

Research paper

A influência do planeamento fiscal no valor da empresa

Submitted in 4, September 2018

Accepted in 12, November 2018

Evaluated by a double blind review system

CÁTIA GASPAR¹
CRISTINA SÁ²
HELENA ALVES³

Resumo

Objetivo: Estudar o impacto da existência de mecanismos de planeamento fiscal no valor da empresa, sendo um tema relevante, visto que o planeamento fiscal pode representar uma atividade onerosa e a relação custo-benefício não ser favorável à empresa.

Metodologia: Com suporte na revisão da literatura em torno dos conceitos de planeamento fiscal, de valor da empresa e dos resultados obtidos foi desenvolvido um modelo de regressão linear para analisar o efeito da implementação de estratégias de planeamento fiscal no valor da empresa. A amostra é composta pelas empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e o estudo incide no ano de 2015.

Resultados: O modelo estimado permite-nos concluir que o valor das empresas é influenciado de forma positiva pela performance organizacional e pelas oportunidades de crescimento e de forma negativa pelo endividamento. Não foi possível aferir dos efeitos das variáveis dimensão da empresa, planeamento fiscal e política de distribuição de dividendos. Assim, o modelo estimado não permite concluir sobre a influência da implementação de estratégias de planeamento fiscal por parte das empresas.

Limitações da investigação: As conclusões de estudos anteriores, aplicados a diferentes amostras, sobre esta temática, não são unânimes entre si, sendo uma das justificações apontadas para a obtenção de resultados divergentes, a segmentação da amostra. No entanto, no nosso estudo, tal não foi possível, devido ao número reduzido de empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, no ano de 2015.

Originalidade: Amostra constituída maioritariamente por empresas portuguesas, cotadas em bolsa e estudo multidisciplinar que junta a temática da fiscalidade com a das finanças.

Palavras-chave: Planeamento fiscal; evasão fiscal; valor da empresa.

¹ Escola de Tecnologia e Gestão de Leiria (ESTG) do Instituto Politécnico de Leiria. E-mail: 2140014@my.ipleiria.pt.

² Escola de Tecnologia e Gestão de Leiria (ESTG) do Instituto Politécnico de Leiria. E-mail: cristina.sa@ipleiria.pt.

³ Escola de Tecnologia e Gestão de Leiria (ESTG) do Instituto Politécnico de Leiria. E-mail: helena.alves@ipleiria.pt

1. Introdução

A atividade de planeamento fiscal merece cada vez mais atenção por parte das empresas, uma vez que os impostos representam um custo significativo para as empresas e uma redução nos *cash flows* disponíveis para a empresa e para os investidores, verificando-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 (S. Chen, Chen, Cheng, & Shevlin, 2010). No entanto, os benefícios do planeamento fiscal têm vindo a ser questionados, uma vez que, apesar de a redução dos impostos potencializar o aumento do resultado líquido, existem custos que podem impedir a maximização dos lucros após impostos através do planeamento fiscal (S. Chen et al., 2010; X. Chen, Hu, Wang, & Tang, 2014; Kiesewetter & Manthey, 2017; Santana, 2014; Wahab & Holland, 2012).

Estudos diretamente relacionados com 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, enquanto X. Chen et al. (2014); Santana (2014) e Wahab e Holland (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. Estes resultados opostos poderão estar associados ao facto dos estudos se aplicarem a amostras de países diferentes e não segmentarem as mesmas, aplicarem modelos que incorporam variáveis distintas e incidirem em momentos temporais divergentes, conforme descrito na revisão da literatura.

Assim, o objetivo geral do presente estudo é verificar se o planeamento fiscal influencia o valor da empresa e se essa relação é positiva ou negativa para uma amostra de empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. Daremos assim um contributo para as empresas perceberem se é ou não vantajoso investirem em mecanismos de planeamento fiscal, do ponto de vista da valorização da empresa, 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.

O estudo procede então, no ponto 2, com a apresentação da revisão da literatura sobre a temática em análise. Após, no ponto 3, apresentamos a metodologia de investigação. No ponto 4, apresentamos todos os resultados obtidos e terminamos no ponto 5, com as conclusões finais, as limitações sentidas no estudo e sugestões de linhas de pesquisa para investigações futuras.

2. Revisão de literatura

2.1. O planeamento fiscal e o valor da empresa

O tema do planeamento fiscal tem sido incorporado em investigações científicas, merecendo cada vez mais atenção por parte dos investigadores, sendo na sua maioria 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). Assim, não existe a distinção entre planeamento e evasão fiscal e os autores mencionados enfatizam que a evasão/planeamento fiscal não implicam que as empresas se envolvam em algo impróprio, ilegal ou antiético, referindo que existem inúmeras disposições na lei que permitem e/ou encorajam as empresas a reduzirem os seus impostos, existindo ainda

múltiplas áreas em que a lei não é clara, permitindo aos contribuintes a opção pelo comportamento que lhe for mais favorável.

No entanto, planeamento fiscal e evasão fiscal são conceitos distintos. De acordo com Pereira (2007) temos que 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.

Berzkalne e Zelgalve (2014) referem que a maximização do valor da empresa é um dos principais objetivos comum a todas as empresas, no entanto, o cálculo do valor da empresa não é fácil, uma vez que, referindo também o estudo de Kiss (2016), o valor a atribuir a cada empresa 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.

No presente estudo vamos de encontro com a conclusão de Abreu (2016) que define o valor da empresa como uma função matemática de seis efeitos económicos, nomeadamente, o operacional, o investimento, o mercado, o financeiro, os impostos e os dividendos, derivados de estratégias corporativas adotadas pela empresa. Assim, o nosso modelo estatístico é composto por seis variáveis independentes, exatamente representativas destes efeitos económicos e nas quais se baseiam as nossas hipóteses de investigação.

Os benefícios do planeamento fiscal têm vindo a ser questionados, uma vez que, existem custos que podem impedir a maximização dos lucros após impostos através do planeamento fiscal. S. Chen et al. (2010); X. Chen et al. (2014); Kiesewetter e Manthey (2017); Santana (2014) e Wahab e Holland (2012) mencionam nas suas investigações alguns desses custos, 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 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.

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 discordâncias 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, 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.

2.2. Principais estudos e conclusões

Num estudo de caráter teórico, Hafkenscheid e Janssen (2009) argumentam que, apesar dos investidores não prestarem muita atenção aos lucros depois de impostos quando valorizam uma empresa, o planeamento fiscal potencia a criação de valor para as empresas, mas o nível de valor criado depende obrigatoriamente do tipo de planeamento realizado.

Desai e Dharmapala (2009) também investigaram em que grau, os investidores, valorizam a atividade da evasão fiscal, tendo concluído que o efeito da evasão 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 a evasão 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, os autores já encontraram um efeito significativo positivo da evasão fiscal no valor das empresas mas apenas das bem governadas, o qual é consistente com a hipótese de que os problemas de agência diminuem os benefícios da evasão fiscal, para os investidores.

Assidi et al. (2016) e Lestari e Wardhani (2015) também encontraram evidências de que existe um relacionamento positivo entre o planeamento fiscal e o valor da empresa, incidindo o estudo dos primeiros autores numa amostra de empresas tunisinas e num período de 11 anos, desde o ano 2000 ao 2010 e o estudo dos segundos autores numa amostra de empresas cotadas na bolsa de valores da Indonésia (IDX) e nos anos de 2010 e 2011.

Com conclusões opostas às referidas nos parágrafos anteriores, temos os estudos de X. Chen et al. (2014); Santana (2014) e Wahab e Holland (2012) onde se verificou uma relação negativa entre o planeamento fiscal e o valor da empresa em amostras de empresas cotadas na China (período entre 2001 e 2009); cotadas no mercado de capitais brasileiro (período de 2007 a 2012) e cotadas na bolsa de valores de Londres (período de 2005 a 2007), respetivamente em cada um dos estudos. Justificam os autores, que este resultado é consistente com as preocupações dos investidores relacionadas com o facto do planeamento fiscal poder ocultar o comportamento da gestão de resultados eventualmente realizada pelos gestores e ainda relacionadas com o risco moral e outros riscos relacionados, por exemplo, com a inspeção ou investigação pelas autoridades fiscais. De salientar ainda que, contrariamente ao que acontece no estudo de Wahab e Holland (2012), X. Chen et al. (2014) concluíram que a relação negativa pode ser atenuada pela transparência da informação, justificando-se no facto das empresas chinesas apresentarem graves problemas de agência devido aos imperfeitos mecanismos de governo das sociedades.

Conforme exposto, identificámos quatro investigações em que os autores concluem que o planeamento fiscal aumenta o valor da empresa e três investigações que concluem o contrário, ou seja, que o planeamento fiscal diminui o valor da empresa. Divergente de ambas as relações, identificámos um estudo que incidiu no período de 2005 a 2014 e em empresas pertencentes a 20 países europeus, em que Kiesewetter e Manthey (2017) não encontraram, evidência estatística significativa, entre o planeamento fiscal e o valor da empresa e por esse motivo acreditam que o planeamento fiscal não é compensatório e que as empresas devem reconsiderar as suas atividades de planeamento fiscal.

2.3. Medidas do planeamento fiscal

Nas investigações que incidimos a nossa revisão da literatura, existem uma série de medidas utilizadas para o planeamento fiscal, apresentado cada uma delas, vantagens e desvantagens/limitações.

A taxa efetiva de imposto (TEI) que é obtida pela divisão do gasto total de impostos pelo resultado antes de impostos (RAI) e que reflete o planeamento fiscal através das diferenças permanentes entre a contabilidade e a fiscalidade (DP), foi utilizada nos estudos de Assidi et al. (2016) e Kiesewetter e Manthey (2017). Adicionalmente, identificámos outros autores (Ayers, Jiang, & Laplante, 2009; Dyreng et al., 2008) que a utilizaram mas que referem que, apesar da sua grande vantagem relacionada com a fácil obtenção, a TEI tem limitações, uma vez que é também usada para medir a evasão fiscal; 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; é baseada apenas em um ano, podendo existir variações significativas de ano para ano nas taxas efetivas de imposto, que podem ocultar conclusões sobre a evasão fiscal das empresas e o gasto de impostos é composto pela soma do gasto corrente de impostos mais o gasto de impostos diferidos em que os impostos diferidos representam impostos que vão ser pagos ou deduzidos, no futuro como resultado da reversão de diferenças temporárias entre a contabilidade e a fiscalidade (DT).

A solução apresentada por Ayers et al. (2009) e Dyreng et al. (2008) para ultrapassarem as limitações subjacentes ao uso da TEI, foi o cálculo através de impostos efetivamente pagos, evidenciados na demonstração de fluxos de caixa ou nas notas às demonstrações financeiras e durante longos períodos de tempo, ou seja, ao longo de 5 e 10 anos, respetivamente, em cada um dos estudos. Para isto, são somados os totais de impostos pagos ao longo do período e divididos pela soma dos seus RAI ao longo do mesmo período, o que permite uma certa compensação das situações cujo desfecho é incerto. Desta forma têm uma medida alternativa à evasão fiscal e que deixa de incluir os impostos diferidos. Esta taxa de imposto efetivamente paga reflete assim o planeamento fiscal através de ambas as diferenças, permanentes e temporárias, entre a contabilidade e a fiscalidade (S. Chen et al., 2010). No entanto, conforme mencionado por Blouin (2014), considerando a solução descrita, temos um numerador baseado numa medida de pagamento e um denominador baseado nos princípios contabilísticos geralmente aceites.

Outra medida comumente utilizada para a evasão fiscal e conseqüentemente para o planeamento fiscal é a diferença entre o RAI e o resultado tributável considerada nas investigações elaboradas por Desai e Dharmapala (2009) e Santana (2014). No entanto, os autores referem que esta medida não reflete necessariamente as atividades de evasão fiscal e que reflete 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. Em X. Chen et al. (2014) também utilizaram esta medida mas com ajustamentos e ainda duas medidas adicionais alternativas, sendo uma delas composta pela subtração entre a taxa de imposto legal prevista no país em estudo (TIL) e a TEI.

Em contraste com aquela medida 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. 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 das despesas fiscais estrangeiras 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 que não representam necessariamente planeamento fiscal, por exemplo, impostos diferidos relativos a subsídios / depreciações / revalorizações.

Em alternativa, no seu quarto modelo, Wahab e Holland (2012) utilizaram como medida do planeamento fiscal, a TEI reconciliada que construíram 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, e que é 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.

2.4. Medidas do 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. 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 obtido pelo valor contabilístico 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) começaram por usar 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 contabilístico, 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 evasão 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.

O *Tobin's q* é ainda considerado no estudo de X. Chen et al. (2014) para medirem 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, obtido pela divisão do valor de mercado da empresa pelo valor contabilístico do total dos ativos.

Na investigação de Assidi et al. (2016) o valor da empresa também constitui a variável dependente, no entanto, não é medida nem pelo *Tobin's q*, nem pelo valor de mercado do capital da empresa mas sim pelo Retorno sobre os ativos (ROA), uma vez que de acordo com pesquisas levadas a cabo por aqueles autores, 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 números contabilísticos, mencionada por Kiss (2015) está relacionada com facto de ser abrangente, fácil de determinar e perceber e ser diretamente comparável com diferentes empresas. No entanto, aquele mesmo autor refere que 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.

3. Metodologia de investigação

A metodologia adotada no presente estudo 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. Variáveis

3.1.1 Variável dependente

A variável dependente do modelo de regressão desenvolvido é o valor da empresa e tendo em conta as medidas utilizadas em estudos anteriores, apresentadas no ponto 2.3.3, a que melhor se ajusta aos dados recolhidos é o valor de mercado da empresa com referência a 31.dez.2015. Assim, a nossa variável dependente é obtida pela multiplicação da cotação de fecho, a 31.dez.2015, pelo número de ações ordinárias em circulação e depois a dividir, o resultado obtido, pelo total do ativo (Desai & Dharmapala, 2009).

3.1.2 Variável independente

O valor da empresa pode ser definido como uma função matemática de seis efeitos económicos, o efeito operacional, de investimento, de mercado, financeiro, de tributação

e dividendos, motivo pelo qual consideramos seis variáveis independentes representativas de cada um dos efeitos.

O RAI obtido diretamente da demonstração de resultados tem sido incluído, só por si, como variável independente nos estudos de base à nossa investigação (Desai & Dharmapala, 2009; Kiesewetter & Manthey, 2017; Lestari & Wardhani, 2015; Wahab & Holland, 2012). No entanto, no nosso modelo, para incluirmos o efeito operacional, relacionado com o nível da atividade da empresa, consideramos a performance organizacional medida, não pelo RAI, mas pelo resultado antes de juros e impostos, usualmente denominado por *earnings before interest and taxes* (EBIT) e dividimos o EBIT pelo total do ativo para ficarmos com a variável devidamente dimensionada. Isto porque o EBIT é também conhecido pelo resultado operacional da empresa e consequentemente é mais adequado para medir o efeito operacional do que o RAI, que é influenciado pelo efeito financeiro, sendo este último efeito medido por outra variável independente, conforme exposto abaixo.

O efeito de investimento está relacionado com os recursos empregados em ativos da empresa, estando diretamente relacionado com a sua dimensão e por isso é medido pelo logaritmo natural do total do ativo (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 tal como referido por Assidi et al. (2016) o investimento é a fonte fundamental do valor da empresa e do crescimento da economia, referindo inclusivamente que no contexto Tunisiano, o estado promulgou o código dos incentivos e benefícios garantidos para as empresas que aumentassem os investimentos. 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.

O efeito de mercado, conforme evidenciado em Abreu (2016) está relacionado com o rácio entre os dados de mercado e os dados contabilísticos, motivo pelo qual é medido pelas oportunidades de crescimento, ou seja, pelo *Price to Earnings Ratio* (PER) que 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.

O efeito financeiro está diretamente relacionado com o endividamento da empresa e é calculado pela divisão dos financiamentos obtidos de médio/longo prazo pelo total do ativo, no pressuposto de que os empréstimos financeiros representam uma fonte importante de financiamento, na maior parte das empresas, e consequentemente uma fonte de benefícios fiscais, tendo em conta que os juros são, salvo exceções, dedutíveis fiscalmente o que provoca um aumento dos gastos fiscais e consequentemente um aumento do resultado da empresa (Assidi et al., 2016; S. Chen et al., 2010; X. Chen et al., 2014; Desai & Dharmapala, 2009; Dyreng et al., 2008; Lestari & Wardhani, 2015; Santana, 2014; Wahab & Holland, 2012; Wilson, 2009).

O efeito da tributação está relacionado com o nível de impostos e no nosso modelo está representado pelo planeamento fiscal. Entre as medidas apresentadas a medida de planeamento fiscal que melhor se ajusta aos dados recolhidos é a diferença entre o resultado contabilístico e o resultado tributável. Assim, o planeamento fiscal utilizado no nosso modelo foi obtido pelo RAI menos o resultado tributável e depois a dividir o resultado pelo total do ativo, sendo o resultado tributável obtido pela divisão do imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (IRC) pela TIL (S. Chen et al., 2010; X. Chen et al., 2014; Desai & Dharmapala, 2009; Santana, 2014; Wilson, 2009).

Conforme referido por Abreu (2016), o efeito de dividendos está relacionado com o nível de dividendos, estabelecido por cada empresa e é um instrumento tradicional entre a empresa e o investidor. Assim, é medido pelo *payout*, ou seja, pela política de distribuição de dividendos que é obtida pela divisão do dividendo distribuído pelo RLA. Wahab e Holland (2012) também consideraram a variável dividendo no seu modelo com o intuito de variável de controlo, principalmente no que respeita a assimetria de informações e custos de agência.

Estando todas as variáveis a usar devidamente identificadas, sintetizamos, na tabela seguinte, cada uma delas, indicando a sua descrição e respetiva medida.

Tabela 1. Variáveis

Variável	Descrição	Medida
VE	Valor da Empresa	(Cotação ações da empresa 31.dez.2015 x N° ações em circulação) / Ativo
PO	Performance Organizacional	EBIT / Ativo
DE	Dimensão da Empresa	ln do Ativo
PER	Oportunidades de crescimento	Cotação ações da empresa 31.dez.2015 / (RLP / N° ações em circulação)
END	Endividamento	Financiamentos obtidos de médio e longo prazo / Ativo
PF	Planeamento Fiscal	[RAI - (IRC / TIL)] / Ativo
PAYOUT	Política de distribuição de dividendos	Dividendos por ação / RLA

Fonte: Autores.

3.2. Hipóteses de investigação

Com base no nosso objeto de estudo principal, ou seja, o teste da influência do planeamento fiscal no valor da empresa e das restantes variáveis que, além do planeamento fiscal, consideramos que podem influenciar o valor da empresa, vamos testar seis hipóteses de investigação para o segmento de empresas definido no ponto 3.5.

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

Hipótese 2: O valor da empresa é influenciado positivamente pela sua dimensão.

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

Hipótese 4: O valor da empresa aumenta com o aumento do endividamento.

Hipótese 5: A existência de mecanismos de planeamento fiscal está associada a um valor da empresa mais elevado.

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

3.3. O modelo de regressão linear

Para testarmos a influência do planeamento fiscal no valor da empresa recorreremos à elaboração de um modelo de regressão linear múltipla. Este modelo foi elaborado com base em pressupostos de validação, que nos permitem estudar a existência ou não de uma relação linear entre as variáveis escolhidas. Assim, para validarmos o conjunto de hipóteses definidas, formulámos a seguinte regressão linear múltipla:

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

i: Empresa *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.

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, no ano de 2015, incidindo neste ano por 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. No entanto, em algumas empresas, as rubricas de IRC e RLP assumem valores negativos na nossa data de referência, o que torna as variáveis planeamento fiscal e oportunidades de crescimento, incoerentes. Nestes casos, Ayers et al. (2009); S. Chen et al. (2010); Dyreng et al. (2008) e Wahab e Holland (2012) excluíram as empresas da sua amostra, no entanto, no nosso estudo, tal não foi possível, visto que estamos a trabalhar com uma amostra muito reduzida.

Assim, nas empresas em que o IRC é negativo, não considerámos qualquer valor na variável planeamento fiscal, uma vez que nesses casos as empresas apresentam imposto a receber e não imposto a pagar, não existindo por isso um rendimento tributável. Nos RLP negativos, utilizados no cálculo das oportunidades de crescimento, optámos por considerar a média dos últimos seis anos, quando a mesma resultasse num valor positivo e por não considerar qualquer valor na variável, nas empresas em que a média resultasse num valor negativo.

Seguindo Santana (2014) utilizámos dados consolidados para todas as empresas que tinham disponíveis demonstrações financeiras consolidadas, nas restantes baseamo-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.

O tratamento de todos os dados foi realizado com recurso à versão 22 do software informático *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS), do qual foi possível obter os resultados expostos no ponto 4, que foram gerados após efetuarmos uma análise preliminar dos dados recolhidos, que sustentou a eliminação de observações suspeitas. Estas observações são usualmente designadas por *outliers* e são observações que são discrepantes das restantes e por esse motivo podem influenciar negativamente 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. 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 mantermos o máximo de empresas possível na nossa amostra, devido ao número reduzido da mesma.

3.5. Amostra

O presente estudo incide numa amostra constituída por 45 empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, no final do ano de 2015. A escolha recai sobre empresas cotadas, uma vez que, tal como mencionado por Minnick e Noga (2010) são as grandes empresas que gerem os seus impostos de forma mais eficaz, sendo também estas empresas que podem despende avultados recursos no planeamento fiscal.

4. Resultados

4.1. Estatística descritiva

A estatística descritiva das variáveis incluídas no nosso estudo apresenta-se na tabela 2, seguinte, e permite caracterizar a nossa amostra. Conforme exposto, o número de observações é diferente em cada uma das variáveis, pelas razões já mencionadas, nomeadamente existência de *outliers* extremos e de observações incoerentes que foram eliminados.

Tabela 2. Estatística descritiva

	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Valor da Empresa	45	0,3703	0,3888	0,0150	1,4155
Performance Organizacional	44	0,0394	0,0511	-0,1115	0,1408
Dimensão da Empresa	45	20,6927	2,1736	16,8774	27,9239
Oportunidades de crescimento	31	11,0499	6,7589	0,2649	25,7616
Endividamento	45	0,2788	0,1948	0,0004	0,7918
Planeamento Fiscal	41	-0,0108	0,0254	-0,0826	0,0417
Política de distribuição de dividendos	43	0,2977	0,4294	0,0000	1,9010

Fonte: Autores.

Da estatística descritiva obtida para as oportunidades de crescimento, concluímos que, em média, o mercado valoriza 11 vezes cada unidade monetária do resultado líquido das empresas incluídas na nossa amostra.

Quanto ao planeamento fiscal, verifica-se que a sua média é negativa, o que significa que o resultado tributável é, em média, superior ao resultado contabilístico. Isto leva-nos a crer que em média as empresas da nossa amostra não praticam planeamento fiscal, uma vez que seria expectável que a aplicação de mecanismos de planeamento fiscal proporcionasse um resultado tributável inferior ao resultado contabilístico e consequentemente um planeamento fiscal a assumir valor positivo, o que não acontece.

Importa ainda salientar que, em média, as empresas que constituem a nossa amostra, distribuem, aos acionistas, 30% dos seus resultados.

4.2. Coeficiente de correlação de Pearson

Na tabela 3 conseguimos verificar a intensidade e a direção da correlação/associação do tipo linear existente entre as variáveis. Assim, pelo exposto, verifica-se a existência de correlações moderadas entre o valor da empresa e a performance organizacional (coeficiente de 0,453) e entre o valor da empresa e as oportunidades de crescimento (coeficiente de 0,378) e correlação forte entre o valor da empresa e a política de distribuição de dividendos (coeficiente de 0,629), que são resultados esperados, tendo em conta a definição atribuída ao valor da empresa por Abreu (2016) e que adotámos no presente estudo.

Além daquelas correlações já expectáveis, verifica-se apenas a existência de correlações moderadas entre a performance organizacional e a política de distribuição de dividendos

(coeficiente de 0,426); a dimensão da empresa e o endividamento (coeficiente de 0,295) e a dimensão da empresa e o planeamento fiscal (coeficiente de 0,355). Consequentemente observa-se a ausência de correlações fortes entre as variáveis independentes que possam influenciar os resultados obtidos.

Tabela 3. Coeficientes de correlação de Pearson

	VE	PO	DE	PER	END	PF	PAYOUT
VE	1,000						
PO	0,453**	1,000					
DE	0,115	0,063	1,000				
PER	0,378*	0,097	0,090	1,000			
END	-0,282	0,059	0,295*	-0,054	1,000		
PF	-0,003	0,133	0,355*	-0,224	0,033	1,000	
PAYOUT	0,629**	0,426**	0,278	0,243	-0,185	-0,068	1,000

Notas: Na tabela constam os coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis consideradas no modelo estimado. A variável dependente é o valor da empresa (VE). As variáveis independentes são a performance organizacional (PO); a dimensão da empresa (DE); as oportunidades de crescimento (PER); o endividamento (END); o planeamento fiscal (PF) e a política de distribuição de dividendos (PAYOUT). Os níveis de significância são indicados por * e ** que representam o nível de 5% e 1%, respetivamente.

Fonte: Autores.

4.3. Modelo de regressão linear

O modelo de regressão linear múltipla foi estimado pelo método dos mínimos quadrados, usando o método *Enter* como método de seleção de variáveis, uma vez que pretendíamos incluir todas as seis variáveis independentes descritas no ponto 3.1.2.

4.3.1. Análise de variância do modelo

Após a obtenção do modelo, começamos por avaliar se alguma das variáveis independentes pode ou não influenciar a variável dependente, tendo concluído com base na ANOVA da regressão que, pelo menos, uma das variáveis independentes, que estamos a considerar, no nosso modelo, possui um efeito significativo na variação do valor da empresa e que o modelo ajustado aos dados é significativo. No entanto, tal como mencionado por Marôco (2014), apenas com esta análise, 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 o modelo ajustado, encontram-se na tabela 4, seguinte. Incluímos também, na mesma tabela, os valores da estatística do teste *t-Student* aos coeficientes de regressão e a conclusão, com base naquela estatística e num nível de significância de 0,05, se as variáveis independentes têm ou não influência na nossa variável dependente.

Tabela 4. Coeficientes de regressão, p-value do teste t-Student e conclusões respectivas

	Coeficiente	P value	Influência significativa
Constante	-1,098	0,029	Sim
Performance Organizacional	6,984	0,000	Sim
Dimensão da Empresa	0,043	0,083	Não
Oportunidades de crescimento	0,025	0,000	Sim
Endividamento	-0,649	0,019	Sim
Planeamento Fiscal	0,764	0,684	Não
Política de distribuição de dividendos	0,222	0,131	Não

Fonte: Autores.

Tendo então por base o teste *t-Student* concluímos que, a performance organizacional (*p-value* = 0,000), as oportunidades de crescimento (*p-value* = 0,000) e o endividamento (*p-value* = 0,019) têm influência significativa no valor da empresa, enquanto a dimensão da empresa (*p-value* = 0,083), o planeamento fiscal (*p-value* = 0,684) e a política de distribuição de dividendos (*p-value* = 0,131) não têm influência significativa no valor da empresa. Isto para um nível de significância de 0,05.

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* respetivos podem ser afetados pelo número de variáveis no modelo, 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.

4.3.3. Coeficientes de determinação

Examinando o coeficiente de determinação obtido para o modelo estimado ($R^2 = 0,836$), podemos efetivamente concluir que existe um bom ajustamento do modelo aos dados. Mesmo se considerarmos o coeficiente de determinação ajustado ($R^2_a = 0,789$), que de acordo com Marôco (2014) é um melhor estimador da qualidade do ajustamento do modelo aos dados do que o R^2 , também concluímos que o modelo tem um bom ajustamento aos dados, podendo dizer-se que 78,9% da variabilidade total do valor da empresa é explicada pelas variáveis independentes presentes no modelo de regressão linear ajustado.

4.3.4. Validação dos pressupostos do modelo

O modelo de regressão linear que obtivemos só pode ser usado na inferência de relações funcionais entre o valor da empresa e as variáveis independentes se um conjunto de pressupostos forem respeitados, nomeadamente se os erros/resíduos possuírem distribuição normal de média zero, possuírem variância constante e forem independentes e aleatórios e as variáveis independentes forem ortogonais, ou seja, não estiverem correlacionadas, ou e quanto muito apresentarem correlações fracas (Marôco, 2014).

Assim, com recurso aos testes de Kolmogorov-Smirnov e de Shapiro-Wilk, ao gráfico de probabilidade normal (QQ-plot dos resíduos), ao diagrama de dispersão entre os valores previstos (standardizados) e os valores residuais (standardizados) e ainda aos fatores de inflação da variância (VIF) obtidos para cada uma das variáveis independentes, concluímos que os pressupostos do modelo foram respeitados.

4.4. Validação do teste de hipóteses

Tendo em conta os resultados constantes na tabela 4, procedemos, ao teste de hipóteses para cada uma das hipóteses de investigação formuladas no ponto 3.2.

Na hipótese 1 pretendíamos testar se o valor da empresa é influenciado positivamente pela performance organizacional, o que de facto se verifica [$B = 6,984$ e $p\text{-value} = 0,000$]. Isto significa que se o EBIT da empresa aumentar, prevê-se que o valor da empresa também aumente, resultado coincidente com o obtido nos estudos de Kiesewetter e Manthey (2017); Lestari e Wardhani (2015) e Wahab e Holland (2012).

A hipótese 2 definida por o valor da empresa ser influenciado positivamente pela sua dimensão não é validada, uma vez que a variável dimensão da empresa não é estatisticamente significativa, visto que o $p\text{-value}$ do teste efetuado (0,083) é superior ao nível de significância considerado (0,05). Assim, não temos evidência estatística que nos permita concluir que os investimentos realizados pela empresa 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).

Na hipótese 3 pretendíamos 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 quanto maior o valor de mercado da ação comparativamente com o seu valor contabilístico, maior o valor da empresa. Este resultado vai de encontro com o descrito no estudo de Oliveira e Lopes (2008).

Na hipótese 4 pretendíamos testar se o valor da empresa aumenta com o aumento do endividamento, uma vez que tal como referido anteriormente, o aumento do endividamento, aumenta os juros a pagar e consequentemente, salvo exceções, aumentam os gastos fiscais. Os resultados mostram a confirmação de uma relação significativa entre o valor da empresa e o endividamento mas em sentido negativo [$B = -0,649$ e $p\text{-value} = 0,019$], 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, existem outros fatores que fazem com o valor da empresa diminua quando o seu endividamento aumenta.

A hipótese 5 definida por a existência de mecanismos de planeamento fiscal estar associada a um valor da empresa mais elevado não é validada, uma vez o $p\text{-value}$ (0,684) supera o nível de significância (0,05). Consequentemente não temos evidência suficiente que nos permita concluir que o valor da empresa é influenciado pelos mecanismos de planeamento fiscal, resultado semelhante ao encontrado por Kiesewetter e Manthey (2017).

Na hipótese 6 pretendíamos 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 $p\text{-value}$ (0,131) também é superior ao nível de significância (0,05). Assim, não temos evidência estatística que nos permita concluir que

os dividendos distribuídos influenciam o valor da empresa. Este resultado vai de encontro com os resultados obtidos nos estudos de Pires (2014) e Wahab e Holland (2012).

5. Conclusão

A temática da influência do planeamento fiscal no valor da empresa tem sido abordada por diversos autores em diferentes amostras, no entanto, as suas conclusões não são unânimes. Existem estudos que mostram que o planeamento fiscal contribui para o aumento do valor da empresa, mas outros concluem no sentido de um efeito negativo. Adicionalmente, existem estudos que não validaram a hipótese de o planeamento fiscal influenciar o valor da empresa. Assim, no presente estudo pretende-se verificar se o planeamento fiscal influencia o valor da empresa, numa amostra constituída por empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e para o ano de 2015.

A originalidade deste estudo residiu no facto de a amostra ser maioritariamente constituída por empresas portuguesas, cotadas em bolsa e de ser um estudo multidisciplinar que junta a temática da fiscalidade com a das finanças. Este estudo contribui para que a comunidade académica e o meio empresarial tenham a perceção sobre a influência de mecanismos de planeamento fiscal no valor da empresa. Esta análise é relevante porque o planeamento fiscal pode, efetivamente, representar uma atividade onerosa e a relação custo-benefício não ser compensatória.

Na literatura a atividade de planeamento fiscal não tem uma definição exata mas é consensual que permite diminuir o encargo fiscal suportado pelas empresas. Por outro lado, o valor da empresa também não é de fácil definição mas pode ser definido como uma função matemática de seis efeitos económicos, nomeadamente, o operacional, o investimento, o mercado, o financeiro, os impostos e os dividendos. O modelo base de regressão linear desenvolvido é composto por seis variáveis independentes representativas de cada um dos efeitos (performance organizacional, dimensão da empresa, PER, endividamento, planeamento fiscal e payout).

Os resultados obtidos permitem-nos concluir que o valor das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* é influenciado de forma positiva pela performance organizacional e pelas oportunidades de crescimento, corroborando as hipóteses de investigação definidas. Contrariamente ao esperado, o nível de endividamento influencia o valor da empresa de forma negativa. Este resultado pode ser suportado pela forte dependência das empresas de capitais alheios. 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 da empresa. Assim, o modelo estimado mostra que a implementação de estratégias de planeamento fiscal por parte das empresas não influencia o valor da empresa. Tal pode estar relacionado com o facto da atividade de planeamento fiscal não ser relevante nas empresas que constituem a nossa amostra. Consequentemente, para a nossa amostra não podemos concluir no sentido de que o planeamento fiscal contribui para o aumento ou para a diminuição do valor da empresa.

A principal limitação deste estudo consiste no número reduzido de empresas 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 é analisar o efeito da crise que se tem sentido nos últimos anos, na evolução do planeamento fiscal.

Notas

¹ Conforme referido, no 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 analisar.

Referências bibliográficas

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>

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>

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>

Hafkenscheid, R., & Janssen, C. (2009). Does Income Tax Planning Create Value? *Tax Executive*, 61(5), 351–358.

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>

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.

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.

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.

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>