / Ativo]; o planeamento fiscal que é medido pela opção 1 nos modelos 1, 4 e 7 [PF_Op 1 = IRC / RAI], pela opção 2 nos modelos 2, 5 e 8 [PF_Op 2 = [RAI - (IRC / TIL)] / Ativo] e pela opção 3 nos modelos 3, 6 e 9 [PF_Op 3 = [(TIL - TEI) x RAI] / Ativo] e a política de distribuição de dividendos [PAYOUT = Dividendos por ação / RLA].

Pelo exposto constatámos que a média em cada uma das variáveis independentes é semelhante entre os vários modelos estimados, exceto na política de distribuição de dividendos que apresenta uma média de 0,4090 nos modelos 1 a 3 e 0,2977 nos modelos 4 a 9. Esta situação deriva dos *outliers* extremos desconsiderados naquela variável, ou seja, apesar de a variável apresentar o mesmo número de observações em todos os modelos, as observações incluídas em cada um deles não respeitam às mesmas sociedades, devido aos *outliers* extremos identificados em cada modelo. A respeito desta variável podemos ainda concluir que, em média, as sociedades consideradas nos modelos

1 a 3 distribuem, aos acionistas, 40% dos seus resultados, enquanto as sociedades consideradas nos modelos 4 a 9 distribuem aproximadamente 30%.

Importa também ressaltar que, tendo por base o PER, em média, o mercado valoriza onze vezes cada unidade monetária do resultado líquido das sociedades incluídas na nossa amostra.

Salienta-se ainda que, na amostra, a TEI (planeamento fiscal medido pela opção 1) é, em média, 23,4%, ou seja, uma taxa superior à taxa geral de imposto legalmente prevista em Portugal (21%), contrariamente ao que acontece nos estudos de Assidi et al. (2016) e Lestari e Wardhani (2015). Isto poderia levar-nos a afirmar que em média as sociedades da nossa amostra não praticam planeamento fiscal, uma vez que seria expectável que a aplicação de mecanismos de planeamento fiscal proporcionasse uma TEI inferior à taxa geral legalmente prevista, o que não acontece. Mas não podemos desconsiderar o facto de o imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas ter um adicional à taxa geral de imposto, para os lucros superiores a 1.500.000 euros. De acordo com o artigo 87.º-A do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC) sobre a parte do lucro tributável superior a 1.500.000 euros sujeito e não isento de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas apurado por sujeitos passivos residentes em território português que exerçam, a título principal, uma atividade de natureza comercial, industrial ou agrícola e por não residentes com estabelecimento estável em território português, incidem as taxas adicionais. Quando superior a 1.500.000 euros e até 7.500.000 euros, aplica-se a taxa de 3% ao lucro tributável que excede 1.500.000 euros. Quando superior a 7.500.000 euros e até 35.000.000 euros, é dividido em duas partes: uma, igual a 6.000.000 euros, à qual se aplica a taxa de 3%; outra, igual ao lucro tributável que exceda 7.500.000 euros, à qual se aplica a taxa de 5%. Quando superior a 35.000.000 euros, é dividido em três partes: uma, igual a 6.000.000 euros, à qual se aplica a taxa de 3%; outra, igual a 27.500.000 euros, à qual se aplica a taxa de 5%, e outra igual ao lucro tributável que exceda 35.000.000 euros, à qual se aplica a taxa de 9%. Adicionalmente deve ainda ser referido o peso elevado das tributações autónomas que as empresas suportam, bem como a derrama cobrada pelas autarquias. Assim e embora a taxa média seja superior à taxa nominal não podemos afirmar da inexistência de planeamento fiscal.

A média do planeamento fiscal medido pela opção 2 e pela opção 3 vai de encontro com a conclusão do parágrafo anterior, uma vez que é negativa em todos os modelos estimados (-0,0090 e -0,0108 na opção 2 para os modelos 1 a 3 e 4 a 9, respetivamente e -0,0012 na opção 3), o que significa que o resultado tributável é, em média, superior ao

resultado contabilístico e que a TEI é superior à TIL, respetivamente, nas opções 2 e 3, sendo indicadores da inexistência da prática de planeamento fiscal.

4.2. Coeficiente de correlação de *Pearson*

O coeficiente de correlação de *Pearson* mede a intensidade e a direção da correlação/associação do tipo linear entre duas variáveis quantitativas e, de uma forma geral nas ciências sociais, consideram-se correlações fracas quando o valor absoluto do coeficiente é inferior a 0,25; moderadas quando está entre 0,25 e 0,5; fortes quando está entre 0,5 e 0,75 e muito fortes quando é superior a 0,75 (Marôco, 2014). Assim, a fim de verificarmos as correlações existentes entre as variáveis consideradas na nossa investigação, apresentamos de seguida os coeficientes de correlação de *Pearson* obtidos nos modelos 1 a 3 e nos modelos 4 a 9.

Tabela 8 - Coeficientes de correlação de Pearson

Modelos 1 a 3									
	VE_Op 1	PO	DE	PER	END	PF_Op 1	PF_Op 2	PF_Op 3	PAYOUT
VE_Op 1	1,000								
PO	0,528**	1,000							
DE	0,214	-0,019	1,000						
PER	0,335	0,097	0,090	1,000					
END	0,002	0,134	0,354*	-0,054	1,000				
PF_Op 1	0,069	0,051	-0,163	0,176	0,009	1,000			
PF_Op 2	-0,113	0,049	0,266	-0,224	0,108	-0,878**	1,000		
PF_Op 3	-0,261	-0,138	0,233	-0,214	0,091	-0,775**	0,944**	1,000	
PAYOUT	0,446**	0,411**	0,182	0,235	-0,131	0,065	0,068	-0,046	1,000

Modelos 4 a 9										
	VE_Op 2	VE_Op 3	PO	DE	PER	END	PF_Op 1	PF_Op 2	PF_Op 3	PAYOUT
VE_Op 2	1,000									
VE_Op 3	0,971**	1,000								
PO	0,453**	0,491**	1,000							
DE	0,115	0,124	0,063	1,000						
PER	0,378*	0,436*	0,097	0,090	1,000					
END	-0,282	-0,282	0,059	0,295*	-0,054	1,000				
PF_Op 1	-0,047	0,005	0,051	-0,163	0,176	0,009	1,000			
PF_Op 2	-0,003	-0,004	0,133	0,355*	-0,224	0,033	-0,878**	1,000		
PF_Op 3	-0,178	-0,188	-0,138	0,233	-0,214	0,091	-0,775**	0,944**	1,000	
PAYOUT	0,629**	0,665**	0,426**	0,278	0,243	-0,185	0,206	-0,068	-0,321	1,000

Notas: Na tabela constam os coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis consideradas nos modelos estimados. A variável dependente é o valor da empresa que é medido pela opção 1 nos modelos 1 a 3 [VE_Op 1 = (Ativo + Valor de mercado das ações em circulação - Capital próprio) / Ativo], pela opção 2 nos modelos 4 a 6 [VE_Op 2 = (Cotação ações da empresa 31.dez.2015 x Nº ações em circulação) / Ativo] e pela opção 3 nos modelos 7 a 9 [VE_Op 3 = (Cotação ações da empresa 31.mar.2016 x Nº ações em circulação) / Ativo]. As variáveis independentes são a performance organizacional [PO = EBIT / Ativo]; a dimensão da empresa [DE = ln do Ativo]; as oportunidades de crescimento [PER = Cotação ações da empresa 31.dez.2015 / (RLP / Nº ações em circulação)]; o endividamento [END = Financiamentos obtidos de médio e longo prazo / Ativo]; o planeamento fiscal que é medido pela opção 1 nos modelos 1, 4 e 7 [PF_Op 1 = IRC / RAI], pela opção 2 nos modelos 2, 5 e 8 [PF_Op 2 = [RAI - (IRC / TIL)] / Ativo] e pela opção 3 nos modelos 3, 6 e 9 [PF_Op 3 = [(TIL - TEI) x RAI] / Ativo] e a política de distribuição de dividendos [PAYOUT = Dividendos por ação / RLA]. Os níveis de significância são indicados por * e ** que representam o nível de 5% e 1%, respetivamente.

Pelo exposto na tabela, verifica-se a existência de correlações fortes e moderadas entre o valor da empresa e algumas das variáveis independentes, nomeadamente a performance organizacional, as oportunidades de crescimento e a política de distribuição de dividendos, o que é um resultado esperado, tendo em conta a definição atribuída ao valor da empresa por Abreu (2016) e que adotámos na presente investigação.

Nos modelos 4 a 9 também existem correlações fortes entre o valor da empresa medido pela opção 2 e o valor da empresa medido pela opção 3, assim como entre o planeamento fiscal medido pelas várias opções, entre si. Estas correlações indicam que as várias opções utilizadas, quer para medir o valor da empresa, quer para o planeamento fiscal são efetivamente medidas alternativas, para cada uma das variáveis.

Verifica-se ainda a existência de correlações moderadas entre a performance organizacional e a política de distribuição de dividendos e entre a dimensão da empresa e o endividamento. Nos modelos 5 e 8, onde foi incluído o planejamento fiscal medido pela opção 2, verifica-se ainda uma correlação moderada entre aquela variável e a dimensão da empresa. Assim, observa-se a ausência de correlações fortes entre as variáveis independentes que possam influenciar os resultados obtidos.

4.3. Modelos de regressão linear

Os modelos de regressão linear múltipla foram estimados pelo método dos mínimos quadrados e usando o método *Enter* como método de seleção de variáveis, uma vez que pretendíamos incluir todas as seis variáveis independentes.

4.3.1. Análise de variância dos modelos

Após obtenção dos modelos, começamos por avaliar se alguma das variáveis independentes pode ou não influenciar o valor da empresa e se os modelos ajustados aos dados são ou não significativos. De acordo com Marôco (2014), esta hipótese teórica pode ser formalizada por:

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = 0 \text{ vs.}$$

$$H_1: \exists j: \beta_j \neq 0 \quad (j = 1, \dots, 6)$$

Analisando os quadros da ANOVA das regressões lineares para cada um dos modelos, concluímos, através do teste F, que pelo menos uma das variáveis independentes, incluída nos nossos modelos possui um efeito significativo na variação do valor da empresa. Isto porque o *p-value* associado a este teste é, em todos os modelos, menor que o nível de significância considerado em 5%. Assim, como $p\text{-value} < \alpha$, rejeitamos a Hipótese 0 a favor da Hipótese 1, que nos indica que existe, pelo menos, um j tal que β_j é diferente de zero. Adicionalmente podemos dizer que os modelos ajustados aos dados são significativos. No entanto, tal como mencionado por Marôco (2014), apenas com este teste, não conseguimos concluir se todas ou apenas algumas variáveis independentes têm influência significativa na variação do valor da empresa.

4.3.2. Testes aos coeficientes dos modelos

Os coeficientes de regressão obtidos para cada uma das variáveis independentes, que nos permitem escrever cada um dos modelos ajustados, encontram-se na tabela 9. Incluímos também, na mesma tabela, os valores da estatística de teste para cada uma das hipóteses $H_0: \beta_j = 0$ vs. $H_1: \beta_j \neq 0$ ($j = 0, \dots, 6$) aos coeficientes de regressão e a conclusão, com base naquela estatística, se as variáveis independentes têm ou não influência no valor da empresa.

Tabela 9 - Coeficientes de regressão e p-values do teste t-Student

		Modelos								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Constante	Coeficiente	-0,287	-0,782	-0,788	0,114	-1,098	-1,101	-0,297	-1,211	-1,216
	P value	0,619	0,106	0,103	0,869	0,029	0,029	0,644	0,042	0,041
PO	Coeficiente	6,022	7,778	7,774	2,842	6,984	6,977	3,902	6,879	6,871
	P value	0,000	0,000	0,000	0,130	0,000	0,000	0,029	0,000	0,000
	Influência	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
DE	Coeficiente	0,047	0,063	0,063	0,005	0,043	0,043	0,019	0,048	0,049
	P value	0,109	0,011	0,011	0,892	0,083	0,082	0,546	0,098	0,097
	Influência	Não	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Não
PER	Coeficiente	0,012	0,014	0,014	0,020	0,025	0,025	0,023	0,026	0,026
	P value	0,135	0,034	0,032	0,027	0,000	0,000	0,007	0,001	0,001
	Influência	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
END	Coeficiente	-0,441	-0,338	-0,340	-0,645	-0,649	-0,650	-0,742	-0,763	-0,765
	P value	0,179	0,208	0,205	0,110	0,019	0,019	0,051	0,021	0,021
	Influência	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Sim
PF	Coeficiente	0,116	-2,773	-13,462	-0,607	0,764	3,234	-0,530	0,942	4,008
	P value	0,782	0,167	0,156	0,197	0,684	0,717	0,222	0,674	0,706
	Influência	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
PAYOUT	Coeficiente	0,030	0,017	0,017	0,365	0,222	0,221	0,369	0,277	0,275
	P value	0,737	0,819	0,822	0,091	0,131	0,134	0,067	0,117	0,119
	Influência	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não

Notas: Na tabela constam os coeficientes de regressão dos modelos estimados, os p-values do teste t-Student e as conclusões respetivas. A variável dependente é o valor da empresa que é medido pela opção 1 nos modelos 1 a 3 [VE_Op 1 = (Ativo + Valor de mercado das ações em circulação - Capital próprio) / Ativo], pela opção 2 nos modelos 4 a 6 [VE_Op 2 = (Cotação ações da empresa 31.dez.2015 x Nº ações em circulação) / Ativo] e pela opção 3 nos modelos 7 a 9 [VE_Op 3 = (Cotação ações da empresa 31.mar.2016 x Nº ações em circulação) / Ativo]. As variáveis independentes são a performance organizacional [PO = EBIT / Ativo]; a dimensão da empresa [DE = ln do Ativo]; as oportunidades de crescimento [PER = Cotação ações da empresa 31.dez.2015 / (RLP / Nº ações em circulação)]; o endividamento [END = Financiamentos obtidos de médio e longo prazo / Ativo]; o planeamento fiscal que é medido pela opção 1 nos modelos 1, 4 e 7 [PF_Op 1 = IRC / RAI], pela opção 2 nos modelos 2, 5 e 8 [PF_Op 2 = [RAI - (IRC / TIL)] / Ativo] e pela opção 3 nos modelos 3, 6 e 9 [PF_Op 3 = [(TIL - TEI) x RAI] / Ativo] e a política de distribuição de dividendos [PAYOUT = Dividendos por ação / RLA].

Tendo então por base o teste t-Student concluímos que, em todos os modelos obtidos, o planeamento fiscal e a política de distribuição de dividendos não têm influência significativa no valor da empresa, uma vez que o p-value é superior ao nível de significância considerado (0,05) e por esse motivo não rejeitamos a Hipótese 0 descrita no parágrafo

anterior. Concluimos ainda que a performance organizacional e as oportunidades de crescimento afetam, significativamente, o valor da empresa em todos os modelos, exceto no modelo 4 e 1, respectivamente, em cada variável. A dimensão da empresa só tem influência, nos modelos 2 e 3 e o endividamento apresenta influência significativa nos modelos 5, 6, 8 e 9.

No entanto, conforme mencionado por Marôco (2014), o teste *t-Student* apresentado só é válido para cada uma das variáveis, uma de cada vez, ou seja, este teste não deve ser usado num teste formal à importância de cada variável no modelo, uma vez que os *p-value* respectivos podem ser afetados pelo número de variáveis nos modelos, pelas correlações entre elas e ainda pela dimensão da amostra. Assim, a alternativa apontada pelo autor é usar a correção de Bonferroni que é obtida pela divisão do nível de significância pelo número de variáveis independentes considerado [$\alpha / p = 0,05 / 6 = 0,008(3)$]. Considerando este nível de significância de 0,008(3) temos que só a performance organizacional e as oportunidades de crescimento é que são significativas e só em alguns dos modelos estimados.

4.3.3. Coeficientes de determinação

O coeficiente de determinação (R^2) é uma medida da dimensão do efeito das variáveis independentes sobre a variável dependente, medindo a proporção da variabilidade total que é explicada pelo modelo de regressão (Marôco, 2014). Neste âmbito, considerando os R^2 dos modelos obtidos, expostos na tabela 10, concluimos que em todos os modelos gerados, existe um bom ajustamento aos dados, uma vez que todos os valores são superiores a 0,5 e seguindo Marôco (2014), nas ciências sociais, valores superiores a 0,5 já se consideram aceitáveis, ou mesmo bom o ajustamento do modelo aos dados. Mesmo se considerarmos o coeficiente de determinação ajustado (R^2_a), que de acordo com aquele autor é um melhor estimador da qualidade do ajustamento do modelo aos dados do que o R^2 , também concluimos que os modelos têm um bom ajustamento aos dados, visto que os R^2_a continuam a ser superiores a 0,5. Considerando, por exemplo, os modelos 5 ou 6, que apresentam R^2_a superiores aos restantes modelos, podemos dizer que 78,9% da variabilidade total do valor da empresa é explicada pelas variáveis independentes presentes no modelo de regressão linear ajustado.

Tabela 10 - Coeficientes de determinação

	Modelos								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
R^2	0,610	0,734	0,735	0,628	0,836	0,836	0,721	0,803	0,802
R^2_a	0,508	0,665	0,666	0,521	0,789	0,789	0,641	0,746	0,746

R^2 = Coeficiente de determinação

R^2_a = Coeficiente de determinação ajustado

4.3.4. Validação dos pressupostos dos modelos

Os modelos de regressão linear que obtivemos só podem ser usados na inferência de relações funcionais entre o valor da empresa e as variáveis independentes se um conjunto de pressupostos referentes aos modelos forem respeitados, nomeadamente, se os erros/resíduos possuírem distribuição normal de média zero, possuírem variância constante, forem independentes e aleatórios e as variáveis independentes forem ortogonais, ou seja, não estiverem correlacionadas, ou apresentarem correlações fracas (Marôco, 2014). Assim, neste ponto vamos efetuar a validação de cada um dos pressupostos para cada um dos modelos gerados.

Análise de resíduos

Para se verificar se os resíduos possuem distribuição normal, recorreremos aos testes de *Kolmogorov-Smirnov* e de *Shapiro-Wilk*, através dos quais testámos a hipótese 0 (resíduos possuem distribuição normal) contra a hipótese 1 (resíduos não possuem distribuição normal). Os *p-value* produzidos para cada um dos testes e cada um dos modelos, encontram-se sintetizados na tabela 11 e permitem-nos concluir que, exceto no modelo 1, os resíduos de todos os modelos possuem distribuição normal, uma vez que o *p-value* em cada um deles é maior que o nível de significância que temos vindo a considerar ($\alpha = 0,05$) e, por esse motivo, não rejeitamos a hipótese 0 que estava a ser testada, logo os resíduos possuem distribuição normal. No modelo 1, pelo teste de *Kolmogorov-Smirnov* temos que os resíduos possuem distribuição normal ($p\text{-value} > \alpha$), no entanto pelo teste de *Shapiro-Wilk*, temos que os resíduos não possuem distribuição normal ($p\text{-value} < \alpha$), sendo este último mais apropriado para amostras de pequena dimensão (Marôco, 2014).

Tabela 11 - P-value dos testes de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk

	Modelos								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
P-value Kolmogorov-Smirnov	0,200	0,137	0,114	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
P-value Shapiro-Wilk	0,045	0,095	0,087	0,077	0,374	0,395	0,159	0,672	0,666

O pressuposto da distribuição normal dos resíduos também pode ser averiguado graficamente através de um gráfico de probabilidade normal (*QQ-plot* dos resíduos), no qual os valores representados se devem distribuir mais ou menos na diagonal principal, para que se possa concluir que os resíduos possuem distribuição normal (Marôco, 2014). Neste âmbito foram gerados os gráficos para cada um dos modelos, os quais se encontram no Anexo II da presente investigação. Pela sua análise concluímos que, em todos os modelos, a maioria dos pontos apresentados se encontra próximo da diagonal principal, pelo que podemos concluir que os resíduos apresentam, aproximadamente, distribuição normal, o que vai de encontro com o concluído nos testes de *Kolmogorov-Smirnov* e de *Shapiro-Wilk*. De salientar que o modelo 1 é o que apresenta os pontos mais afastados da diagonal principal, o que também vai de encontro ao concluído nos testes anteriores, existindo dúvidas se efetivamente os resíduos apresentam distribuição normal neste modelo. De salientar ainda que é nos modelos 5 e 6 que os resíduos apresentam uma distribuição mais próxima da distribuição normal. Nos restantes modelos, parecem existir resíduos consideravelmente superiores aos resíduos das outras observações, uma vez que estão ligeiramente afastados da diagonal principal.

O pressuposto de que os resíduos possuem média zero já é garantido pelo método dos mínimos quadrados, que foi o utilizado para gerarmos os modelos obtidos. O pressuposto da homocedasticidade e ausência de autocorrelação, ou seja, a verificação de que os erros possuem variância constante e são independentes foi efetuada com recurso ao diagrama de dispersão entre os valores previstos (standardizados) e os valores residuais (standardizados). Os diagramas obtidos para cada modelo encontram-se no Anexo III da presente investigação e permitem-nos concluir que a variância, em cada um deles, é aproximadamente constante, uma vez que os resíduos se distribuem de forma mais ou menos aleatória em torno de zero. Adicionalmente, os pontos aparecem distribuídos, em cada um dos modelos, de forma mais ou menos aleatória e, por isso, pelo diagrama de dispersão dos resíduos, não parece existir qualquer relação entre estes, pelo que se assumem independentes. Os modelos onde parece que os erros são mais

aleatórios, ou seja independentes, e de variância constante, sem resíduos irregulares que poderiam resultar em outliers, são os modelos 5 e 6.

Análise das variáveis independentes

Um dos principais pressupostos a validar durante a regressão linear é verificar se as variáveis independentes o são de facto, entre si, uma vez que quando as variáveis independentes estão fortemente correlacionadas entre si existe um problema de colinearidade ou de multicolinearidade, que pode fazer com que a análise dos modelos de regressão ajustados seja confusa e não credível. Por outro lado, se existir uma ausência completa de qualquer relação linear entre as variáveis independentes, estas dizem-se ortogonais (Marôco, 2014).

Um dos procedimentos a adotar para verificarmos a existência de relações lineares entre as variáveis independentes é a análise da matriz de correlações bivariadas, o que já efetuámos no ponto 4.2. No entanto, conforme também mencionado por Marôco (2014), apesar de correlações bivariadas elevadas entre variáveis independentes poderem conduzir a problemas de multicolinearidade, estes coeficientes de correlação são válidos apenas para as variáveis duas-a-duas, podendo existir uma associação linear entre mais de duas variáveis não identificada. Assim, outra metodologia mencionada pelo autor, que não sofre do problema das correlações bivariadas é o Fator de Inflação da Variância, usualmente referenciado pela sigla VIF (*Variance Inflation Factor*) e que quando apresenta valores superiores a 10 ou mesmo a 5, já indica problemas de multicolinearidade nas variáveis independentes.

Através da análise dos VIF obtidos para cada uma das variáveis independentes incluídas em cada um dos modelos gerados, expostos na tabela 12, podemos considerar que todos os VIF são reduzidos, o que nos confirma a inexistência de problemas de multicolinearidade nos modelos gerados.

Tabela 12 - VIF das variáveis independentes

	Modelos								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
PO	1,488	1,466	1,464	1,961	1,942	1,941	1,961	1,942	1,941
DE	1,749	1,704	1,708	2,217	2,372	2,384	2,217	2,372	2,384
PER	1,191	1,192	1,185	1,175	1,192	1,184	1,175	1,192	1,184
END	1,646	1,519	1,519	2,088	1,949	1,954	2,088	1,949	1,954
PF	1,149	1,208	1,203	1,189	1,354	1,354	1,189	1,354	1,354
PAYOUT	1,413	1,443	1,441	2,100	2,254	2,263	2,100	2,254	2,263

Notas: Na tabela constam os VIF obtidos para cada uma das variáveis independentes incluídas em cada um dos modelos gerados. A variável dependente é o valor da empresa que é medido pela opção 1 nos modelos 1 a 3 [VE_Op 1 = (Ativo + Valor de mercado das ações em circulação - Capital próprio) / Ativo], pela opção 2 nos modelos 4 a 6 [VE_Op 2 = (Cotação ações da empresa 31.dez.2015 x N° ações em circulação) / Ativo] e pela opção 3 nos modelos 7 a 9 [VE_Op 3 = (Cotação ações da empresa 31.mar.2016 x N° ações em circulação) / Ativo]. As variáveis independentes são a performance organizacional [PO = EBIT / Ativo]; a dimensão da empresa [DE = ln do Ativo]; as oportunidades de crescimento [PER = Cotação ações da empresa 31.dez.2015 / (R/LP / N° ações em circulação)]; o endividamento [END = Financiamentos obtidos de médio e longo prazo / Ativo]; o planeamento fiscal que é medido pela opção 1 nos modelos 1, 4 e 7 [PF_Op 1 = IRC / RAI], pela opção 2 nos modelos 2, 5 e 8 [PF_Op 2 = [RAI - (IRC / TIL)] / Ativo] e pela opção 3 nos modelos 3, 6 e 9 [PF_Op 3 = [(TIL - TEI) x RAI] / Ativo] e a política de distribuição de dividendos [PAYOUT = Dividendos por ação / RLA].

4.4. Validação do teste de hipóteses

Tendo em conta o apresentado nos pontos anteriores, concluímos que os modelos que melhor se ajustam aos dados recolhidos são o modelo 5 e 6, uma vez que além de serem os modelos que apresentam maiores R^2_a também são os modelos onde os pressupostos parecem estar cumpridos com maior rigor. Assim, tendo em conta os resultados obtidos nos modelos 5 e 6, constantes na tabela 9, procedemos, de seguida, ao teste de hipóteses para cada uma das hipóteses de investigação formuladas.

A hipótese 1 pretende testar se o valor da empresa é influenciado positivamente pela sua performance organizacional, o que de facto se verifica [$b = 6,984$ e $p\text{-value} = 0,000$ (modelo 5); $b = 6,977$ e $p\text{-value} = 0,000$ (modelo 6)]. Isto significa que se o EBIT das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* aumentar, prevê-se que o valor da sociedade também aumente. Por outras palavras, prevê-se que o valor da empresa aumente com o aumento do rendimento produzido pelas suas atividades operacionais, resultado

coincidente com o obtido nos estudos de Kiesewetter e Manthey (2017); Lestari e Wardhani (2015) e Wahab e Holland (2012).

A hipótese 2 pretende testar se o valor da empresa é influenciado pela sua dimensão, sem definição de sinal. Esta hipótese não é validada nos modelos 5 e 6, uma vez que a variável dimensão da empresa não é estatisticamente significativa, visto que o *p-value* do teste efetuado é superior ao nível de significância considerado (0,05). Assim, não temos evidência estatística que nos permita concluir que os investimentos realizados pelas sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* influenciam o seu valor. Este resultado não é convergente com os resultados dos estudos anteriores, em que foi encontrada uma relação estatisticamente significativa e positiva entre o investimento e o valor da empresa em Assidi et al. (2016) e uma relação negativa em X. Chen et al. (2014) e Kiesewetter e Manthey (2017).

A hipótese 3 pretende verificar se o valor da empresa aumenta com o aumento das oportunidades de crescimento, o que é possível validar [$b=0,025$ e $p\text{-value} = 0,000$]. Assim, concluímos que o PER influencia positivamente o valor da empresa o que significa que quanto mais o mercado valorizar o resultado das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, maior o seu PER e consequentemente, maior o valor da sociedade. Este resultado vai de encontro com o descrito no estudo de Oliveira e Lopes (2008).

A hipótese 4 pretende testar se o endividamento influencia o valor da empresa, sem definição de sinal. O teste de hipóteses mostra então a confirmação de uma relação significativa entre o endividamento e o valor da empresa, em sentido negativo [$b=-0,649$ e $p\text{-value} = 0,019$ (modelo 5); $b=-0,650$ e $p\text{-value} = 0,019$ (modelo 6)]. Isto significa que o aumento do endividamento, nas sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, diminui o valor da sociedade, resultado semelhante aos obtidos nos estudos de X. Chen et al. (2014); Lestari e Wardhani (2015) e Santana (2014). Assim, apesar dos juros poderem aumentar os gastos fiscais e consequentemente potencializarem o aumento do valor da empresa, o risco associado à dívida parece superar a poupança fiscal associada à mesma.

A hipótese 5 definida por os mecanismos de planeamento fiscal influenciarem o valor da empresa, sem sinal definido, não é validada, uma vez que em todos os modelos, o *p-value* do teste efetuado supera o nível de significância. Consequentemente, não temos evidência suficiente que nos permita concluir que o valor das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* é influenciado pelos mecanismos de planeamento fiscal, resultado semelhante ao encontrado por Kiesewetter e Manthey (2017). Isto leva-nos a acreditar que

nas sociedades que constituem a nossa amostra o planeamento fiscal não é uma atividade que contribua para o aumento do valor da empresa. Tal pode estar associado ao facto dos custos que tem implícitos ou simplesmente ao facto de o mercado não valorizar as variações fiscais nem o nível de impostos pagos.

A hipótese 6 pretende verificar se o valor da empresa é influenciado positivamente pela sua política de distribuição de dividendos, no entanto, também não é possível validarmos esta hipótese, visto que o *p-value* também é superior ao nível de significância, em todos os modelos estimados. Assim, não temos evidência estatística que nos permita concluir que a percentagem do resultado líquido ser distribuído aos acionistas, a título de dividendos, influencia o valor das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*. Este resultado vai de encontro com os resultados obtidos nos estudos de Pires (2014) e Wahab e Holland (2012).

Tendo em conta o exposto, sintetizamos, na tabela 13, a relação esperada e o resultado obtido para cada uma das hipóteses de investigação:

Tabela 13 – Relação esperada e Resultado obtido em cada hipótese de investigação

	Relação esperada	Resultado obtido
H1: Valor da empresa vs performance organizacional	Positiva	Positiva
H2: Valor da empresa vs dimensão da empresa	Indeterminada	Não validada
H3: Valor da empresa vs oportunidades de crescimento	Positiva	Positiva
H4: Valor da empresa vs endividamento	Indeterminada	Negativa
H5: Valor da empresa vs planeamento fiscal	Indeterminada	Não validada
H6: Valor da empresa vs política de distribuição de dividendos	Positiva	Não validada

5. Conclusão

A influência do planeamento fiscal no valor da empresa é um tema que tem sido abordado por diversos autores em diferentes amostras, no entanto, as suas conclusões não são unânimes. Alguns estudos mostram que o planeamento fiscal contribui para o aumento do valor da empresa e outros concluem que o afeta de forma negativa. Identificámos ainda um estudo que não encontra influência significativa do planeamento fiscal no valor da empresa. Algumas das razões apontadas para a obtenção de resultados divergentes estão relacionadas com as amostras serem constituídas por empresas de países diferentes e em alguns estudos serem segmentadas e noutros não. Pode ainda referir-se ao facto de os modelos utilizados, em diferentes estudos, incorporarem variáveis distintas entre si e os estudos incidirem em momentos temporais distintos.

Consequentemente, entendeu-se que o estudo desta temática na realidade portuguesa seria um contributo relevante para esta área de investigação. No presente estudo pretendeu-se verificar se o planeamento fiscal influencia o valor das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, no ano de 2015. A originalidade deste trabalho de investigação residiu no facto de a amostra ser maioritariamente constituída por sociedades portuguesas, cotadas em bolsa. Esta investigação contribui para que a comunidade científica e as sociedades tenham a perceção sobre a influência de mecanismos de planeamento fiscal no valor da empresa, uma vez que o planeamento fiscal pode, efetivamente, representar uma atividade onerosa e a relação custo-benefício não ser compensatória.

Na literatura, em geral, o planeamento fiscal não tem uma definição exata e apesar de ser consensual que permite diminuir a carga fiscal suportada pelas empresas, é muitas vezes confundido com a evasão fiscal. No entanto, estas duas expressões respeitam a conceitos distintos. O planeamento fiscal consiste numa atividade que visa minimizar os impostos a pagar, por uma via totalmente legítima, pretendida até pelo legislador ou deixada por este como opção ao contribuinte. Enquanto na evasão fiscal, existe uma poupança fiscal que o legislador tinha intenção de cobrir mas que não se encontra expressamente prevista na lei, ou seja resulta do aproveitamento das lacunas da lei.

Por outro lado, o valor da empresa também não é de fácil definição mas, conforme vimos, pode ser definido como uma função matemática de seis efeitos económicos,

derivados de estratégias empresariais adotadas pela empresa. A estratégia operacional relacionada com o nível de atividade da empresa, nomeadamente com as operações de produção de bens e prestação de serviços. A estratégia de investimento relacionada com o nível de recursos investidos em ativos que são usados de forma produtiva. A estratégia de mercado relacionada com os aspetos de valorização do mercado. A estratégia financeira relacionada com o nível de endividamento, ou seja, com a dependência de capitais alheios. A estratégia de tributação relacionada com o nível de impostos e consequentemente com o planeamento fiscal e a estratégia de dividendos, relacionada com o nível de dividendos que a empresa distribui.

De modo a responder ao objetivo da investigação, desenvolvemos modelos de regressão linear a fim de verificar a existência de uma relação funcional entre a variável dependente (valor da empresa) e as seis variáveis independentes representativas de cada um dos efeitos. O valor da empresa foi medido, separadamente, pelo *Tobin's q* e pelo valor de mercado da empresa. O efeito operacional foi representado pela performance organizacional da empresa medida pelo seu EBIT. O efeito de investimento foi representado pela dimensão da empresa medida pelo logaritmo natural do total do ativo. O efeito de mercado foi representado pelas oportunidades de crescimento medidas pelo PER. O efeito financeiro foi representado pelo endividamento da empresa medido pelos financiamentos obtidos de médio/longo prazo. O efeito de tributação foi representado pelo planeamento fiscal que foi, também medido separadamente, pela TEI, pela subtração do resultado tributável ao resultado contabilístico e pela multiplicação pelo RAI da subtração da TEI à TIL. O efeito de dividendos foi representado pela política de distribuição de dividendos, obtido pela divisão do dividendo distribuído pelo RLA. Relativamente a cada uma das variáveis, esperávamos que a performance operacional, as oportunidades de investimento e a política de distribuição de dividendos aumentassem o valor da empresa e que a dimensão da empresa, o endividamento e o planeamento fiscal influenciassem o valor da empresa, sem sinal definido.

Os modelos de regressão linear estimados que melhor se ajustam aos dados recolhidos permitem-nos concluir que o valor das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* é influenciado de forma positiva pela performance organizacional e pelas oportunidades de crescimento, o que vai de encontro com o esperado nas hipóteses de investigação definidas. Permitem ainda concluir que o endividamento influencia o valor da empresa de forma negativa. Quanto às restantes variáveis, não foi possível aferir os efeitos da dimensão da empresa, do planeamento fiscal e da política de distribuição de dividendos no valor das sociedades.

Ao concluirmos que as oportunidades de crescimento influenciam de forma positiva o valor das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, concluirmos que o aumento do rendimento produzido pelas suas atividades operacionais leva a um aumento do valor da sociedade e conseqüentemente que as atividades operacionais da empresa são uma fonte geradora do seu valor. No mesmo sentido, o facto da performance organizacional influenciar positivamente o valor das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* significa que quanto mais o mercado valorizar o resultado das sociedades, maior o seu PER e conseqüentemente, maior o valor da sociedade.

Relativamente ao facto do endividamento influenciar de forma negativa o valor da empresa, leva-nos a acreditar que o risco associado à dívida, nomeadamente o relacionado com os custos de falência, supera os benefícios fiscais que possam resultar do aumento dos financiamentos obtidos. Conseqüentemente, existindo uma relação negativa entre o endividamento e o valor das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, leva-nos a acreditar que as sociedades financeiramente autónomas são mais valorizadas do que as sociedades mais dependentes de capitais alheios.

Quanto à dimensão da empresa e à política de distribuição de dividendos não terem influência no valor das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* leva-nos a acreditar que os investimentos realizados por aquelas sociedades em ativos que são usados de forma produtiva e na distribuição de dividendos aos seus acionistas, não são fatores importantes para a valorização das sociedades. Isto pode estar associado ao facto de se esperar que os investimentos em ativos produtivos gerem rendimentos semelhantes aos gastos incorridos no investimento, não existindo, conseqüentemente, uma valorização direta da empresa. No que respeita aos dividendos, o resultado obtido, pode estar relacionado com os custos de agência, em que os interesses dos acionistas divergem dos interesses dos gestores.

Relativamente ao planeamento fiscal também não apresentar influência no valor das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* leva-nos a acreditar que a implementação de estratégias de planeamento fiscal não é uma atividade relevante para estas sociedades, nomeadamente no que respeita à sua valorização. Isto pode estar relacionado com os custos implícitos à atividade de planeamento fiscal ou simplesmente com o facto do mercado não valorizar as variações fiscais ou o nível de impostos pagos. Alguns dos custos enumerados nos estudos anteriores, sobre esta temática, são os custos com os salários

dos profissionais que envolvem o seu tempo/esforço na atividade; os custos de transação das atividades de planeamento fiscal; os custos associados à reestruturação da empresa, caso seja necessária à implementação do esquema de planeamento fiscal concebido; o preço potencial colocado pelos acionistas, caso percebam que os gestores usam o planeamento fiscal para extrair rendimentos; e o custo associado à potencial penalidade imposta pela autoridade fiscal, caso não se esteja efetivamente perante planeamento fiscal.

A principal limitação deste estudo consiste no reduzido número de sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, no ano de 2015, o que não nos permitiu segmentar a amostra. A segmentação poderia levar-nos a resultados distintos, visto que essa é uma das justificações apontadas nos estudos anteriores para a obtenção de resultados divergentes. Os estudos empíricos mostram que a segmentação da amostra, em empresas mais e menos agressivas fiscalmente, influencia os resultados obtidos.

A limitação encontrada é sugestiva de futuras investigações, parecendo-nos interessante replicar este estudo a uma amostra de empresas não cotadas, que permita a sua segmentação. Seria também interessante replicar o estudo a outros horizontes temporais, de forma a perceber se os resultados obtidos variam de ano para ano, o que será expetável, tendo em conta a constante alteração da legislação portuguesa. Outra investigação que nos parece interessante seria analisar o efeito da crise que se tem sentido nos últimos anos na evolução do planeamento fiscal.

Bibliografia

- Abreu, R. (2016). From Accounting to Firm Value. *Procedia Economics and Finance*, 39(November 2015), 685–692. [http://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30290-8](http://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30290-8)
- Assidi, S., Aliani, K., & Omri, M. A. (2016). Tax optimization and the firm's value: Evidence from the Tunisian context. *Borsa Istanbul Review*, 16(3), 177–184. <http://doi.org/10.1016/j.bir.2016.04.002>
- AT autoridade tributária e aduaneira. (2017). *Dossier Estatístico de IRC 2013-2015*. Obtido de http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/divulgacao/estatisticas/estatisticas_ir/IRC_2013_2015/Documents/NOTAS_PREVIAS_DOSSIER_ESTATISTICO_IRC_2013_2015.pdf
- AT autoridade tributária e aduaneira. (2018). *Dossier Estatístico de IRC 2014-2016*. Obtido de http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/divulgacao/estatisticas/estatisticas_ir/IRC_2014_2016/Documents/20180314_NOTAS PREVIAS DOSSIER ESTATÍSTICO IRC 2014-2016_VF.pdf
- Ayers, B. C., Jiang, J. X., & Laplante, S. K. (2009). Taxable Income as a Performance Measure: The Effects of Tax Planning and Earnings Quality. *Contemporary Accounting Research*, 26(1), 15–54. <http://doi.org/10.1506/car.26.1.1>
- Berzkalne, I., & Zelgalve, E. (2014). Intellectual Capital and Company Value. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 110, 887–896. <http://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.934>
- Blouin, J. (2014). Defining and measuring tax planning aggressiveness. *National Tax Journal*, 67(4), 875–900.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41–61. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.02.003>
- Chen, X., Hu, N., Wang, X., & Tang, X. (2014). Tax avoidance and firm value: evidence from China. *Nankai Business Review International*, 5(1), 25–42. <http://doi.org/10.1108/NBRI-10-2013-0037>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70–74.
- Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC). Lei n.º 2/2014 de 16 de janeiro atualizada pela Lei n.º 8/2018 de 2 de março. AT autoridade tributária e

- aduaneira (Art. 87.º e 87.º-A).
- Decreto-Lei n.º 29/2008 de 25 de fevereiro. *Diário da República 1.ª série - N.º 39*. Ministério das Finanças e da Administração Pública.
- Desai, M. a, & Dharmapala, D. (2009). Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *The Review of Economics and Statistics*, 91(August), 537–546. <http://doi.org/10.1162/rest.91.3.537>
- Dyreg, S. D., Hanlon, M., & Maydew, E. L. (2008). Long-run corporate tax avoidance. *Accounting Review*, 83(1), 61–82. <http://doi.org/10.2308/accr.2008.83.1.61>
- Estatuto dos Benefícios Fiscais. Decreto-Lei N.º 108/2008, de 26 de junho atualizado pela Lei N.º 43/2018 de 9 de agosto. AT autoridade tributária e aduaneira.
- Hafkenschied, R., & Janssen, C. (2009). Does Income Tax Planning Create Value? *Tax Executive*, 61(5), 351–358.
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 127–178. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.002>
- Kiesewetter, D., & Manthey, J. (2017). Tax avoidance, value creation and CSR – a European perspective. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(5), 803–821. <http://doi.org/10.1108/CG-08-2016-0166>
- Kiss, A. (2015). Implementation of Corporate Valuation Techniques in Practice. *Annals of the University of Oradea: Economic Science*, 25(1), 831–838. Obtido de <https://doaj.org/article/00c659b1379040adb710ec73a391bc57>
- Kiss, A. (2016). Value Creation and Different Dimensions of Value in Corporate Practice. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series.*, 25(1), 651–660. Obtido de <https://doaj.org/article/6fb622a6110249d1abbeab4c203b6793>
- Koetz, C. M., Koetz, C. I., & Marcon, R. (2011). A Influência Do Incentivo No Comportamento Oportunista De Risco Moral: Uma Análise Experimental. *GESTÃO.Org: Revista Eletrônica De Gestão Organizacional*, 9(3), 615–639.
- Lestari, N., & Wardhani, R. (2015). The effect of the tax planning to firm value with moderating board diversity. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5, 315–323.
- Marcelo, J. L. M., & Quirós, J. L. M. (2002). Factores determinantes del valor bursátil de las empresas portuguesas (1991-1999). Nuevas propuestas metodológicas. *Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad*, 31(112), 495–528. <http://doi.org/10.1080/02102412.2002.10779455>
- Marôco, J. (2014). *Análise Estatística com o SPSS Statistics* (6.ª Edição). Pêro Pinheiro: ReportNumber.
- Minnick, K., & Noga, T. (2010). Do corporate governance characteristics influence tax management? *Journal of Corporate Finance*, 16, 703–718.

- <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.005>
- Oliveira, H. M. S., & Lopes, C. M. F. P. (2008). Avaliação Financeira das Empresas. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 93, 18–21.
- Pereira, M. H. de F. (2007). *Fiscalidade* (2.^a). Lisboa: Almedina.
- Pires, J. A. M. V. P. (2014). *Impacto da política de dividendos no valor das empresas portuguesas do índice PSI 20*. Universidade do Alentejo - Faculdade de Economia, Faro.
- Portaria n.º 220/2015 de 24 de julho. *Diário da República n.º 143/2015 - 1.ª série*. Ministério das Finanças.
- Regime Geral das Infrações Tributárias (RGIT). Lei N.º 15/2001 de 5 de Junho - I Série A atualizada pela Lei N.º 24/2016 de 22 de Agosto. AT autoridade tributária e aduaneira (Art. 103º).
- Ribeiro, A. M. O. (2010). *Factores determinantes do valor da empresa no mercado de capitais: evidência empírica para o PSI 20*. Obtido de <https://www.rcaap.pt/detail.jsp?id=oai:cienciapca.ipca.pt:11110/352>
- Santana, S. L. L. (2014). *Planejamento tributário e valor da firma no mercado de capitais brasileiro*. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal Of Money, Credit And Banking*, 1(1), 15–29. <http://doi.org/10.2307/1991374>
- Wahab, N. S. A., & Holland, K. (2012). Tax planning, corporate governance and equity value. *British Accounting Review*, 44(2), 111–124. <http://doi.org/10.1016/j.bar.2012.03.005>
- Wilson, R. J. (2009). An examination of corporate tax shelter participants. *Accounting Review*, 84(3), 969–999. <http://doi.org/10.2308/accr.2009.84.3.969>

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Webgrafia

<https://sabi.bvdinfo.com/> consultado entre 6 de agosto de 2017 e 26 de abril de 2018

http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/info_priv.cfm consultado entre 01 de setembro de 2017 e 19 de fevereiro de 2018

<https://www.bolsadelisboa.com.pt/cotacoes/accoes-lisboa> consultado entre 27 de dezembro de 2015 e 15 de fevereiro de 2018

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Anexos

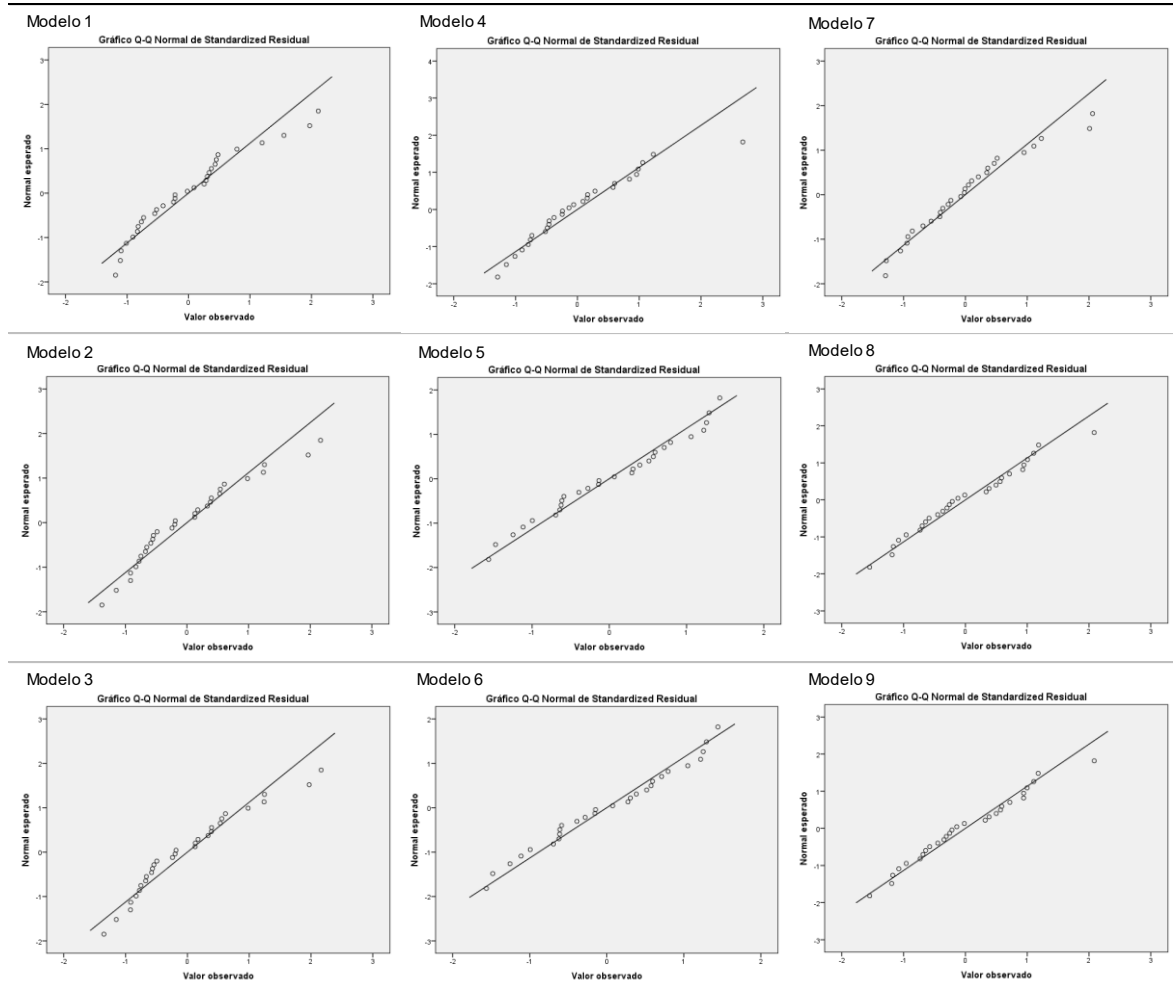
Anexo I – Sociedades incluídas na amostra

EMPRESAS	MODELOS	
	1 A 3	4 A 9
ALTRI, SGPS, S.A.	✓	✓
BANCO BPI, S.A.	✓	✓
BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A.	✓	✓
BANCO SANTANDER, S.A.	✓	✓
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	✓	✓
COFINA - SGPS, S.A.	✓	✓
COMPTA - EQUIPAMENTOS E SERVIÇOS DE INFORMÁTICA, S.A.	✓	✓
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	✓	✓
CTT - CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.	✓	✓
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	✓	✓
EDP RENOVÁVEIS, S.A.	✓	✓
ESTORIL-SOL, SGPS, S.A.	✓	✓
F.RAMADA - INVESTIMENTOS, SGPS, S.A.	✓	✓
FUTEBOL CLUBE DO PORTO - FUTEBOL, SAD	✓	✓
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	✓	✓
GLINTT - GLOBAL INTELLIGENT TECHNOLOGIES, S.A.	✓	✓
GRUPO MÉDIA CAPITAL - SGPS, S.A.	✓	✓
IBERSOL - SGPS, S.A.	✓	✓
IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO-PARÁ, S.A.	✓	✓
IMPRESA - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	✓	✓
INAPA - INVESTIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E GESTÃO, S.A.	✓	✓
JERÓNIMO MARTINS - SGPS, S.A.	✓	✓
LISGRÁFICA - IMPRESSÃO E ARTES GRÁFICAS, S.A.	x ⁽¹⁾	✓
LUZ SAÚDE, S.A.	✓	✓
MARTIFER - S.G.P.S., S.A.	✓	✓
MOTA - ENGIL, SGPS, S.A.	✓	✓
NOS, SGPS, S.A.	✓	✓
NOVABASE - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	✓	✓
PHAROL, SGPS, S.A.	✓	✓
REDITUS - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	✓	✓
REN - REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS, SGPS, S.A.	✓	✓
SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEL GLOBAIS, SGPS, S.A.	✓	✓
SDC - INVESTIMENTOS, SGPS, S.A.	✓	✓
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTÃO, SGPS, S.A.	✓	✓
SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES, S.A.	✓	✓
SONAE - S.G.P.S., S.A.	✓	✓
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	✓	✓
SONAE INDÚSTRIA, SGPS, S.A.	x ⁽²⁾	x ⁽²⁾
SONAECOM - S.G.P.S., S.A.	✓	✓
SPORT LISBOA E BENFICA - FUTEBOL, SAD	✓	✓
SPORTING CLUBE DE PORTUGAL - FUTEBOL, SAD	x ⁽¹⁾	✓
SUMOL+COMPAL, S.A.	✓	✓
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	✓	✓
THE NAVIGATOR COMPANY, S.A.	✓	✓
TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.	✓	✓
VAA - VISTA ALEGRE ATLANTIS, SGPS, S.A.	✓	✓
TOTAL DE EMPRESAS CONSIDERADAS	43	45

(1) Empresa excluída por não ser possível calcular o valor da empresa pela opção 1

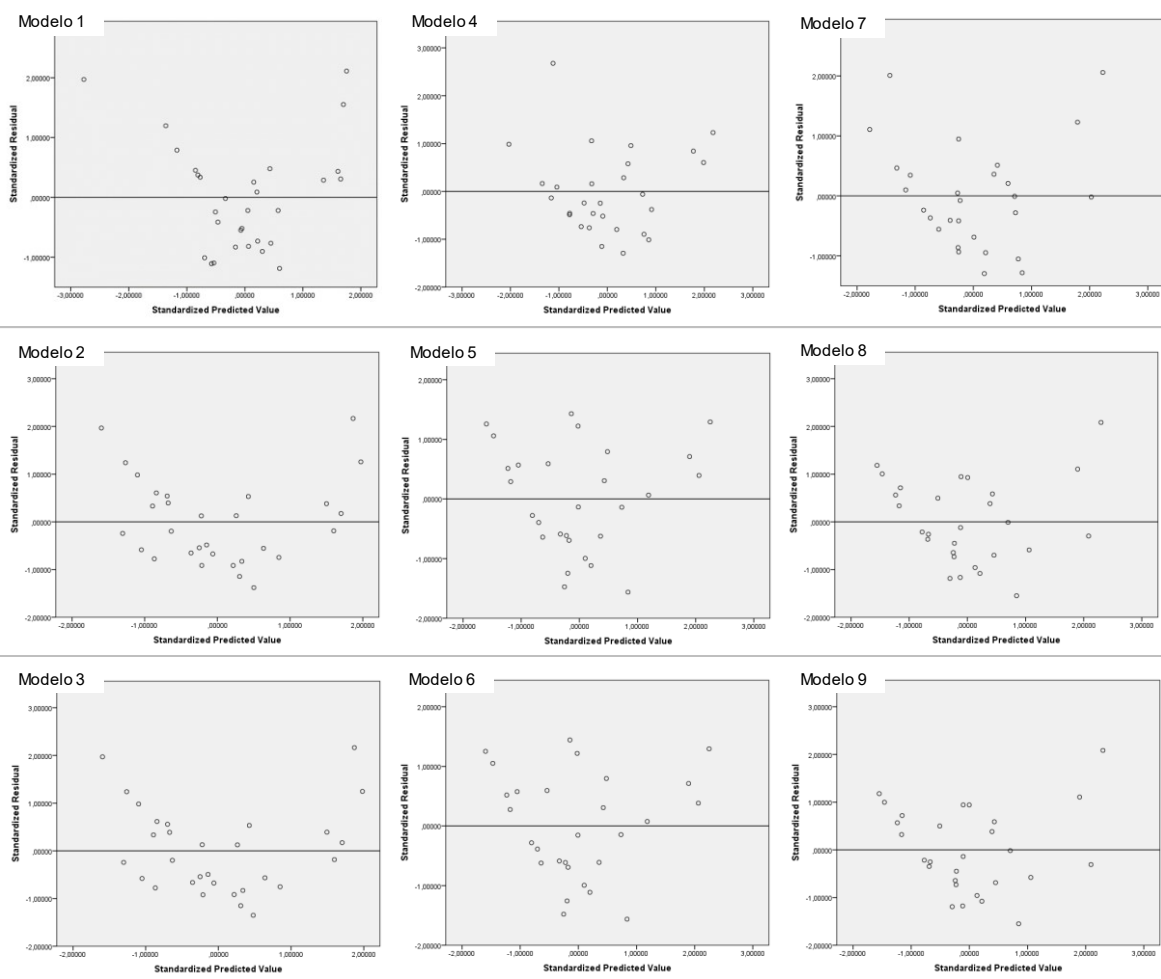
(2) Empresa excluída por ser identificada como *outlier* extremo

Anexo II – Gráficos de probabilidade normal



Notas: Gráficos de probabilidade normal gerados, para cada um dos modelos estimados, onde no eixo das abcissas se representa a probabilidade observada acumulada dos erros, e no eixo das ordenadas se representa a probabilidade acumulada que se observaria se os erros possuísem distribuição normal.

Anexo III – Diagramas de dispersão



Notas: Diagramas de dispersão dos resíduos, contra os valores previstos da variável dependente, gerados para cada um dos modelos estimados.