

MESTRADO

FINANÇAS E FISCALIDADE

Os Incentivos Fiscais e o Valor Futuro das Empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa: uma análise financeiro-reputacional

Francisco Cunha da Rocha

M

2023



Os Incentivos Fiscais e o Valor Futuro das Empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa: uma análise financeiro-reputacional

Francisco Cunha da Rocha

Dissertação

Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientado por
Professor Doutor Mário José Macedo Marques

2023

Agradecimentos

Àqueles que mais amo, sei que nem sempre sou uma pessoa fácil, mas as minhas conquistas são também as vossas.

À minha família, em especial aos meus pais e aos meus avós por todo o apoio que sempre me deram e por todos os sacrifícios que sempre fizeram para me proporcionar as melhores oportunidades.

Aos meus amigos, por todo o apoio e força incondicional. Momentos como estes só têm significado quando vos tenho ao meu lado.

Aos colegas que, ao longo destes últimos cinco anos, fizeram parte do meu percurso académico e que levo para o resto da vida, por todas as etapas académicas e pessoais que superamos juntos. No final do dia a FEP somos nós.

À equipa de Tax da Baker Tilly, pelo apoio durante esta difícil jornada e pela valiosa partilha de conhecimento que em tanto contribuiu para a realização deste estudo.

A todos os professores com quem me cruzei ao longo destes últimos dezassete anos, por acreditarem sempre no melhor de mim e por me ajudarem a alcançar todo o meu potencial, tanto académico como pessoal.

Ao Professor Doutor Mário Marques, o meu orientador, um agradecimento especial por todo o apoio contínuo que em tanto contribuiu para o sucesso deste trabalho. Sem os seus contributos e partilha de conhecimento, tal não teria sido possível.

A todos, o meu muito obrigado. Nenhuma grande obra foi alguma vez feita com um único protagonista, este momento é também vosso,

Resumo

Numa economia cada vez mais global e competitiva, a tributação assume um papel crucial na captação e criação de riqueza, exercendo, simultaneamente, uma influência crescente no direcionamento dos comportamentos dos agentes económicos. Em Portugal, os incentivos fiscais ganham destaque enquanto instrumento de planeamento fiscal, sendo cruciais na redução da fatura fiscal das empresas. No entanto, face a uma conceção generalizada dos profissionais do ramo da consultoria fiscal de que o uso destes mecanismos pode aumentar a possibilidade de inspeções tributárias e possíveis litígios com as autoridades fiscais, não é claro que este tipo de figuras seja isento de custos de natureza reputacional. Nesse sentido, realizamos uma análise exploratória, tendo por base as empresas cotadas no Euronext Lisboa, de forma a avaliar qual o impacto do uso de incentivos fiscais no valor futuro das empresas.

No desenvolvimento do estudo empírico utilizaram-se dados fornecidos pela Autoridade Tributária e Aduaneira referentes ao período de 2010 a 2022, de forma a identificar as empresas que beneficiaram de incentivos fiscais. Utilizando a base de dados Orbis, foi possível identificar todas as empresas do grupo das entidades cotadas ao longo do período analisado, de forma a observar cada grupo societário como se de uma única entidade se tratasse. Além disso, ainda com base na Orbis, obtivemos o número de ações histórico, sendo a sua cotação média determinada com base na informação extraída da Refinitiv. Consequentemente, a partir de uma amostra de 31 empresas, correspondente a 323 observações empresa-ano, foi estimado o nosso modelo de dados em painel.

Os resultados obtidos demonstram que o recurso a incentivos fiscais não é uma determinante relevante no valor futuro das empresas. Estas conclusões podem ser explicadas pelo impacto reduzido que os incentivos fiscais têm nestas empresas, bem como por outros fatores que atenuam os respetivos custos reputacionais implícitos. A abordagem adotada neste estudo deverá ser replicada futuramente em estudos de natureza semelhante, bem como em amostras constituídas por empresas de diferente natureza e dimensão. Servem adicionalmente, os resultados observados e considerações tecidas neste estudo como importante guia para as empresas, autoridades fiscais e decisores políticos.

Palavras-chave: Incentivos Fiscais; Valor da Futuro da Empresa; Custos Reputacionais; Litígio Tributário; *Performance* Financeira; Planeamento Fiscal; Liquidez Acrescida

Abstract

In an increasingly global and competitive economy, taxation plays a crucial role in attracting and creating wealth, while simultaneously exerting a growing influence on the behavior of the economic agents. In Portugal, tax incentives stand out as an important tool for tax planning, being crucial in reducing companies' tax bills. However, given the widespread perception among tax consultancy professionals that the use of these mechanisms may increase the likelihood of tax audits and possible litigation with the tax authorities, it is unclear whether such mechanisms are free from reputational costs. In this context, we conducted an exploratory analysis, focusing on companies listed on Euronext Lisbon, in order to evaluate the impact of the use of tax incentives on the future value of these companies.

For the development of this study, we used data provided by the Portuguese Tax Authorities for the period from 2010 to 2022 in order to identify the companies that benefited from tax incentives. By using the Orbis database, we identified all companies within the group of the listed entities over the analyzed period, treating each corporate group as a single entity. Additionally, we obtained the historical number of shares, also using Orbis, with the average share price determined based on information extracted from Refinitiv. Consequently, based on a sample of 31 companies corresponding to 323 company-year observations, we estimated our panel data model.

The results obtained show that the use of tax incentives is not a relevant determinant for the future value of companies. These conclusions can be explained by the reduced impact that tax incentives have on these companies, as well as other factors that mitigate the implicit reputational costs associated. The approach adopted in this study may be replicated in future studies of a similar nature, as well as in samples of companies with different characteristics and sizes. Additionally, the results observed, and the considerations made in this study serve as an important guide for companies, tax authorities, and policymakers.

Keywords: Tax Incentives; Future Company Value; Reputational Costs; Tax Litigation; Financial Performance; Tax Planning; Increased Liquidity

Lista de Abreviaturas

CEO – Chief Executive Officer (*do inglês*)

CFI – Código Fiscal do Investimento

CRP – Constituição da República Portuguesa

DL – Decreto Lei

EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais

GAAP – Generally Accepted Accounting Principles (*do inglês*)

I&D – Investigação e Desenvolvimento

IRC – Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

M22 – Declaração de Rendimentos Sujeitos a IRC Modelo 22

NACE – Nomenclature of Economic Activities (*do francês*)

OE – Orçamento de Estado

PME – Pequena, Média e Microempresa

QNQ – Quadro Nacional de Qualificações

RETGS – Regime Especial de Tributação dos Grupos de Sociedades

SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais

Índice

1. Introdução.....	1
2. A Fiscalidade e os Incentivos Fiscais.....	3
2.1. Regime de Benefícios Fiscais Contratuais ao Investimento Produtivo.....	6
2.2. Regime Fiscal de Apoio ao Investimento.....	8
2.3. Sistema de Incentivos Fiscais em Investigação e Desenvolvimento Empresarial.....	9
2.4. Crédito Fiscal Extraordinário de Investimento.....	10
2.5. Projetos de Investimento à Internacionalização.....	11
3. Os Incentivos Fiscais e o Ecossistema Empresarial.....	13
3.1. O Efeito da Liquidez Acrescida.....	16
3.2. O Risco de Litígio Tributário.....	18
3.3. O Efeito Reputacional sobre os Acionistas.....	19
3.4. O Efeito Reputacional sobre os Consumidores.....	21
4. Desenvolvimento da Hipótese.....	24
5. Metodologia.....	28
5.1. Variáveis.....	28
5.2. Amostra.....	34
5.3. Modelo Empírico.....	36
6. Análise Univariada.....	37
6.1. Estatísticas Descritivas.....	37
6.2. Matriz de Correlações.....	40
7. Resultados Principais.....	43
8. Testes de Robustez.....	46
9. Conclusões.....	51
10. Bibliografia.....	55

1. Introdução

A Fiscalidade é um importante instrumento de política económica, procurando, criar incentivos económicos que induzam os agentes em comportamentos desejáveis que se alinhem com os desígnios prospetivados para uma região ou país.

Em si está embebido o princípio da igualdade, não obstante, são previstas situações excecionais onde este princípio é derogado, tendo em vista, nomeadamente, objetivos de superior interesse económico e social. Isso é conseguido por via de figuras fiscais desenhadas para o efeito, como o caso dos incentivos fiscais, que discriminam positivamente determinados comportamentos, associados ao aforro, a gastos e investimentos. Estes têm como objetivo alcançar, entre outros, maiores níveis de emprego e maior desenvolvimento económico, mediante a concessão de uma redução ou isenção de taxa, dedução à matéria coletável ou dedução à coleta.

Não obstante, a observação teórico-prática aponta para que o uso destas figuras não é isento de custos e riscos, na medida que estes podem ir além da significância económica de ter uma estrutura interna ou externa destinada a atividades de planeamento fiscal. Decorre que o uso de incentivos fiscais pode estar associado a um risco de litígio tributário acrescido e custos de cariz reputacional. Neste sentido, conjecturamos que estes dois aspetos poderão ser suscetíveis de condicionar o efeito positivo da vantagem fiscal introduzida pelo legislador.

Mediante uma especulação teórica assente no conhecimento prévio em matéria económico-tributária procuramos, através de um modelo de *firm value*, quantificar e sinalizar o efeito do uso de incentivos fiscais de dedução à coleta sobre o valor futuro das empresas, estudando, especificamente, o caso das empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa.

Para o efeito, foi construída uma amostra dos grupos empresariais das empresas em estudo, tendo posteriormente sido estabelecida uma conexão com a Listagem de Beneficiários disponibilizada pela Autoridade Tributária e Aduaneira de forma a quantificar a totalidade do montante recebido por estas entidades e por aquelas consigo relacionadas. Adicionalmente, de forma a calcular as demais variáveis necessárias à estimação do modelo proposto, recorreu-se aos dados disponibilizados pela base de dados Orbis. Por fim, tendo em vista a estimação da nossa variável dependente, mostrou-se igualmente necessário obter

a informação histórica das cotações bolsistas destas empresas, tendo-se utilizado a base de dados Refinitiv para o efeito.

No sentido de testar a nossa amostra, partimos de uma amostra de 323 observações empresa-ano, correspondente a 31 empresas. Nesse sentido, recorreu-se a um modelo de dados em painel, em que a variável dependente é o *Tobin's Q*, uma proxy para o valor futuro da empresa, que é explicado por um conjunto de variáveis independentes, entre as quais a variável TI, tradutora da intensidade do incentivo fiscal utilizado.

Concluimos que o uso de incentivos fiscais não é suscetível de afetar o valor futuro da empresa, sendo insignificante na explicação da variável dependente. Por sua vez, foram realizados testes de robustez de forma a validar os resultados observados, bem como a validade de determinadas presunções estabelecidas.

O impacto do planeamento fiscal sobre o valor futuro da empresa tem vindo a ser amplamente discutido na literatura, não obstante, nenhuma distinção é feita entre o planeamento fiscal *intra-legem* e *extra-legem* neste âmbito. Desta forma, a metodologia adotada e as considerações teóricas desenvolvidas ao longo deste estudo permitem abrir caminho para uma nova abordagem no seio do conhecimento económico-tributário. Simultaneamente, as considerações efetuadas, bem como os resultados observados, poderão revelar-se como bastante importantes para os decisores políticos, assim como para as empresas e autoridades fiscais.

O presente estudo encontra-se estruturado da seguinte forma: na Secção 2 é feito um breve enquadramento legal assente na doutrina quanto ao conceito de incentivo fiscal, bem como dos incentivos abordados em concreto; na Secção 3 é realizada uma revisão da literatura existente e relacionada, sendo desenvolvida e formulada a hipótese de investigação a testar; na Secção 4, é abordada a metodologia utilizada, em paralelo com o modelo estimação, bem como os critérios de seleção e construção da amostra; na Secção 5, são apresentados e interpretados o resultados obtidos, juntamente com os testes de robustez realizados, no contexto da nossa abordagem teórica e; por fim, na Secção 6 são apresentadas as principais conclusões e considerações do nosso estudo, destacando-se os principais contributos, limitações e propostas de investigação futuras.

2. A Fiscalidade e os Incentivos Fiscais

A Fiscalidade enquanto ramo das ciências jurídico-económicas procura estabelecer os fundamentos da incidência tributária sobre os diversos fenómenos económicos. Ainda assim, a sua finalidade ultrapassa a mera obtenção de receitas para a administração central, devendo ser encarada com um relevante instrumento de política económica (Xynas e Xynas, 2021). Estudiosos do Direito como Ribeiro (1997), contrapõe a finalidade fiscal e extrafiscal da tributação, aludindo a situações em que a sua finalidade primária não é a obtenção de receitas, mas antes outra finalidade política que geralmente se traduz em desencorajar ou encorajar determinado comportamento por parte dos agentes económicos.

Parte integrante da Fiscalidade é a figura de incentivos fiscais que procuram, por via de um tratamento diferenciado de certas atividades e decisões económicas, incentivar, fomentar e estimular determinados comportamentos tendo em vista a proteção do meio ambiente, fomento do emprego e a profissionalização, proteção dos mais vulneráveis ou investimentos em setores estratégicos para o desenvolvimento tecnológico e industrial (Junior, 2020). Estes são definidos na alínea 1.^a, do artigo 2.º do EBF como “medidas de carácter excecional instituídas para tutela de interesses públicos extrafiscais relevantes que sejam superiores ao da própria tributação que impedem”.

Na doutrina fiscal, os incentivos fiscais, são por isso vistos por Ferreira (2002) como um instrumento de política/intervenção económica que visa, segundo Carlos (2015), desenvolver economicamente determinada região ou setor de atividade. Desta forma, a concessão de incentivos fiscais a pessoas coletivas contempla objetivos que extravasam o fomento do crescimento das empresas enquanto entidades isoladas, mas antes procuram igualmente contribuir para uma superior capacitação da economia (Na, Kang e Lee, 2021).

À semelhança do estatuído no EBF, Nabais (2019) classifica os incentivos fiscais como parte da extrafiscalidade, na medida em que apresenta um carácter excecional, constituindo “uma exceção à regra da natureza fiscal dos impostos e das normas jurídicas que os disciplinam”. Refere Martins (2016) que os incentivos fiscais representam, portanto, um desagravamento fiscal, instituído para a tutela de interesses extrafiscais relevantes, derogatórios do princípio da igualdade, isto é, uma derrogação ao princípio da capacidade contributiva. Na verdade, no entendimento de Sanches (2006) a redução na carga tributária ou mesmo a desoneração do

pagamento de imposto aqui latente, constitui uma derrogação do princípio da capacidade contributiva, uma vez que desconsidera a posição socioeconómica dos contribuintes.

O princípio da capacidade contributiva resulta, por sua vez, do princípio da igualdade, emanado no artigo 13º da CRP. De acordo com Dourado (2016), o princípio da capacidade contributiva exprime e concretiza uma das vertentes do princípio da igualdade tributária: a vertente da “uniformidade”, na exata medida em que todos têm o dever de pagarem impostos segundo os mesmos critérios, preenchendo a capacidade contributiva o critério unitário da tributação.

Não obstante, a problemática subjacente à conceção de incentivos fiscais pode ser interpretada segundo uma lógica pigouviana, segundo a qual o verdadeiro impacto social das decisões económicas das empresas não está inteiramente refletido nos custos associados aos investimentos ou gastos ilegíveis para efeito dos incentivos fiscais (Xynas e Xynas, 2021).

Atendendo às lições de Freire (2010) em matéria de Direito Económico, as externalidades “consistem em efeitos positivos ou negativos, sobre terceiros, gerados a partir da conduta de um agente, os quais não são incorporados, num processo de transação em qualquer mercado. Trata-se, por definição, de efeitos externos a um mercado, os incentivos ou custos em que se consubstanciam que não obtêm expressão monetária, pelo que não são objetos de pagamento ou indemnização”.

Ora, neste sentido, Nabais (1998) refere que, de um ponto de vista fiscal, a externalidades manifestam-se segundo duas grandes formas: os impostos extrafiscais, que são concebidos para dissuadir ou evitar determinados comportamentos, por meio de agravamentos extrafiscais de impostos fiscais ou; os incentivos fiscais dirigidos de forma a fomentar ou incentivar determinados comportamentos, para a concretização de objetivos socioeconómicos. Não obstante, refere que é no domínio dos incentivos fiscais que a extrafiscalidade se revela em termos mais frequentes e significativos.

De facto, entende Faveiro (2002) que quando o Estado renuncia à tributação, entra no domínio privado que, em princípio, estaria a salvo do poder político, e não está, encontrado fundamento na ideia da responsabilidade e superior interesse social. Nesse contexto, aparece, com clareza, a importância dos incentivos fiscais, uma vez que tal espécie de desoneração

tributária pode ser utilizada como instrumento que procura atingir determinado objetivo de interesse público.

Assim, Freire (2010) faz alusão à legitimidade subjacente à natureza derogatória dos incentivos fiscais, encontrando estes, alicerces fora da capacidade contributiva e da igualdade, mas sim noutros interesses constitucionalmente consagrados, à luz dos quais se justificam o sacrifício dos princípios primordiais do sistema tributário.

A concessão de incentivos fiscais resulta, por isso, na colisão entre direitos fundamentais: os alicerces dos incentivos fiscais que assentam em direitos fundamentais, conflitam, com a igualdade, também ela um direito fundamental. A proteção dos direitos fundamentais observa-se, por isso, conflituante face a problemas como a racionalidade económica, a necessidade de justiça social e a eficácia administrativa do sistema fiscal, fatores esses que deverão ser vistos sob a ótica da ordem democrática como questões fundamentais.

Desta forma, são vários os autores que destacam a importância da aplicação do princípio da proporcionalidade, em matéria de concessão de incentivos fiscais, entre eles Novais (2004), o qual afirma “que a doutrina fez formalmente do princípio da proporcionalidade o núcleo central dos requisitos materiais exigidos às restrições aos direitos fundamentais.” O princípio da proporcionalidade é aplicável a todos, inclusivamente ao Estado, nas suas diversas esferas, já que resulta da necessidade de adequar os meios aos fins objetivados pela lei, observando-se, simultaneamente, o justo equilíbrio em todas as ações necessárias.

Não é possível, contudo, a partir desta definição jurídica mais ampla de incentivos fiscal depreender como este conceito económico-tributário se consuma, de um ponto de vista prático e funcional. Não obstante o n.º 2, do artigo 2.º do EBF estipula as diferentes formas segundo quais os incentivos fiscais podem ser atribuídos, referindo: “São incentivos fiscais as isenções, as reduções de taxas, as deduções à matéria coletável e à coleta, as amortizações e reintegrações aceleradas e outras medidas fiscais que obedeçam às características enunciadas no número anterior”.

Face às diferenças circunscritas aos requisitos e formas de aplicação destas figuras, o nosso estudo restringir-se-á apenas a incentivos fiscais de dedução à coleta, visto terem um impacto mais significativo e direto na fatura fiscal das empresas. As deduções à coleta assumem a

forma de crédito fiscal, sendo geradas mediante a realização de determinados tipos de investimentos e despesas elegíveis para o efeito. Por sua vez, uma percentagem destes valores é acumulada, como já referido, sob a forma de crédito fiscal, podendo ser deduzida ao montante de imposto a pagar, até uma determinada percentagem da coleta, sendo estipulado um determinado limite temporal para o efeito.

A constante mutação, tanto ao nível nacional como europeu dos ecossistemas económico e legal resulta em sucessivas alterações aos requisitos, condições e implicações dos vários incentivos fiscais existentes ou na sua revogação e subsequente criação de novos. O nosso estudo está, por sua vez, compreendido no período temporal de 2010 a 2022, inclusive. Nesse sentido, a base de dados referente aos incentivos fiscais consumidos, num determinado ano, não é, por isso, estática. Assim, percorremos os incentivos fiscais abrangidos neste estudo, ao longo da janela temporal considerada, tecendo breves considerações teórico-práticas sobre os requisitos e implicações a si inerentes.

2.1. BFCIP (Regime de Benefícios Fiscais Contratuais ao Investimento Produtivo)

Introduzido em 2008 pelo DL n.º 108/2008, de 26 de julho, com a publicação do EBF, este regime prevê a concessão de benefícios a projetos de investimento de elevado montante, em setores considerados estratégicos para a economia nacional e que promovam a redução de assimetrias regionais, contribuindo, simultaneamente, para a promoção do emprego e para o impulsionamento da inovação tecnológica e investigação científica. O mesmo foi sofrendo sucessivas alterações, tendo transitado para o CFI em 2014 com a aprovação do DL n.º 162/2014 de 31 de outubro, que aprovou o código suprarreferido.

Este regime, destina-se, por isso, a sujeitos passivos de IRC que exerçam uma atividade nos seguintes setores:

- a) Indústria extrativa e indústria transformadora;
- b) Turismo, incluindo as atividades com interesse para o turismo;
- c) Atividades e serviços informáticos e conexos;
- d) Atividades agrícolas, aquícolas, piscícolas, agropecuárias e florestais;
- e) Atividades de investigação e desenvolvimento e de alta intensidade tecnológica;

- f) Tecnologias da informação e produção de audiovisual e multimédia;
- g) Defesa, ambiente, energia e telecomunicações;
- h) Atividades de centros de serviços partilhados.

Neste sentido, são considerados projetos que assumam a tipologia de: criação de um novo estabelecimento; aumento da capacidade de estabelecimento já existente; diversificação da produção quanto aos produtos anteriormente produzidos; e alteração fundamental do processo produtivo.

No âmbito deste regime, são consideradas aplicações relevantes, quando afetos à exploração da empresa, os investimentos em ativos fixos tangíveis, salvo exceções devidamente contempladas no código. Adicionalmente, são elegíveis despesas com ativos intangíveis conexos a direitos intelectuais e custos salariais decorrentes da criação de postos de trabalho de pessoal com habilitações literárias do nível 7 ou nível 8 do Quadro Nacional de Qualificações calculados ao longo de um período de dois anos. Vale salientar que as despesas com ativos intangíveis conexos a direitos intelectuais não podem exceder 50% do valor das aplicações relevantes.

O valor da dedução à coleta é calculado por via de uma taxa base de 10% que pode ser incrementada até 25%, mediante a observância de determinados critérios conexos à criação de emprego, área em que o investimento se localiza e importância do investimento no contexto da economia nacional. Por sua vez, este crédito pode ser deduzido até ao limite da coleta quando se trate da criação de empresas e nos restantes casos até maior valor entre 25% do benefício concedido ou 50% da coleta apurada. O montante de crédito que não possa ser deduzido no período de tributação a que diga respeito, poderá ser utilizado nos mesmos termos até ao término do contrato de concessão deste benefício.

Neste contexto vale ainda salientar que este incentivo, é passível de apresentação de candidatura junto das demais entidades competentes.

2.2. RFAI (Regime Fiscal de Apoio ao Investimento)

Introduzido em 2009 pelo artigo 13.º da Lei 10/2009 de 10 de março, o RFAI surge como parte integrante do Programa IIE enquanto medida anti cíclica no culminar da recessão

económica que se vinha a observar à data. Este regime procurou promover por via de um sistema de incentivos ao investimento em determinadas zonas do país “o crescimento económico e o emprego, contribuindo para o reforço da modernização e da competitividade do país, das qualificações dos portugueses, da independência e da eficiência energética, bem como para a sustentabilidade ambiental e promoção da coesão social”. Foi posteriormente prorrogado nos diversos OE até 2012, tendo sido transferido para o CFI (Código Fiscal do Investimento) pelo n.º2 do artigo 1.º do DL n.º 82/2013, onde sofreria pequenas alterações face ao seu texto em vigor à data.

Em 2014, o Decreto-Lei n.º 162/2014 de 31 de outubro aprovou o novo CFI, onde o RFAI sofreu alterações significativas de forma a ficar em linha com a legislação europeia, acomodando as novas Orientações Comunitárias introduzidas relativamente a auxílios estatais. Desde então tem mantido a mesma linha condutora, sofrendo alterações pontuais que resultam no atual texto.

O RFAI, destina-se, por isso, a sujeitos passivos de IRC que exerçam uma atividade nos seguintes setores:

- i) Indústria extrativa e indústria transformadora;
- j) Turismo, incluindo as atividades com interesse para o turismo;
- k) Atividades e serviços informáticos e conexos;
- l) Atividades agrícolas, aquícolas, piscícolas, agropecuárias e florestais;
- m) Atividades de investigação e desenvolvimento e de alta intensidade tecnológica;
- n) Tecnologias da informação e produção de audiovisual e multimédia;
- o) Defesa, ambiente, energia e telecomunicações;
- p) Atividades de centros de serviços partilhados.

Para efeitos deste regime, são consideradas aplicações relevantes, desde que afetos à exploração da empresa, os investimentos em ativos fixos tangíveis adquiridos em estado novo, salvo exceções devidamente contempladas no código. Adicionalmente, são elegíveis despesas com ativos intangíveis conexos a direitos intelectuais e custos salariais decorrentes da criação de postos de trabalho de pessoal com habilitações literárias do nível 7 ou nível 8 do Quadro Nacional de Qualificações, com a ressalva que nenhuma destas despesas exceda 50% do valor das aplicações relevantes.

O valor da dedução à coleta será apurado em função do montante das aplicações relevantes, sendo aplicada uma taxa de 30% relativamente ao montante de investimento realizado até 15.000.000 € e uma taxa 10% à parte que exceda esse valor. Por sua vez, o crédito fiscal apurado pode ser deduzido até 50% da coleta do período, podendo o valor remanescente ser deduzido até aos 10 períodos seguintes.

2.3. SIFIDE (Sistema de Incentivos Fiscais em Investigação e Desenvolvimento Empresarial)

Antes da existência do SIFIDE vigorava um regime aprovado pelo DL n.º 292/97, de 22 de outubro que visava a concessão de incentivos fiscais a empresas que participassem em atividades de I&D, tendo estado em vigor até 2003. Em 2001, o DL N.º 197/2001, de 29 de junho introduziu alterações de forma a acautelar para a estrutura e natureza das empresas que beneficiavam do regime na altura em vigor. Não obstante, o DL n.º 23/2004, de 23 de janeiro veio substituir o regime anterior, estabelecendo o regime da Reserva Fiscal, que permitia a dedução à coleta de até 20% do valor relativo à constituição de uma “reserva especial utilizável em investimento elegível em imobilizado corpóreo ou em despesas de investigação e desenvolvimento a efetuar nos dois exercícios seguintes àquele a que o imposto”. Entretanto, através da Lei n.º 40/2005, de 3 de agosto é criado o SIFIDE, retomando uma estrutura semelhante à dos incentivos anteriores a 2004. A Lei n.º 10/2009, de 10 de março, volta a realizar alterações consideráveis, nomeadamente ao nível das taxas aplicáveis.

Subsequentemente, o SIFIDE II foi introduzido pela Lei n.º 55-A/2010, no seguimento da aprovação do OE para 2011, não configurando, em termos substantivos, alterações ao regime anteriormente vigente. Por sua vez, o DL n.º 162/2014, de 31 de outubro aprovou o novo CFI, onde este regime se encontra atualmente previsto, tendo sofrido desde lá sucessivas alterações que resultam na atual disposição.

O SIFIDE II, destina-se, por isso, a sujeitos passivos de IRC que incorram em “despesas de investigação” e “despesas de desenvolvimento”, nomeadamente:

- a) Aquisições de ativos fixos tangíveis, na proporção afeta a atividades de I&D;

- b) Despesas com pessoal com habilitações literárias mínimas do nível 4 do QNQ;
- c) Despesas com a participação de dirigentes e quadros na gestão de instituições de I&D;
- d) Despesas de funcionamento até ao máximo de 55% das despesas com pessoal com habilitações literárias mínimas do nível 4 do QNQ;
- e) Despesas relativas à contratação de atividades de investigação e desenvolvimento;
- f) Participação no capital de instituições de I&D e contribuições para fundos de investimento próprios;
- g) Custos com registo e manutenção de patentes;
- h) Despesas com a aquisição de patentes que sejam predominantemente destinadas à realização de atividades de I&D;
- i) Despesas com auditorias à investigação e desenvolvimento;
- j) Despesas com ações de demonstração que decorram de projetos de I&D apoiados.

A quantia respeitante ao montante de dedução à coleta será apurada com base numa taxa de 32,5% das aplicações relevantes do período, adicionadas de uma taxa incremental de 50% do acréscimo das despesas realizadas naquele período até ao limite de 1.500.000,00 €. Por sua vez, o crédito fiscal apurado pode ser deduzido até ao limite da coleta do período a que diz respeito.

2.4. CFEI (Crédito Fiscal Extraordinário de Investimento)

A Lei n.º 49/2013 de 16 de julho veio introduzir o CFEI com o intuito de promover a competitividade e emprego, contribuindo, em simultâneo, para o sucesso do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro para Portugal (PAEF). No seguimento do choque económico que se fez sentir fruto da pandemia da Covid-19, a Lei n.º 27-A/2020 de 24 de julho que procedeu à alteração do Orçamento de Estado, em vigor, introduziu medidas de estímulo à economia nacional, nomeadamente o CFEI II, que se baseou no regime previamente em vigor.

O CFEI, destina-se, por isso, a sujeitos passivos de IRC, não sendo estipuladas restrições quanto ao tipo de beneficiário deste regime. Não obstante, as aplicações relevantes, para efeitos deste regime, são limitadas no tempo, na medida em que o CFEI só tem como elegíveis os investimentos realizados entre 1 de junho de 2013 e 31 de dezembro de 2013, e o CFEI II os realizados entre 1 de julho de 2020 e 30 de junho de 2021.

São elegíveis as despesas de investimento em ativos fixos tangíveis e ativos biológicos não consumíveis, afetos ao objeto de negócio da sociedade. São ainda elegíveis as despesas com projetos de desenvolvimento e as incorridas com a aquisição de elementos de propriedade industrial.

Pese embora exceções que são feitas por este regime quanto à elegibilidade de determinados ativos, este regime é consideravelmente mais abrangente que outros elencados ao longo deste estudo. Isto na medida em que são apenas estipuladas exceções para casos pontuais referentes a situações que o legislador tem já vindo a acautelar noutras instâncias, em casos em que se trata de ativos com elevado risco de serem afetos à esfera pessoal.

O valor do incentivo atribuído é calculado com base numa taxa de 20% que incide sobre o montante das aplicações relevantes compreendidas no respetivo período em questão, sendo estipulado um teto máximo, para este efeito, de 5 000 000 €. Por sua vez, este crédito pode ser deduzido até ao limite de 70% da coleta de imposto, podendo o valor remanescente ser deduzido, nos mesmos termos, até aos 5 períodos seguintes.

Vale referir que na sua essência, no que concerne aos destinatários, investimentos elegíveis e forma de aplicação do regime, o texto da lei é igual tanto no CFEI, como no CFEI II, pelo que não elencamos uma diferenciação entre os mesmos. No mesmo seguimento, vale referir que o IFR (Incentivo Fiscal à Recuperação), introduzido pelo OE de 2022 de forma a contrariar igualmente o ciclo económico negativo do pós-pandemia, segue uma lógica semelhante, estipulando iguais critérios, no caso de investimentos feitos entre 1 de julho e 31 de dezembro de 2022.

2.5. PII (Projetos de Investimento à Internacionalização)

Introduzido em 2008 pelo DL n.º 108/2008, de 26 de julho, com a publicação do EBF e, posteriormente, revogado pela Lei n.º 83-C/2013, de 31 de dezembro, este regime prevê a concessão de benefícios a empresas portuguesas que apresentem projetos de investimento de dimensão considerável no estrangeiro que demonstrem interesse estratégico para a internacionalização da economia portuguesa.

O mesmo destina-se, por isso, a sujeitos passivos de IRC que exerçam uma atividade nos seguintes setores:

- a) Atividades associadas aos polos de competitividade e tecnologia;
- b) Construção de edifícios, obras públicas e atividades de arquitetura e de engenharia conexas com aquelas;
- c) Transportes e logística.

Para o efeito consideram-se como aplicações relevantes investimentos iguais ou superiores a 250.000,00 €, de entre os quais:

- a) Aquisição de equipamento afeto à atividade de sucursal ou de estabelecimento estável no exterior;
- b) Aquisição de participações em sociedades não residentes;
- c) Realização do capital social de sociedades no estrangeiro;
- d) Custos com a realização de campanhas plurianuais de promoção em mercados externos;
- e) Custos corporizados em ativo fixo incorpóreo, designadamente os relacionados com despesas com assistência técnica e elaboração de estudos, bem como com despesas com patentes, licenças e alvarás.

O valor da dedução a ser feita à coleta é calculado com base numa taxa de 10% que incide sobre o montante das aplicações relevantes, podendo esta ser elevada até 20%. Por sua vez, a dedução efetuada não pode ultrapassar 25% da coleta do período, com o limite de 1.000.000,00 €, podendo o remanescente do crédito fiscal ser deduzido até aos 5 períodos de tributação seguintes.

3. Os Incentivos Fiscais e o Ecossistema Empresarial

Os incentivos fiscais são parte integrante das ferramentas de planeamento fiscal existentes e à disposição dos contribuintes, posicionando-se como medidas de planeamento fiscal *intra-legem*, isto é, que estão expressamente previstos nos demais códigos fiscais, constituindo uma exceção à regra.

O desagravamento fiscal presente não constitui, contudo, um fim em si mesmo, não podendo esta vantagem ser concedida de forma arbitrária e sem qualquer tipo de contrapartida para a sociedade, uma vez que constitui uma perda de receita para as autoridades, que, caso contrário, poderia ser utilizada em função do bem público (Junior, 2020). Assim, a figura dos incentivos fiscais deve procurar promover o investimento, concedendo em contrapartida uma redução da carga fiscal, de forma a alinhar o comportamento dos agentes económicos com as pretensões do Estado (Ivanov, 2018)

Estas figuras são caracterizadas pela sua natureza extrafiscal, sendo revestidas de um carácter de excecionalidade, na medida em que o objetivo do Estado não deve ser apenas a mera arrecadação de receitas, tendo em vista o seu normal funcionamento, mas também a definição de políticas públicas que tenham em vista a prossecução e o fomento de atividades de superior interesse público, sendo estabelecidos avanços na esfera económica e social.

Como já referido, estas são ferramentas que permitem uma redução da fatura fiscal das empresas, mas também o estímulo da atividade económica por via do investimento. Uma adequada atribuição de incentivos fiscais possibilita, por isso, a criação de novos postos de trabalho, o aumento da competitividade empresarial e reforço das estruturas das empresas (Klemm, 2009).

Os incentivos fiscais devem, assim, não só ajudar as empresas a crescer e a estar mais bem capacitadas, mas também contribuir para o desenvolvimento da economia (Na, Kang e Lee, 2021). Assim, este desenvolvimento pressupõe à partida a eliminação de assimetrias entre regiões, sendo comumente estabelecidas diferenciações com base no nível de desenvolvimento das mesmas, tanto num quadro nacional, como europeu. Para o efeito, são também alvo de tratamento diferenciado determinados setores que possam ser tidos com

estratégicos para o interesse nacional, ou que, por outro lado, se encontrem numa situação de capacidade concorrencial reduzida face ao exterior.

De um ponto de vista económico, esta forma de desoneração fiscal pode ser vista de duas formas: por um lado, a concessão de incentivos fiscais mediante a realização de determinados investimentos permite estimular estes comportamentos (Ivanov, 2018), visto que resulta na redução do custo de capital, pelo que investimentos menos lucrativos, que antes não seriam realizados, passam agora a ser (Eichfelder, Jacob e Scheneider, 2021); ou, por outro lado, investimentos cuja forma e tipologia encontre lugar no enquadramento legal que regula estas figuras, pressupõe que a si estão inerentes externalidades de mercado positivas, pelo que a concessão de incentivos fiscais permite corrigir estas falhas de mercado (Easson e Zolt, 2002).

Este tipo de figuras adquire particular importância para empresas que se encontrem abrangidas por regimes fiscais menos favoráveis, como o português. Segundo a OECD, em 2023 Portugal foi o país com a segunda maior taxa de imposto estatutária máxima, no que concerne à tributação das pessoas coletivas, este valor é, por sua vez, consideravelmente inferior quando olhamos para a taxa efetiva de imposto (ETR).

Podemos debater que este dado é o resultado da estrutura do nosso tecido empresarial, onde prevalecem PME's, sendo a maioria da receita fiscal, em sede de IRC, proveniente de um pequeno número de grandes grupos de empresas. Ainda assim, é inegável que o uso de incentivos fiscais tem um impacto substancial na redução da fatura fiscal das empresas, algo que a literatura tem vindo a referir sucessivamente (Buijink, Janssen e Schols, 2002).

Não obstante, na ótica da empresa, não é claro que esta opção de planeamento fiscal traga apenas benefícios, pelo que a literatura existente constata que o planeamento fiscal transcende a visão de uma mera transferência de recursos do Estado para os acionistas da empresa (Desai e Dharmapala, 2009).

O estabelecimento de estratégias de planeamento fiscal, tais como o uso de incentivos fiscais, tem subjacente um conjunto de custos diretos, seja por via da contratação de serviços de consultoria fiscal a terceiros, seja por via do estabelecimento de um departamento fiscal interno.

A literatura existente tem, contudo, vindo a especular que existem outros custos indiretamente implícitos, inerentes a este tipo de atividades (Graham, 2014). Nesse sentido, vários autores fazem alusão aos custos de agência, possíveis multas e penalizações, incerteza, situações de risco acrescido e custos de natureza política como potenciais causas deste fenómeno (Desai e Dharmapala, 2006) e (Hanlon e Slemrod, 2009).

Este estudo parte, portanto, da observação e experiência prática de vários profissionais do ramo da consultoria fiscal onde foi possível denotar uma maior propensão para empresas que utilizam incentivos fiscais serem inspecionadas pela Autoridade Tributária e Aduaneira, sofrendo, em muitos dos casos, correções na matéria coletável e sendo alvo de multas e penalizações, com todos os custos e riscos que isso acarreta. Supletivamente, a natureza destas empresas e a elevada exposição a que estão sujeitas pode resultar em custos significativos, caso os diversos agentes económicos atribuam uma valoração negativa ao uso de incentivos fiscais (Abdul, Wabah e Holland, 2012).

A observação teórico-prática denota ainda que os gestores não alteram consideravelmente o ciclo de investimentos das suas empresas em função da concessão de incentivos fiscais (Carvalho, 2014), mas antes procuram recorrer a todas as figuras e meios disponíveis de forma a maximizar os resultados e a *performance* financeira, visto serem competentes e altamente capacitados (Scholes, Wolfson, Eriksen, Maydew e Shevlin, 2009), (Akbari, 2019) e (Seifzadeh, 2022).

São levantas preocupações na medida em que o carácter extrafiscal destas figuras pode contribuir para alterações nas dinâmicas e forças de mercado, na medida em que a concessão de incentivos fiscais pode levar à entrada de novas empresas ou ao aumento da capacidade produtiva das já instaladas, resultando numa diminuição global das margens de lucro (Na, Kang e Lee, 2021).

Ainda assim, parece altamente improvável que as empresas em causa sejam de alguma forma destronadas por potenciais entrantes, atraídas por estes regimes fiscais. Estamos perante empresas de elevada dimensão e com um imenso poder de mercado (Blees, Kemp, Maas e Mosselman, 2003), acresce a isso o facto de o tecido empresarial português ser essencialmente composto por PME's com grandes carências financeiras e que dificilmente

seriam capazes de sustentar os custos afundados que uma entrada nos setores em causa representa (Couto e Barbosa, 2020).

Ora, face a estas considerações teórico-práticas somos levados a estabelecer um pressuposto base segundo o qual o uso de incentivos fiscais se resume a uma ferramenta de otimização financeira, não sendo responsáveis por uma alteração significativa dos comportamentos dos agentes económicos e das estruturas de mercado.

Não obstante, recorrer a estas figuras pode ter custos que ultrapassam a contratação de serviços fiscais ou a incorporação de um departamento fiscal internamente. De facto, a linha entre o planeamento fiscal legítimo e ilegítimo é muito ténue, podendo existir discordâncias entre as autoridades fiscais e as empresas sobre a forma de aplicação das normas que regulam estas figuras (Khaoula e Moez, 2019). Isto resulta em potenciais perdas reputacionais e processos de litígio tributário em instância administrativa e/ou judicial.

Somos, desta forma, antes de mais, levados a refletir sobre as finalidades que são conferidas à liquidez adicional que resulta destas figuras e de que forma isso impacta o valor das empresas no médio-longo prazo. Por outro lado, os custos indiretos, nas suas diversas componentes devem merecer a nossa consideração de modo a estabelecer uma ponderação teórica de se estes resultam na diluição dos efeitos positivos do planeamento fiscal nos demais indicadores financeiros ou se são, de facto, residuais.

3.1. O Efeito da Liquidez Acrescida

No seio de uma empresa os impostos são vistos como um custo, resultando na diminuição dos lucros (Bauer, Kourouxous e Krenn, 2017), assim quando temos os incentivos fiscais como uma ferramenta de maximização financeira inferimos que do seu uso resultará uma liquidez acrescida que, caso contrário não existiria (Dhaliwal, Huang, Moser e Pereira, 2011).

De facto, este comportamento alinha-se perfeitamente com as responsabilidades e deveres do gestor, na medida em que este deve utilizar todos os meios ao seu dispor para maximizar a *performance* da sua empresa, reduzindo custos (Seifzadeh, 2022) Esta liquidez tem em si implícitas várias finalidades possíveis. Por um lado, pode ser retida na empresa, sendo utilizada para pagar dívida ou financiar novos projetos, por outro, pode ser distribuída aos

acionistas sob a forma de dividendos ou por via da recompra de ações (Scholes, Wolfson, Eriksen, Maydew e Shevlin, 2009) e (Dhaliwal, Huang, Moser e Pereira, 2011).

No caso de esta ser utilizada para financiar novos investimentos e projetos, isto resultará numa maior rentabilidade futura, na medida em que serão feitos investimentos que, ainda que com menor rentabilidade apresentam um retorno positivo para a empresa, que se não fosse a esta liquidez acrescida não seriam efetuados (Eichfelder, Jacob e Scheneider, 2021). Por sua vez, pode esta liquidez ser antes utilizada para reduzir o nível de dívida da empresa, contribuindo, no longo prazo, para um incremento do valor da empresa (Lonca e Caldeira, 2014; Slaydon e Uddin, 2018).

Coloca-se a hipótese alternativa de essa liquidez ser distribuída aos acionistas. Nesse caso a liquidez poderá ser distribuída sob a forma de dividendos o que condicionará positivamente a expectativa de dividendos futuros, resultando no aumento do preço das ações (William, 1938), ou seja, quanto maior o volume de dividendos distribuídos, maior será a cotação das ações e, desta forma, maior será o valor futuro da empresa (Lumapow e Tumiwa, 2017). Não obstante, na Europa, a distribuição de dividendos tem vindo a diminuir por contraponto com a recompra de ações (Eije e Meggison, 2008). Nesse sentido, a distribuição desta liquidez acrescida poderá dar-se por esta via que tenderá igualmente a ter um impacto positivo no valor das empresas, na medida em que faz a cotação das ações subirem (Haw, Ho e Zhang, 2011).

Vale ainda aludir ao efeito de aprendizagem inerente ao uso de incentivos fiscais, na medida em que empresas que recorrem a este tipo de figuras são mais propensas a voltar a recorrer no futuro (Sousa, 2023). Ora, este aspeto irá acentuar os efeitos anteriormente referidos, na medida em que será algo que se tenderá a repetir sucessivamente, assumindo-se como um efeito não pontual, mas sim estável e relativamente fixo.

Desta forma, e encarando neste contexto os incentivos fiscais como um instrumento de maximização financeira, temos que o seu uso e a liquidez acrescida por si gerada, na medida da redução de custos de natureza tributária, irá ter sempre um impacto positivo no valor das empresas. Não obstante, dadas as características das empresas em estudo, ressalvamos a possibilidade de, em certos casos, este efeito poder ser marginal.

De facto, o carácter extrafiscal destas figuras implica que estas tenham em si implícitas um conjunto de objetivos de cariz socioeconómico, pelo que os incentivos fiscais tendem a estar destinados a determinados tipos de empresas e indústrias. São, portanto, privilegiadas empresa que tenham atividades de I&D e que se encontrem ligadas à indústria produtiva, adicionalmente, no que concerne à dimensão, estas figuras tendem a estar mais direcionadas para PMEs.

3.2. O Risco de Litígio Tributário

É consensual entre os profissionais do ramo da consultoria fiscal, a existência de uma maior prevalência para empresas que recorrem a incentivos fiscais serem alvo de inspeções por parte da Autoridade Tributária e Aduaneira, sofrendo, em vários casos, correções de imposto, bem como multas e penalizações, face a discordâncias quanto à aplicação das normas que regulam estas figuras.

Simultaneamente, a literatura tem vindo a demonstrar que o planeamento fiscal resulta, na sua globalidade, no aumento do risco de litígio tributário (Gallemore, Maydew e Thornock, 2014). Nesse contexto, é estabelecida uma relação entre a existência de reservas de crédito de imposto e o aumento do risco de litígio tributário, com base nas apólices de seguro dos diretores das empresas (Donelson, Glenn e Yust, 2021).

Este tipo de fenómenos pode resultar, como já referido, em correções de imposto e no pagamento de multas. Concomitantemente, processos de litígio tributário, tanto pela via administrativa como judicial, implicam a contração de dispendiosos serviços de assessoria jurídica. Por outro lado, temos em consideração a exposição mediática destas empresas, pelo que o conhecimento público destes processos de inspeção e consecutivo pagamento de multas pode, adicionalmente, acarretar elevados custos reputacionais junto dos acionistas e consumidores (Hanlon e Slemrod, 2009).

Não obstante, se tivermos em conta as especificidades destas empresas, nomeadamente no que concerne à sua exposição mediática, devemos igualmente ter em consideração o acompanhamento fiscal acrescido a que estas entidades estão sujeitas, fruto da sua elevada dimensão. Nesse sentido, vale salientar que em Portugal estas entidades estão sujeitas a um acompanhamento contínuo por parte da Unidade dos Grandes Contribuintes (UGT),

responsável por prestar uma assistência personalizada, conferindo assistência pré-declarativa e disponibilizando-se para esclarecer dúvidas, entre outros assuntos de superior relevância fiscal circunscritos a contribuintes classificados como de elevada dimensão económica e fiscal. A Autoridade Tributária e Aduaneira salienta o objetivo da Unidade dos Grandes Contribuintes como “o de estabelecer uma relação de cooperação, transparência e boa-fé com os grandes contribuintes que permita promover o cumprimento voluntário das suas obrigações fiscais no momento certo e pelo valor devido, aproximando-o do que é potencialmente exigido pela lei e promovendo a confiança no sistema fiscal”.

Parece, por isso, muito pouco credível que o uso destas figuras de planeamento fiscal *intra-legem*, isto é, expressamente previstas na lei fiscal, possa levar a uma maior propensão para estas empresas serem inspecionadas, aumentando o risco de litígio tributário. De facto, estamos perante empresas que pela sua natureza e enquadramento legal estão já sujeitas a um elevado e contínuo escrutínio por parte das autoridades fiscais.

Desta forma, e encontrando estas figuras total enquadramento na lei fiscal portuguesa parece-nos plausível concluir que o risco de litígio tributário não afetará o efeito positivo do recurso a incentivos fiscais, pelo menos no caso específico destas empresas. Ainda que uma discordância quanto à interpretação e aplicação de uma norma inerente a estas figuras pudesse surgir, os responsáveis fiscais destas entidades seriam prontamente alertados para tal, no sentido de o corrigirem antes de um processo de litígio tributário ter lugar.

3.3. O Efeito Reputacional sobre os Acionistas

O reconhecimento ou a preocupação dos acionistas relativamente às atividades de planeamento fiscal pode levar a que os acionistas lhe atribuam um valor: se os impostos forem vistos como um fardo, será atribuída uma valoração positiva; caso as atividades de planeamento fiscal sejam tidas como arriscadas, será atribuída uma valoração negativa (Abdul, Wabah e Holland, 2012). Assim, caso as atividades de planeamento fiscal sejam percecionadas, na sua globalidade, de forma negativa, os acionistas podem responder negativamente ao anúncio de que existem práticas neste sentido (Desai e Dharmapala, 2009).

A literatura tem vindo a denotar uma tendência para o decréscimo do preço das ações mediante o conhecimento público de comportamentos fiscalmente agressivos por parte de

uma empresa (Hanlon e Slemrod, 2008). Não obstante, isolando os diversos custos que este tipo de comportamentos acarreta para as empresas, a agressividade fiscal torna as ações de uma empresa mais atrativas, para um investidor (Hanlon e Slemrod, 2008). Desta forma, tem-se que é do interesse dos acionistas a minimização da fatura fiscal, acautelando, simultaneamente, todos os custos que isso acarreta para a empresa, ou seja, os acionistas pretendem que a empresa seja “otimamente” agressiva. (Hanlon e Slemrod, 2008).

Nesse sentido a literatura tem vindo a defender que, de facto, as atividades de planeamento fiscal estão em linha com os interesses dos acionistas, na medida em que permitem maximizar o valor da empresa e, assim, a riqueza dos acionistas (Crocker e Slemrod, 2005; Lais, Richardson, Liu e McClure, 2018). Na verdade, este tipo de práticas pode inclusivamente levar a ganhos reputacionais por parte da empresa (Crocker e Slemrod, 2005; Khurane e Mose, 2013) e do CEO (Lais, Richardson, Liu e McClure, 2018). Nesse sentido, é ainda referido que CEOs de empresas que pagam mais impostos que as suas pares são mais propensos a serem despedidos (Chyz e Gaetner, 2018), sugerindo que estes têm elevados incentivos para reduzir a fatura fiscal da empresa o mais possível.

Isto é particularmente relevante quando encaramos o planeamento fiscal como uma técnica de otimização financeira que tem em vista a maximização dos resultados da empresa. Nesse sentido, vale resgatar uma das nossas premissas de base, segundo a qual os gestores não alteram significativamente o ciclo de investimentos em função da concessão de incentivos fiscais, mas antes fazem-no porque são altamente competentes e capacitados, procurando recorrer a todas as figuras e meios disponíveis de forma a maximizar os resultados e a *performance* financeira (Scholes, Wolfson, Eriksen, Maydew e Shevlin, 2009; Akbari, 2019; Seifzadeh, 2022). Temos, por isso, que, na verdade, o planeamento fiscal deve ser parte da responsabilidade financeira da empresa (Erle, 2004).

Parece-nos, assim, pouco provável que o uso de incentivos fiscais por parte das empresas resulte em perdas reputacionais junto dos acionistas, na medida em que, como já denotamos, não é plausível considerar que estas figuras resultem num risco acrescido para as empresas e, conseqüentemente, para os acionistas. O recurso a figuras encontra-se, portanto, alinhado com os interesses dos acionistas, na medida em que resulta num incremento da sua riqueza, isento ou de risco bastante reduzido. Desta forma, os custos reputacionais junto dos

acionistas não serão de todo uma força relevante que possa condicionar o efeito positivo da liquidez acrescida gerada pelo recurso a incentivos fiscais.

Na verdade, e seguindo o raciocínio desenvolvido nesta secção, poderá dar-se o caso em que o efeito reputacional junto dos acionistas seja positivo, na medida em que os acionistas terão uma perceção positiva acrescida do trabalho desenvolvido pelo CEO. Não obstante, ainda que se admita essa possibilidade, o efeito tenderá a ser marginal, na medida em que não nos é certo que a maioria dos investidores proceda a uma observação detalhada dos relatórios financeiros da empresa. Além disso, o nível de complexidade de que estes se encontram revestidos pode fazer com que não seja totalmente óbvio, para qualquer investidor, as escolhas tomadas pela empresa a nível fiscal (Hanlon, 2003).

3.4. O Efeito Reputacional sobre os Consumidores

A literatura diz-nos que o público geral apresenta uma tolerância reduzida face a empresas que procuram escusar-se do pagamento de impostos, suscitando preocupação junto dos gestores no que diz respeito à reação dos clientes (Shulman, 2009). Surge a preocupação de que empresas que participam em atividades que têm em vista a redução da fatura fiscal sejam vistas como socialmente irresponsáveis, na medida em que estas atividades originam uma transferência de recursos da sociedade para os acionistas (Dowling, 2013), resultando numa penalização por parte dos consumidores (Bankman, 2004). Simultaneamente, refere-se que, no caso particular de grandes empresas, estas não devem participar em esquemas de evitação fiscal, na medida em que empresas de menor dimensão têm menos recursos para o fazer, gerando uma situação de desigualdade (Dowling, 2013).

Chamamos, portanto, à atenção para o facto da relação que a literatura tem vindo a estabelecer entre a dimensão das marcas e o comportamento fiscal das empresas. Observa-se que empresas com marcas valiosas e cuja atividade económica seja altamente dependente das mesmas têm comportamentos fiscais menos agressivos, sob pena de sofrerem represálias por parte dos consumidores (Austin e Wilson, 2017). Por outro lado, a literatura denota também que empresas que demonstrem um maior poder ao nível do produto tendem a evitar mais o pagamento de impostos (Kubick, Lynch, Mayberry e Omer, 2015).

A literatura parece, contudo, concluir que existe uma certa indiferença do consumidor face a este tipo de atividades. Estudos referem que mediante o conhecimento público de que as empresas participam em esquemas de planeamento fiscal, não existe qualquer alteração significativa nas vendas, crescimento das vendas ou gastos publicitários (Gallemore, Maydew e Thornock, 2014). Na verdade, os dados são consistentes com empresas com elevado capital reputacional não deixarem de participar em esquemas de planeamento fiscal, mesmo perante custos reputacionais, podendo isto indicar que existe uma certa imunidade por parte deste tipo de empresas a fenómenos desta natureza (Gallemore, Maydew e Thornock, 2014).

Assim, face à natureza das empresas portuguesas cotadas parece-nos pouco credível que possa existir um dano reputacional significativo face ao conhecimento público e generalizado de que estas empresas recorrem a incentivos fiscais. Existe, para o caso particular das empresas portuguesas cotadas em bolsa, uma certa desconexão entre o peso da marca e o *core* da sua atividade negócio. Nos raros casos em que a denominação empresarial da entidade cotada se aproxima da marca à qual os consumidores são expostos, trata-se, maioritariamente, de empresas com uma procura bastante inelástica. No mesmo seguimento, estamos perante empresas com um enorme domínio do mercado em que atuam, em grande parte, setores chave referentes a bens e serviços essenciais. Desta forma, dada a sua posição dominante, mesmo que os consumidores desejassem realizar um boicote generalizado, teriam uma enorme dificuldade em fazê-lo.

Supletivamente, a complexidade das normas e dos sistemas fiscais não deve ser desconsiderada enquanto elemento relevante que se impõe como entrave à compreensão do cidadão comum das práticas fiscais de determinada empresa. De facto, as responsabilidades fiscais são frequentemente apresentadas nos relatórios financeiros de uma forma complexa, apenas compreensível a um perito na matéria, tornando difícil percecionar a dimensão real do planeamento fiscal (Hanlon, 2003).

Não podemos ainda deixar de nos referir à legitimidade destas figuras, na medida em que, como já referido, estas encontram enquadramento nos demais normativos legais. Nesse sentido, é pouco credível que possam existir escândalos públicos referentes ao uso de incentivos fiscais, principalmente quando o risco de litígio tributário é, como já pudemos concluir, residual. Contudo, mesmo num cenário extremo em que tal pudesse acontecer, consideramos que o impacto tenderia a ser residual, na medida em que se tem vindo a

verificar uma cultura de normalização das atividades de planejamento fiscal, minimizando a dimensão possível dos custos reputacionais (Ordower, 2010).

4. Desenvolvimento da Hipótese

O nosso estudo assenta na premissa de base de que o planeamento fiscal não se reduz a uma mera transferência de recursos entre o estado e os acionistas (Desai e Dharmapala, 2009), na medida em que existem custos reais e custos potenciais ao participar neste tipo de atividades (Khaoula e Moez, 2019). Nesse sentido, a literatura tem vindo a denotar que a linha entre o planeamento fiscal legítimo e ilegítimo é muito ténue (Khaoula e Moez, 2019), podendo originar perdas reputacionais, custos de agência, multas e penalizações, incerteza, risco acrescido e custos de natureza política (Desai e Dharmapala, 2006; Hanlon e Slemrod, 2009).

Este aspeto resulta em vários resultados conflitantes no que diz respeito à relação entre o uso de instrumentos de planeamento fiscal e o valor da empresa. De facto, o planeamento fiscal exige uma adequada compreensão de todas as implicações respetivas (Scholes, Wolfson, Eriksen, Maydew e Shevlin, 2009), pelo que com base na observação teórico-prática tecemos várias considerações sobre as diversas implicações que o uso de incentivos fiscais tem.

Por um lado, a mera implementação de estratégias de planeamento fiscal é extremamente custosa, sendo intensiva em tempo e conhecimentos específicos, exigindo vários recursos económicos, tanto internos como externos (Hasseldrine, 2009; Gallemore e Labro, 2015). Por outro lado, temos em consideração o risco de litígio tributário acrescido e os custos reputacionais juntos dos acionistas e dos consumidores, contrapondo-o com o efeito da liquidez acrescida resultante do uso de incentivos fiscais. Neste contexto, a literatura existente sobre as matérias em estudo aponta-nos para a marginalidade dos custos indiretos referidos, face ao efeito da liquidez acrescida.

Vários estudos têm vindo a denotar uma relação negativa entre o recurso a estratégias de minimização fiscal e o valor futuro da empresa, sustentando os seus resultados no facto de que figuras como os incentivos fiscais são maioritariamente direccionadas para PMEs, caracterizadas por apresentarem condições financeiras débeis, e, ainda, por contribuírem para alterar significativamente as dinâmicas de mercado, aumentando o nível concorrencial (Na, Kang e Lee, 2021). Não obstante, as empresas em estudo têm uma posição extremamente bem cimentada no mercado, constituindo a espinha dorsal do tecido empresarial português, pelo que não encontram qualquer semelhança com a descrição feita. No mesmo sentido,

estas são, como já referido neste estudo, empresas com um elevado poder de mercado (Blees, Kemp, Maas e Mosselman, 2003), pelo que parece altamente improvável que, face à natureza do tecido empresarial português, a concessão de incentivos fiscais possa levar à entrada de novas empresas que destronem a posição de mercado das incumbentes (Couto e Barbosa, 2020).

Simultaneamente, surge a preocupação de os gestores investirem excessivamente, tendo apenas em vista a obtenção de créditos fiscais, levando a decisões de investimento desacertadas, em que caso não existissem incentivos fiscais estas não teriam lugar (Inger, 2014). Não obstante, nesse caso estaríamos a contrariar a formulação inicial, segundo a qual a concessão de incentivos fiscais não resulta numa alteração significativa do ciclo de investimentos, mas antes serve como um instrumento de maximização da *performance* financeira, uma vez que os gestores destas empresas são altamente competentes e capacitados, procurando utilizar todas as ferramentas ao seu dispor para minimizar custos (Scholes, Wolfson, Eriksen, Maydew e Shevlin, 2009; Akbari, 2019; Seifzadeh, 2022).

Mesmo que admitíssemos que a concessão de incentivos fiscais contribui para uma alteração fundamental das decisões de investimento das empresas, a observação empírica tem vindo a chamar à atenção para o facto de apesar de os incentivos fiscais originarem uma descida na rentabilidade média dos investimentos realizados, esta continua a ser positiva (Eichfelder, Jacob e Scheneider, 2021).

Por outro lado, os estudos que apontam para a existência de uma relação positiva entre o planeamento fiscal e o valor futuro da empresa (Khaoula e Moez, 2019) sustentam, de uma forma geral, os seus resultados no facto de este tipo de atividades permitir a poupança de recursos que, caso contrário, seriam apoderados pelo Estado (Scholes, Wolfson, Eriksen, Maydew e Shevlin, 2009) e (Seifzadeh, 2022). Por sua vez, esta poupança é economicamente significativa, contribuindo para o aumento dos cash-flows da empresa, beneficiando diretamente ou indiretamente todas as partes envolvidas (Phillips, 2003). Desta forma tem-se que as atividades de planeamento fiscal, nomeadamente o recurso a incentivos fiscais, estão alinhadas com os interesses dos acionistas (Hanlon e Slemrod, 2008) e (Lanis, Richardson, Liu e McClure, 2018).

Neste sentido, e face às considerações tecidas ao longo deste estudo temos que os gestores destas empresas, face à sua racionalidade, participam neste tipo de atividades caso os ganhos delas decorrentes compensem os diversos custos enunciados (Scholes, Wolfson, Eriksen, Maydew e Shevlin, 2009). De facto, uma política fiscal agressiva pode contribuir para a diluição do capital reputacional da empresa (Lanis e Richardson, 2016), derivado de potenciais custos reputacionais e do risco implícito na estratégia (Graham, Hanlon, Shevlin e Shoroff, 2014). Isto resulta, contudo, no condicionamento das decisões dos gestores e, por sua vez, dos resultados observados, já que as estratégias percecionadas como mais arriscadas não serão implementadas, não sendo observada a real dimensão do impacto reputacional do planeamento fiscal (Graham, Hanlon, Shevlin e Shoroff, 2014).

Ainda assim, a literatura sustenta também a possibilidade de o planeamento fiscal não ter um impacto significativo sobre o valor da empresa (Desai e Dharmapala, 2009). O comportamento das ações parece seguir uma lógica semelhante, na medida em que o conhecimento público de atividades de planeamento fiscal percecionadas como agressivas resulta numa redução do preço das cotações, contudo este recupera para os níveis anteriores numa janela de 30 dias (Gallemore, Maydew e Thornock, 2014). Um paralelo pode ser estabelecido entre a concessão de incentivos fiscais e a subsidiação de empresas, pelo que os resultados nesta matéria apontam para um impacto nulo sobre a *performance* das empresas (Tzelepis e Skuras, 2006).

Desta forma, resgatamos as considerações feitas ao longo deste estudo relativamente aos diversos custos implícitos no uso de incentivos fiscais. Para além dos custos diretos inerentes às atividades de planeamento fiscal, concluímos que os diversos custos indiretos que pudessem advir desta opção não são suficientemente significativos ao ponto de resultarem na diluição do efeito positivo da liquidez acrescida, resultante do uso de incentivos fiscais. Não obstante, não podemos deixar de atender à natureza das empresas em estudo, na medida em que estamos perante enormes grupos económicos, bem estabelecidas e com um papel preponderante na economia portuguesa. Por sua vez, a figura dos incentivos fiscais está maioritariamente direcionada para PME's, onde têm um maior abrangência e impacto sobre os seus resultados financeiros. Vale ainda referir que estas são figuras essencialmente direcionadas para os setores produtivos e para empresas que realizem atividades de I&D. Neste sentido, e atendendo à natureza das empresas portuguesas cotadas em bolsa, temos que ainda que estas figuras tenham em si implícito um carácter positivo, este será marginal já

que várias das empresas visadas não irão beneficiar dos mesmos ou irão beneficiar de uma forma reduzida. Assim, inferimos a seguinte hipótese:

Hipótese: Os incentivos fiscais têm um efeito nulo sobre o valor futuro das empresas.

5. Metodologia

O conceito de incentivo fiscal está associado ao efeito de liquidez acrescida, podendo esta encontrar diversas finalidades distintas que influenciam positivamente o valor da empresa. No entanto, o planeamento fiscal tem em si implícitos, logo à partida, custos diretos referentes à contratação de serviços de consultoria fiscal ou à implementação *in-house* de meios que permitem promover a eficiência fiscal das empresas.

Supletivamente, não é certo que a vantagem fiscal revelada esteja isenta de outros custos que não os referidos, pelo que, decorrente da observação teórico-prática, formulamos que o incentivo decorrente da implementação deste tipo de estratégias pode não se consumir numa simples transferência de recursos do Estado para os acionistas destas empresas (Desai e Dharmapala, 2009). O nosso estudo parte, por isso, da formulação de que o recurso a incentivos fiscais pode acarretar custos indiretos que se repercutem negativamente no valor da empresa no longo prazo. Assim, temos em conta questões relativas aos riscos reputacionais e de litígio inerentes a estas figuras e à forma como condicionam a relação entre o uso de incentivos fiscais e o valor futuro da empresa.

Neste sentido, partindo da literatura existente, a qual estabelece uma relação entre as estratégias de planeamento fiscal e o uso de incentivos fiscais com o valor futuro da empresa, adotamos um modelo de *firm value* (Desai e Dharmapala, 2009; Khaoula e Moez, 2019; Hasan, Lobo e Qiu, 2021; Na, Kang e Lee, 2021; Seifzadeh, 2022) de forma a avaliar o impacto que o uso de incentivos fiscais tem sobre o valor da empresa no longo prazo.

5.1. Variáveis

Para o efeito, definimos como variável dependente o *Tobin's Q* (TQ), que tem vindo a ser mencionado na literatura científica referente a fenómenos económico-tributários como uma boa *proxy* para o valor futuro da empresa (Desai e Dharmapala, 2009; Khaoula e Moez, 2019; Tang, 2019; Hasan, Lobo e Qiu, 2021; Na, Kang e Lee, 2021; Seifzadeh, 2022). Por sua vez, esta é calculada com base na soma do valor de mercado do capital próprio com o valor contabilístico da dívida, dividida pelo valor contabilístico do ativo correspondendo o valor de mercado às cotações médias das ações ao longo do ano.

Ainda que a literatura sobre este tipo de fenómenos tenha vindo a adotar uma forma de mensuração que recorre ao valor das cotações à data do fecho de mercado no final de cada ano (Desai e Dharmapala, 2009; Seifzadeh, 2022), no contexto deste estudo parece-nos inadequado adotar essa abordagem. De facto, há que ter em atenção o funcionamento e os *timings* do sistema fiscal e financeiro, ponderando a forma de medição que melhor ilustre a realidade, face aos factos que pretendemos estudar. É conhecimento geral que a submissão da declaração Modelo 22, à luz da alínea b), do n.º 11 do artigo 120.º do CIRC, por regra, tem lugar até ao último dia do 5º mês seguinte ao termo do período de tributação. Ou seja, na maioria dos casos, até ao dia 31 de maio de cada ano. Por sua vez, a apresentação dos resultados das empresas cotadas, nos quais estão refletidos os incentivos fiscais consumidos, tende a acontecer apenas no início do ano seguinte ao qual estes dizem respeito.

Seguimos, por isso, uma linha de raciocínio em sintonia com a literatura existente (Gallemore, Maydew e Thornock, 2014), acautelando para o facto de que o efeito negativo ou positivo referente ao conhecimento do uso de incentivos fiscais esteja essencialmente concentrado nos momentos em que esses factos são tornados públicos, sendo diluído ao longo do resto do ano. Nesse sentido, estipulamos que seja utilizado o valor médio das cotações bolsistas no cálculo do *Tobin's Q*, de modo a controlar para possíveis perdas de informação.

$$(\text{Valor médio das cotações do valor de mercado da empresa no período} + \text{Valor contabilístico da dívida do período}) / \text{Valor contabilístico do ativo do período}$$

No seguimento da nossa hipótese definimos a variável Tax Incentives (TI) que traduz o rácio entre o crédito fiscal consumido num determinado ano e o total de vendas nesse mesmo ano. A literatura que estuda o planeamento fiscal enquanto conceito de natureza abrangente, define este tipo de estratégias como todo o tipo de atividades, seja de natureza legal ou ilegal, que permitem reduzir a fatura fiscal (Dyreng, 2008; Hanlon e Heitz, 2010; Lisowsky, 2013; Tang, 2017). Ora esta redução faz-se, em termos comparativos, face à taxa de imposto estatutária (STR), resultando numa taxa efetiva de imposto (ETR) inferior. Nesse sentido a literatura tem vindo a medir o planeamento fiscal com base na ETR, sendo que uma ETR inferior será indicativa de uma maior adesão a este tipo de atividades.

Não obstante, com base na análise à literatura existente é possível denotar que quando olhamos para os modelos a que os demais autores recorrem, não é feita uma separação entre

planeamento fiscal ilegítimo e legítimo e, dentro deste último, das suas diversas componentes. Desta forma, tendo em vista captar o efeito dos incentivos fiscais de dedução à coleta na sua totalidade, estipulamos que a proporção da intensidade do crédito fiscal consumido num determinado ano, traduzirá o impacto que estes incentivos terão sobre a empresa. Assim quão maior for o rácio suprarreferido, maior tenderá a ser o impacto sobre a empresa, independentemente do sinal observado.

Ainda assim, temos de ter em consideração a natureza destas figuras e a forma como se interligam com o nosso estudo. Desta forma, sendo o nosso foco a perspetiva reputacional dos incentivos fiscais e de que forma isso pode condicionar o efeito positivo que se esperaria que tivessem sobre as empresas, estatuímos um desfasamento entre o ano a que o montante de incentivo consumido diz respeito e o ano da cotação. Isto é, face à natureza do IRC e da forma como estes créditos são processados na sequência do cumprimento das obrigações declarativas das pessoas coletivas, esta vantagem, tendencialmente, só será utilizada no ano a seguir ao que efetivamente diz respeito, para efeitos fiscais.

Ou seja, assumindo que estamos unicamente perante empresas que adotam um ano fiscal coincidente com o ano civil, o crédito fiscal respeitante a um ano, para efeitos práticos, só será utilizado no ano seguinte na sequência do processamento da M22. Nesse caso, os acionistas e os consumidores só teriam conhecimento público destes factos no ano a seguir ao ano a que eles efetivamente dizem respeito, pelo que é de concluir que os créditos fiscais do ano anterior influenciam as cotações do ano presente.

$$\textit{Incentivo fiscal consumido no período anterior} / \textit{Total de vendas do período anterior}$$

A rentabilidade do ativo (ROA) é comumente utilizada na literatura empírica para atestar a performance empresarial na medida em que permite avaliar a capacidade para uma empresa continuamente gerar mais lucros e, assim, construir mais valor para os seus acionistas. Mais concretamente, uma empresa que maximiza o seu índice de rentabilidade, aumenta o seu valor, dando, em simultâneo, aos investidores sinais positivos quanto à sua capacidade para o voltar a repetir no futuro (Hastuti e Carolina, 2021; Simanullang, Edward, Ginting e Simorangkir, 2021).

Neste sentido, os investidores terão a expectativa de que a empresa continuará a apresentar sucessivamente mais e melhores resultados, abrindo lugar a que mais dividendos sejam distribuídos no futuro (Mondigliani e Miller, 1958). Tais factos, condicionarão invariavelmente o preço das cotações por via da procura (Simanullang, Edward, Ginting e Simorangkir, 2021), tendo, indiretamente, um reflexo sobre o valor futuro da empresa, nos termos acima apresentados.

$$\text{Resultado líquido do período} / \text{Valor contabilístico do ativo do período}$$

A crescente discrepância informacional entre os resultados líquidos reportados segundo os GAAP e os conceitos base subjacentes ao cálculo do lucro operacional (OI) tornam a informação contida nesta métrica cada vez mais relevante no que concerne à análise dos relatórios financeiros de uma empresa (Brown e Sivakumar, 2003). De facto, a medida do resultado líquido é altamente influenciada por fatores não refletidos no lucro operacional, tais como a estrutura de capitais da empresa (Jayathilaka, 2020).

Nesse sentido, enquanto medida alternativa para a rentabilidade, seguimos uma lógica semelhante à variável anterior, pelo que se espera que uma variação no lucro operacional influencie indiretamente o valor futuro da empresa. Isto é, uma variação no lucro operacional condicionará as expectativas dos investidores quanto ao futuro da empresa.

$$(\text{Lucro operacional do período} - \text{Lucro operacional do período anterior}) / \text{Lucro operacional do período anterior}$$

No mesmo sentido, a taxa e a velocidade a que uma empresa cresce (GRW) são igualmente indicativas das perspetivas respeitantes ao seu futuro. Isto é, empresas que apresentam um maior crescimento dão provas da sua capacidade competitiva num ambiente de mercado e geram continuamente maiores lucros (Irawan, Pulungan, Subiyanto e Awaludin, 2022). Assim, a literatura tem vindo a demonstrar que o crescimento das empresas, nomeadamente medido com base nas vendas, afeta positivamente a rentabilidade e, por essa via, o valor da empresa (Juniarti, 2014 e Hasbi, 2015).

Desta forma, somos levados a concluir que o crescimento da empresa tenderá a ser um fator decisivo na determinação do seu valor futuro (Febriyanto, 2018). Recorremos a uma medida

assente nas vendas, na medida em que tem vindo a ser discutido que o *market-to-book ratio*, enquanto medida de criação de valor, é, por si só, teoricamente equivalente ao *Tobin's Q* (Kerin, Varaiya e Weeks, 1987). Adicionalmente, vários estudos que avaliam o impacto de fenómenos económico-tributários ao nível do *firm value* recorrem comumente à variação das vendas ano-a-ano para atestar as oportunidades de crescimento da empresa (Desai e Dharmapala, 2009; Tang, 2019 e Na, Kang e Lee, 2021).

$$(Vendas\ do\ período - Vendas\ do\ período\ anterior) / Vendas\ do\ período\ anterior$$

Os *cash-flows* operacionais (OCF) permitem avaliar a capacidade da empresa para gerar a liquidez necessária de forma a fazer face às suas responsabilidades de curto prazo, sendo um importante indicador da saúde financeira da mesma. Além disso, a literatura tem vindo a notar que os *cash-flows* operacionais permitem explicar e prever a capacidade de a empresa gerar *cash-flows* futuros (Luo, 2008). Neste sentido, é expectável que esta sinalização crie determinado tipo de expectativas junto dos investidores, influenciando, mesmo que não totalmente, a cotação das ações (Luo, 2008). Desta forma, atendendo à forma como construímos a nossa variável dependente, os *cash-flows* operacionais poderão ser suscetíveis de influenciar o valor futuro da empresa.

$$Cash-flow\ operacional\ do\ período / Valor\ contabilístico\ do\ ativo\ do\ período$$

A literatura aponta para uma associação positiva entre o peso dos ativos intangíveis (INTAN), quando reconhecidos contabilisticamente, e o rácio de alavancagem da empresa (Lim, Macias e Moeller, 2020). Neste sentido, não sendo o valor futuro da empresa indiferente ao nível de alavancagem, o peso dos ativos intangíveis é passível de afetar o valor futuro da empresa. Simultaneamente, tem vindo a ser igualmente destacado que empresas que investem em ativos intangíveis tendem a observar níveis de crescimento superiores (Bagna, Ramusino, Denicolai, 2021), podendo este fator ter também um efeito considerável no valor futuro da empresa.

$$Valor\ contabilístico\ do\ ativo\ intangível\ do\ período / Valor\ contabilístico\ do\ ativo\ do\ período$$

Paralelamente, a literatura também indica que empresas com um maior volume de ativos fixos tangíveis tendem a contrair níveis mais altos de passivo de longo prazo (Hall, 2012).

Em contrapartida, tem vindo a ser observado que empresas com um maior volume de ativos fixos tangíveis apresentam um menor nível de crescimento (Lei, Qiu e Wan, 2018). Neste sentido, pese embora a existência de dados conflitantes quanto a esta métrica, prevê-se que a mesma seja suscetível de influenciar o valor futuro da empresa.

$$\text{Valor contabilístico do ativo tangível do período} / \text{Valor contabilístico do ativo do período}$$

O valor futuro da empresa é igualmente passível de ser influenciado pela sua dimensão (SIZE), na medida em que empresas de maior dimensão apresentam mais e melhores recursos de forma a assegurar o normal funcionamento das suas operações. Neste sentido, empresas de maior dimensão, tendem a estar mais bem estabelecidas, o que resultará num maior poder de mercado (Hall e Weiss, 1967).

Supletivamente, empresas de maior dimensão têm mais facilidade em aceder aos mercados de capitais de forma a conseguir os meios necessários para financiar os seus projetos de investimento (Davies, Hiller, McColgan, 2005). Desta forma, empresas de maior dimensão terão mais oportunidades para aumentar a sua rentabilidade (Rahman e Yilun, 2021), o que terá invariavelmente um impacto positivo no valor futuro da empresa.

$$\text{Log (Valor da capitalização de mercado do período)}$$

Empresas de maior idade (AGE) tendem a encontrar-se mais bem estabelecidas no mercado, beneficiando de economias de escala assentes na aprendizagem, por outro lado, pode dar-se o caso de que estas demonstrem uma maior rigidez em adaptar-se às mudanças latentes no mercado (Auoadi e Marsat, 2018). De facto, à medida que a idade das empresas aumenta, a sua rentabilidade e, conseqüentemente, o valor futuro diminuem, na medida em as alternativas de investimento à sua disposição tendem a diminuir com o tempo (Chay, Kim e Suh, 2015; Rahman e Yilun, 2021).

Estas evidências conflitantes quanto à relação entre a idade das empresas e o seu valor futuro são sustentadas pela literatura que denota uma relação convexa positiva entre a idade e a rentabilidade das empresas, em que esta diminui numa primeira instância e depois aumenta (Akben-Selcuk, 2016).

Log (Número de anos desde que a empresa se encontra listada)

O nível de alavancagem (LEV) tem vindo a ser observado na literatura como um fator relevante a considerar na avaliação do valor futuro da empresa. De facto, o conceito de *tax shield*, vem desempenhar importantes considerações neste sentido. A literatura chama, por isso, à atenção para a poupança fiscal originada pelo uso de capitais alheios em contraste com o uso de capitais próprios, e o impacto que isso tem sobre o valor da empresa, neste sentido, esperamos que por via deste mecanismo, a alavancagem influencie positivamente o valor da empresa (Barbosa, Brigida e Pratt, 2022).

Valor total da dívida de longo prazo do período / Valor contabilístico do ativo do período

Adicionalmente, face a preocupações de a uma possível heterogeneidade na amostragem, introduzimos variáveis de efeitos fixos ao nível da empresa e ano, de forma a controlar as características das empresas não variáveis temporalmente e os choques temporais.

5.2. Amostra

Para efeitos de amostragem, começamos por delinear a delimitação temporal deste estudo, abrangendo o período entre 2010 e 2022, inclusive, estando limitado à informação disponível pela Autoridade Tributária e Aduaneira quanto aos beneficiários de incentivos fiscais.

Assim, a nossa base de dados quanto às empresas beneficiárias de incentivos fiscais listadas na Euronext Lisboa é construída manualmente, atendendo a uma série de pressupostos teóricos.

Começamos por excluir todas as empresas do setor financeiro e de seguros, bem como sociedades anónimas desportivas.

Por sua vez, surge a preocupação de que muitas das empresas listadas, sendo SGPS, não beneficiam diretamente da maioria dos incentivos fiscais. Nesse caso pode dar-se a situação de termos empresas cotadas que na base de dados da Autoridade Tributária e Aduaneira não deduzem incentivos fiscais, mas na verdade as sociedades por si detidas e geridas deduzem,

o que, no seio do nosso estudo, criaria uma desconexão entre os dados fiscais e as cotações bolsistas.

Efetivamente, as sociedades sob o escopo do RETGS podem deduzir no seio da SGPS o montante de incentivo fiscal apurado por todas as sociedades abrangidas, quando esta seja a sociedade dominante. Nesse caso, a preocupação suprarreferida não teria lugar, não obstante, não é tácito que todas as empresas aqui visadas sejam abrangidas por este raciocínio. Adicionalmente, no RETGS, podem não estar incluídas empresas que, pelas relações de grupo, sejam ainda assim suscetíveis de influenciar o preço das ações da empresa cotada.

Dessa forma, contruímos uma base de dados ilustrativa da composição dos grupos societários das empresas listadas na Euronext Lisboa, com base no critério de detenção direta de mais de 50%. Consideramos a estrutura empresarial à presente data e, com recurso à Orbis, observamos as mudanças nas participações sociais das subsidiárias detidas

Uma vez compilada esta informação, cruzámos esta informação com as bases de dados da Autoridade Tributária e Aduaneira, de forma a que os créditos fiscais da empresa cotada e das suas subsidiárias possam ser considerados como se de uma entidade única se tratasse, isto é, tem-se que, para efeitos de amostragem, estes créditos fiscais respeitarão unicamente à entidade cotada.

As demonstrações financeiras da empresa foram igualmente extraídas com recurso à Orbis, sendo as mesmas apresentadas no formato consolidado.

Quanto à informação histórica das cotações, esta foi extraída da plataforma Refinitiv, sendo posteriormente calculada a média anual relativa a cada uma das empresas em estudo. Simultaneamente, obtemos, com recurso à Orbis, a informação histórica do número de ações das empresas em estudo.

Como resultado, a nossa amostra final é composta por 31 empresas e 323 observações empresa-ano.

5.3. Modelo Empírico

Conforme mencionado, foram utilizados os dados das empresas listadas na Euronext Lisboa no período de 2010 a 2022. Assim, o presente estudo foi conduzido recorrendo a dados em painel, ou seja, observando um conjunto de empresas ao longo de uma série temporal. Desta forma, o método de estimação é uma regressão com dados em painel com efeitos fixos.

Neste sentido, com o intuito de avaliar o impacto que o uso de incentivos fiscais tem sobre o valor futuro das empresas das empresas cotadas no Euronext Lisboa, adotamos o seguinte modelo:

$$TQ_{ti} = \beta_0 + \beta_1 TI_{t-1,i} + \beta_2 ROA_{t,i} + \beta_3 OI_{t,i} + \beta_4 GRW_{t,i} + \beta_5 OCF_{t,i} + \beta_6 INTAN_{t,i} + \beta_7 TAN_{t,i} + \beta_8 SIZE_{t,i} + \beta_9 AGE_{t,i} + \beta_{10} LEV_{t,i} + \gamma_i + \rho_t + \varepsilon_{t,i}$$

Com t e i a denotar, respetivamente, período em análise e a empresa

6. Análise Univariada

Nesta secção são apresentadas as estatísticas descritivas e as correlações, conforme as variáveis e modelos definidos anteriormente.

6.1. Estatísticas Descritivas

Atendendo aos dados contidos na nossa amostra, temos as estatísticas descritivas de cada uma das variáveis do modelo, tanto explicada como explicativas, as quais se encontram apresentadas na Tabela 1, relativamente ao período amostral.

No que concerne à nossa variável dependente, *Tobin's Q* (TQ), verifica-se que apesar da presença de valores relativamente extremados, o desvio-padrão assume um valor que pode ser considerado normal face à natureza da variável, apontando para o efeito desprezível dos valores mais extremos. Além disso, verificamos uma amostra relativamente equilibrada onde predominam valores abaixo ou ligeiramente acima de 1, com média de 1,10682, a qual relativamente próxima da mediana que assume um valor de 0,99635. Por consequência, estes dados apontam-nos para a predominância de empresas com boas oportunidades de crescimento.

Por sua vez, a nossa principal variável explicativa, a qual mede a intensidade e o peso do incentivo fiscal (II) utilizado pelas empresas em estudo, apresenta valores médios relativamente baixos. De facto, este dado está diretamente relacionado com o facto de estes mecanismos serem principalmente direccionados para PME's, tendo um peso residual nas grandes empresas, como é o caso das que se encontram a ser analisadas no presente estudo. No entanto, verificamos que a média é consideravelmente inferior à mediana, sugerindo que, dentro da magnitude dos valores presentes, predominam valores mais elevados. Além disso, face à magnitude dos valores observados, a variância é bastante elevada, o que pode ser explicado pelo facto de existirem várias empresas que, devido à natureza do seu negócio, não são suscetíveis de beneficiar destes mecanismos ou beneficiam numa intensidade reduzida. Nesse sentido, os valores máximos e mínimos, o quais denotamos como bastante polarizados, sustentam este entendimento, assim como a diferença considerável entre a média e a mediana.

A nossa medida de rentabilidade (ROA) apresenta uma média de 2,537%, a qual se encontra em linha com a mediana, apontando para uma amostra bastante equilibrada. Por sua vez, verificamos a presença de valores bastante extremados e, consequentemente um desvio-padrão bastante elevado. Isso pode ser atribuído ao facto de medirmos a rentabilidade em função do ativo, sendo a nossa amostra composta por uma multiplicidade de empresas, as quais operam em setores bastante distintos. Alguns destes setores são caracterizados por serem capital intensivos, enquanto outros são mão de obra intensivos, resultando em valores do ROA mais extremados consoante o setor. Nesse contexto, podemos também estar perante empresas em fases bastante distintas dos seus ciclos de vida. Adicionalmente, o período da amostra compreende anos nos quais ocorreram ciclos económicos negativos, pelo que esses acontecimentos são também eles suscetíveis de influenciar este dado.

No que concerne à variação do resultado operacional (OI), observamos uma média de -32,561%, a qual se apresenta como bastante distante da mediana, indicando uma amostra bastante desequilibrada, onde predominam valores mais baixos. Nesse sentido, observamos valores bastante extremados e um desvio-padrão bastante elevado, o que pode ser explicado pela ocorrência de ciclos económicos negativos. No contexto da nossa análise, a estatística descritiva desta variável não apresenta grande interesse explicativo.

Quanto à variável que traduz o crescimento da empresa (GRW), especificamente em termos de vendas, observamos um crescimento médio de 2,433%, com uma amostra relativamente equilibrada, onde, ainda assim, predominam valores mais elevados. No entanto, no contexto desta variável, o desvio-padrão é relativamente elevado, o que pode ser explicado pela ocorrência de ciclos económicos negativos e pelo facto de estarmos perante empresas em diferentes etapas do seu ciclo de vida. No contexto da nossa análise, a estatística descritiva desta variável não apresenta grande interesse explicativo.

A nossa medida do cash-flow operacional (OCF) apresenta uma amostra relativamente equilibrada, com a média bastante próxima da mediana. Ainda assim, podemos inferir a partir estatísticas, que existem uma predominância de valores baixos. Verificamos ainda valores relativamente extremados e um desvio-padrão considerável, o qual poderá ser explicado pelos diferentes ciclos económicos latentes na amostra, bem como empresas em diferentes ciclos de vida. No contexto da nossa análise a estatística descritiva desta variável não apresenta grande interesse explicativo.

Quanto à variável que traduz o peso dos ativos intangíveis no total do ativo (INTAN), verificamos que a amostra é desequilibrada, com uma média superior à mediana, predominando valores mais elevados. Além disso, observamos valores muito extremados e um desvio-padrão bastante elevado, no contexto da amostra. Dada a natureza desta variável, os resultados desta estatística descritiva podem ser explicados pelo diferente tipo de empresas presente nesta amostra, nomeadamente a sua maior ou menor dependência de ativos intangíveis para efeitos da prossecução do seu objeto de negócio.

Já em relação à variável que traduz o peso dos ativos fixos tangíveis no total do ativo (TAN), ao contrário da última estatística descritiva, verificamos uma amostra equilibrada, com uma média similar à mediana. Ainda assim, continuamos a observar a presença de valores extremados, assim como um desvio-padrão bastante significativo, o que, mais uma vez, pode estar diretamente relacionado com a maior ou menor dependência das empresas deste fator para a prossecução do seu objeto de negócio.

No que concerne à dimensão da empresa (SIZE), medida pelo logaritmo do valor de mercado da empresa, observamos uma amostra relativamente equilibrada, com a média bastante próxima da mediana. Embora existam valores relativamente extremados, o desvio-padrão é baixo. Dessa forma, esta estatística descritiva aponta-nos para um tecido empresarial relativamente constante quanto à dimensão das suas empresas.

Quanto à idade das empresas (AGE), medida de acordo com o logaritmo do número de anos desde que esta se encontra listada, observamos uma amostra bastante equilibrada, com uma média bastante próxima da mediana. Por sua vez, ainda que observemos valores relativamente extremos, verificamos um desvio padrão relativamente baixo sustentando o dado da existência de um tecido empresarial relativamente uniforme quanto à idade das empresas.

Em relação ao rácio de alavancagem (LEV) denotamos uma amostra equilibrada, com a média relativamente próxima da mediana. No entanto, observamos valores bastante extremados, sendo o desvio-padrão relativamente elevado face à magnitude dos valores em questão. Desta forma, podemos inferir desta estatística descritiva a existência de diferentes estruturas de capital na amostra de empresas em estudo.

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas

Variável	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
TQ	1,10682	0,99635	0,43696	0,46537	3,77854
TI	0,00193	0,00013	0,00413	0,00000	0,02313
ROA	0,02537	0,02478	0,10250	-0,45668	1,41336
OI	-0,32561	0,01040	2,64062	-31,57647	4,87206
GRW	0,02433	0,02242	0,17851	-0,85829	0,83554
OCF	0,01211	0,01858	0,12719	-1,04504	0,63926
INTAN	0,21262	0,12450	0,24100	0,00000	0,86996
TAN	0,28191	0,28298	0,21245	0,00011	0,81271
SIZE	12,40108	12,23616	2,39453	4,22000	16,84250
AGE	2,60516	2,77259	0,61073	0,00000	3,73767
LEV	0,24202	0,22465	0,16787	0,00000	1,40230

6.2. Matriz de Correlações

Em seguida procedemos à análise dos coeficientes de correlação entre as diferentes variáveis do modelo, as quais se encontram apresentadas na Tabela 2. Com base nestes coeficientes é-nos possível testar a relação e a força das associações entre as variáveis, constatando por via do nível de significância quais as que são estatisticamente significativas, assim como identificar as variáveis que sejam suscetíveis de criar problemas de multicolinearidade, que causem enviesamento dos resultados.

Tabela 2 – Matriz de Correlações

Variável	TQ	TI	ROA	OI	GRW	OCF	INTAN	TAN	SIZE	AGE	LEV
TQ	1,0000										
TI	0,1377**	1,0000									
ROA	0,0036	0,1402**	1,0000								
OI	-0,0857	0,0710	-0,1564***	1,0000							
GRW	0,0860	0,0786	0,1522***	0,0869	1,0000						
OCF	-0,1484***	0,1306**	0,5690***	-0,0932*	0,2380***	1,0000					
INTAN	-0,1894***	-0,1174**	-0,0396	0,0378	-0,0556	0,0658	1,0000				
TAN	0,4073***	0,1012*	0,0225	0,0044	0,1336*	-0,1574***	-0,4197***	1,0000			
SIZE	0,2108***	0,1812***	0,1552***	0,1500***	0,2142***	0,1749***	-0,1258**	0,3981***	1,0000		
AGE	0,1215**	0,0080	0,0168	-0,0640	0,0192	-0,1756***	0,0124	0,0773	-0,0801	1,0000	
LEV	0,3246***	-0,0486	-0,1831***	-0,1331**	-0,0550	-0,1402**	0,1944***	0,1731***	-0,1616***	-0,0549	1,0000

De forma a acautelar para essa possibilidade realizamos um teste do fator de inflação de variância (VIF) no qual é possível afastar essa preocupação, sendo detetados valores que, embora maiores que 1, não são suscetíveis de ser considerados problemáticos, tal como pode ser observado na Tabela 3.

Tabela 3 – Teste VIF

Variável	VIF
TI	1,09
ROA	1,65
OI	1,15
GRW	1,51
OCF	1,80
INTAN	1,42
TAN	1,86
SIZE	1,52
AGE	1,32
LEV	1,35

Voltando à análise da Tabela 2, começamos por notar que a variável dependente TQ apresenta uma correlação positiva com as variáveis TI e AGE, com um nível de significância de 5%. Por outro lado, a variável TQ tem uma relação positiva com as variáveis TAN, SIZE, LEV e MTB e negativa com as variáveis OCF e INTAN, com um nível de significância de 1%. Os valores de correlação entre a variável TQ e TI poderão ser vistos como uma análise preliminar dos resultados do modelo. De facto, contrariamente à hipótese formulada, observamos que o coeficiente de correlação entre estas variáveis, tem um valor positivo (0,1377), sendo significativo a 5%. Este dado sugere que possamos estar perante um resultado em linha com parte do desenvolvimento teórico realizado no âmbito da formulação da hipótese, sugerindo que os efeitos positivos associados à utilização de incentivos fiscais sejam superiores ao esperado, sendo os custos tanto diretos como indiretos pouco relevantes neste contexto.

No mesmo seguimento, podemos validar as relações da variável TI com outras variáveis independentes, nomeadamente a variável ROA e OCF. Observamos uma relação positiva embora relativamente fraca, de (0,1402) e (0,1306), respetivamente, com um nível de significância de 5%. Este resultado está em linha com aquele que é o efeito teórico que os incentivos fiscais têm sobre a natureza operacional destas variáveis. Quando a intensidade do incentivo aumenta, o imposto a pagar diminui, resultando num aumento do resultado líquido e, consequentemente, da rentabilidade. Da mesma forma, se o montante de imposto a pagar diminui, o cash-flow operacional aumenta necessariamente. Não obstante, é importante destacar que a nossa variável de incentivo fiscal é desfasada (*lagged*), o que pode indicar que empresas que utilizam o incentivo fiscal num ano, têm maior probabilidade de voltar a utilizá-lo no ano a seguir, tal como formulado inicialmente.

Por outro lado, observamos uma associação negativa de TI com a variável INTA (-0,1174), a um nível de significância de 5% e uma associação positiva com a variável TAN (0,1012), a um nível de significância de 10%. Estes dados poderão estar alinhados com aquilo que são os requisitos dos incentivos visados, uma vez que, neste contexto, os investimentos elegíveis tendem a ser maioritariamente na forma de ativos fixos tangíveis. Assim, e considerando a relação negativa entre a variável INTAN e TAN (-0,4197) a qual é significativa a 1%, podemos deduzir que a intensidade do incentivo fiscal está positivamente relacionada com o peso dos ativos fixos tangíveis e negativamente relacionada com o peso dos ativos intangíveis.

Nesse seguimento, observamos uma associação positiva (0,1812) da variável TI com a variável SIZE, com um nível de significância de 1%, o qual poderá sugerir que empresas maiores têm uma maior propensão para investir em ativos fixos tangíveis e, portanto, são mais suscetíveis de beneficiar de incentivos fiscais numa maior intensidade.

7. Resultados Principais

Nesta secção, serão apresentados e analisados os resultados obtidos a partir do nosso modelo empírico. Estes resultados permitirão testar a hipótese de investigação proposta, sendo posteriormente conduzidos testes de robustez, por forma a validar as conclusões obtidas.

De forma a perceber em que medida o uso de incentivos fiscais pode condicionar ou impulsionar o valor futuro das empresas cotadas em bolsa, estimamos uma regressão com dados em painel que visa traduzir o *firm value*, na qual é introduzida como variável explicativa uma variável contínua que reflete o uso de incentivos fiscais. Este modelo é corrigido para heterocedasticidade, podendo os seus resultados ser observados na Tabela 4, por via dos coeficientes das diferentes variáveis

Numa breve análise do modelo, podemos verificar que os seus indicadores são favoráveis. O modelo apresenta uma boa capacidade explicativa, conseguindo explicar cerca de 37% da variação da variável dependente por meio das variáveis independentes. Por sua vez, a análise à estatística de F indica-nos que o modelo é globalmente estatisticamente significativo.

Iniciando a nossa análise, observamos que o aumento de 1% na variável TI resulta numa variação negativa de 0,979% da variável TQ o que aponta para uma diminuição do valor futuro da empresa com o uso de incentivos fiscais, não obstante, estes resultados não apresentam significância. Estes resultados encontram-se em linha com aqueles observados por Na, Kang e Lee (2021) que apontam para o facto de os incentivos fiscais terem efeitos relevantes apenas no curto prazo, destacando ainda o facto de este tipo de mecanismos ser destinado essencialmente a empresas numa fase inicial ou que se encontrem numa situação financeira débil.

Numa primeira análise, o sinal do coeficiente parece sustentar algumas das preocupações salientadas inicialmente. De facto, as preocupações associadas ao risco de litígio tributário elencadas por Gallemore, Maydew e Thornock (2014) para empresas que participem em atividades de planeamento fiscal, e a consequente perceção negativa por parte dos acionistas tal como definido por Hanlon e Slemrod (2009), foram destacadas como preocupações relevantes, suscetíveis de condicionar o efeito positivo do uso de incentivos fiscais. Segundo Abdul, Wabah e Holland (2012) caso as atividades de planeamento fiscal sejam percecionadas

como arriscadas, os acionistas tendem a atribuir-lhes uma valoração negativa, considerando Desai e Dharmapala (2009) a possibilidade de os acionistas responderem negativamente nesse tipo de situação. Adicionalmente, conforme apontado por Bankman (2004) empresas que evitam o pagamento de impostos de forma mais agressiva podem ser percebidas como socialmente irresponsáveis, resultando numa penalização por parte dos consumidores, o que se refletirá negativamente nas vendas.

Neste contexto, Desai e Dharmapala (2006) apontam que os resultados conflitantes observados em relação ao impacto das atividades de planeamento fiscal no valor futuro das empresas são principalmente atribuíveis a potenciais perdas reputacionais, custos de agência, penalizações, incerteza, risco e possíveis custos políticos. No entanto, as considerações por nós efetuadas no desenvolvimento da hipótese permitiram concluir que, dada a dimensão das empresas em estudo, não se perspetivava que as preocupações elencadas tivessem um efeito significativo a ponto de condicionarem negativamente o valor futuro da empresa.

Além disso, resulta que os incentivos fiscais são predominantemente direcionados para as PME's, onde têm uma maior abrangência em termos de aplicações elegíveis e, conseqüentemente, um maior impacto sobre os resultados financeiros. No mesmo sentido, estas figuras tendem a ser seletivas quanto aos setores que abrangem, sendo principalmente destinadas aos setores produtivos. Adicionalmente, não é linear que todas as empresas em estudo possuam um objeto de negócio que seja suscetível de lhes permitir realizar atividades de I&D. Neste sentido, dada a natureza e dimensão das empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa, é esperado que o efeito positivo que os incentivos fiscais têm sobre as empresas seja marginal.

Desta forma, os resultados observados, nomeadamente o coeficiente negativo e não significativo da variável TI, tendem a sustentar as considerações teóricas previamente elaboradas. De facto, o coeficiente negativo aponta para que possam existir fatores que condicionem negativamente o impacto dos incentivos fiscais no valor futuro das empresas cotadas. No entanto, a não significância do mesmo valida a marginalidade dos efeitos das implicações que os incentivos fiscais possam acarretar para o valor futuro das empresas cotadas, sejam elas teoricamente positivas ou negativas. Neste sentido, os resultados confirmam a hipótese de investigação formulada.

Adicionalmente, os resultados estabelecem como variáveis relevantes na determinação do valor futuro das empresas em estudo: a variação do resultado operacional (OI), significativa a 5% (0,006); o peso do cash-flow operacional no ativo (OCF), significativo a 10% (-0,388); a dimensão da empresa medida em função da capitalização de mercado (SIZE), significativa a 5% (0,161) e o rácio de alavancagem (LEV), significativo a 1% (0,803). Estes resultados encontram-se em linha com o desenvolvimento teórico realizado, relativamente às variáveis utilizadas neste estudo, exceto pela variável OCF, que apresenta um sinal oposto ao que seria expectável. No entanto, é importante destacar que a significância desta variável é de apenas 10%, devendo, portanto, o seu coeficiente ser interpretado com alguma precaução.

Tabela 4 – Resultados Regressão

Variável	TQ		
	Coeficiente	Desvio-Padrão	P-Value
TI	-0,979	5,861	0,868
ROA	0,063	0,094	0,509
OI	0,006**	0,003	0,021
GRW	0,083	0,060	0,177
OCF	-0,388*	0,213	0,078
INTAN	-0,023	0,296	0,938
TAN	0,425	0,380	0,272
SIZE	0,161**	0,060	0,012
AGE	-0,102	0,131	0,444
LEV	0,803***	0,243	0,002
Efeitos Temporais Fixos	Sim	Efeitos Empresa Fixos	Sim
Observações	323		
R-quadrado	0,3756		
Prob > F	0,0000		

8. Testes de Robustez

De forma a verificar se os resultados base obtidos na secção anterior se mantêm, realizamos um conjunto de testes de robustez em que o modelo anterior foi reestimado, incorporando alterações às especificações conforme a literatura de base.

Primeiramente, introduzimos uma interação entre uma variável representativa da indústria, conforme o código NACE a 2 dígitos, e a variável ano. Os resultados encontram-se na Tabela 5. O modelo mantém-se significativo, com um *p-value* de 0,0000, contudo apresentando um R-quadrado substancialmente maior, mostrando-se capaz de explicar cerca de 84% da variação da variável dependente por meio das variáveis independentes. Em relação à nossa principal variável explicativa, verificámos um coeficiente mais negativo e ainda assim insignificante. Por outro lado, as variáveis SIZE e LEV assumem-se com as únicas variáveis relevantes para explicar o valor futuro da empresa, ambas significantes a 1%. Os resultados podem ser observados na Tabela 5

Tabela 5 – Resultados efeito Indústria

Variável	TQ		
	Coeficiente	Desvio-Padrão	P-Value
TI	-3,177	5,656	0,579
ROA	0,129	0,284	0,654
OI	0,003	0,008	0,683
GRW	0,098	0,154	0,530
OCF	-0,556	0,420	0,195
INTAN	-0,100	1,090	0,927
TAN	0,483	0,925	0,605
SIZE	0,196***	0,051	0,001
AGE	-0,031	0,097	0,754
LEV	1,005***	0,219	0,000
Efeitos Temporais Fixos	Sim	Efeitos Empresa Fixos	Sim
Observações	323		
R-quadrado	0,8425		
Prob > F	0,0000		

Adicionalmente, introduzimos uma variável binária que traduz o uso de incentivos fiscais, assumindo um valor de 1 quando estes são utilizados e 0 quando não são. Optamos por esta formulação alternativa devido ao carácter reputacional desta variável, podendo o simples facto de a empresa utilizar ou não incentivos fiscais ter um efeito sobre os investidores.

Nesta especificação, o modelo permanece igualmente significativo, com um *p-value* de 0,0000, mostrando uma capacidade explicativa semelhante de cerca de 37%. Em relação à nossa principal variável explicativa, esta passa a assumir um coeficiente tendencialmente nulo e insignificante. Por outro lado, as variáveis OI, OCF, SIZE e LEV permanecem como as variáveis relevantes para explicar o valor futuro da empresa, com os seus coeficientes a apresentarem sinais semelhantes aos do modelo base e um nível de significância de 5%, exceto no caso da variável LEV, que apresenta um nível de significância de 1%. Os resultados encontram-se detalhados na Tabela 6.

Tabela 6 – Resultados TI sob forma binária

Variável	TQ		
	Coeficiente	Desvio-Padrão	P-Value
TI	-0,002	0,033	0,960
ROA	0,062	0,096	0,524
OI	0,006**	0,003	0,026
GRW	0,084	0,061	0,179
OCF	-0,387**	0,217	0,086
INTAN	-0,027	0,292	0,927
TAN	0,427	0,384	0,275
SIZE	0,161**	0,060	0,012
AGE	-0,101	0,131	0,447
LEV	0,803***	0,244	0,003
Efeitos Temporais Fixos	Sim	Efeitos Empresa Fixos	Sim
Observações	323		
R-quadrado	0,3755		
Prob > F	0,0000		

No mesmo sentido, introduzimos uma medição alternativa do uso de incentivos fiscais, baseada no logaritmo do valor acumulado do montante de incentivo consumido até à data (exclusive). A escolha por esta formulação alternativa está diretamente relacionada com a natureza reputacional deste estudo, uma vez que o histórico de uso de incentivos fiscais pode constituir parte do capital reputacional das empresas em estudo.

Dessa forma, o modelo continua a manter-se significativo nesta especificação, com um *p-value* de 0,0000, mostrando, contudo, uma capacidade explicativa superior de cerca de 46%, ainda que a amostra utilizada neste contexto tenha sido reduzida de 323 para 278 observações. Por um lado, as variáveis ROA, OI, OCF e SIZE apresentam-se como as variáveis relevantes para explicar o valor futuro da empresa, com os seus coeficientes a apresentarem sinais semelhantes aos do modelo base e um nível de significância de 5%,

exceto no caso da variável SIZE, que apresenta um nível de significância de 1%. Por outro lado, surpreendentemente, a nossa principal variável explicativa, embora apresente um coeficiente tendencialmente nulo, mostra-se significativa a 1%.

Pese embora a significância dos resultados desta medição alternativa, o coeficiente tendencialmente nulo da variável TI sustenta os resultados previamente obtidos, provando que, de facto, os incentivos fiscais não são passíveis de influenciar significativamente o valor futuro da empresa. Na verdade, estes resultados apontam adicionalmente para que o comportamento destas empresas no longo prazo, no que respeita ao uso de incentivos fiscais, não é suscetível de ter um efeito relevante sob o valor futuro da empresa. Os resultados da estimação encontram-se na Tabela 7.

Tabela 7 – Resultados TI acumulado

Variável	TQ		
	Coeficiente	Desvio-Padrão	P-Value
TI	-0,055***	0,017	0,002
ROA	1,301**	0,602	0,039
OI	-0,006**	0,003	0,050
GRW	0,017	0,046	0,714
OCF	-0,305**	0,135	0,032
INTAN	0,444	0,397	0,272
TAN	0,056	0,291	0,849
SIZE	0,211***	0,068	0,004
AGE	-0,072	0,144	0,622
LEV	0,297	0,232	0,212
Efeitos Temporais Fixos		Sim	Efeitos Empresa Fixos
			Sim
Observações		278	
R-quadrado		0,4624	
Prob > F		0,0000	

Finalmente, estudamos a possibilidade de medir o *Tobin's Q* com base no valor da cotação na data de encerramento do mercado em cada ano, conforme sugerido pela literatura (e.g., Seifzadeh, 2022). Os resultados da estimação encontram-se na Tabela 8.

Mais uma vez, segundo esta especificação alternativa, o modelo permanece igualmente significativo, com um *p-value* de 0,0000, não obstante, apresentado um R-quadrado menor, indicando uma menor capacidade explicativa, mostrando-se capaz de explicar cerca de 33% da variação da variável dependente por meio das variáveis independentes. Em relação à nossa principal variável explicativa, a mesma apresenta um coeficiente mais negativo, embora

igualmente não significativo. Por fim, nesta formulação do modelo, as variáveis OI, SIZE e LEV mostram-se como as variáveis relevantes para explicar o valor futuro da empresa, as quais são significativas a 1%, excetuando a variável SIZE, que é relevante a 5%.

Tabela 8 – Resultados TQ com cotação de encerramento

Variável	TQ		
	Coefficiente	Desvio-Padrão	P-Value
TI	-1,889	6,189	0,762
ROA	0,031	0,091	0,734
OI	0,009***	0,003	0,007
GRW	0,111	0,072	0,134
OCF	-0,314	0,197	0,123
INTAN	-0,062	0,314	0,844
TAN	0,481	0,392	0,229
SIZE	0,152**	0,060	0,017
AGE	-0,094	0,139	0,504
LEV	0,744***	0,269	0,010
Efeitos Temporais Fixos	Sim	Efeitos Empresa Fixos	Sim
Observações	323		
R-quadrado	0,3371		
Prob > F	0,0000		

Os resultados obtidos por via da realização dos testes de robustez permitem validar a evidência obtida nos resultados base e apresentados na Tabela 4. Através da realização destes quatro testes de robustez, pudemos sustentar a marginalidade dos incentivos fiscais na determinação do valor futuro das empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa. Simultaneamente, estes testes permitiram validar algumas das presunções realizadas ao longo deste estudo, suscitando, adicionalmente, questões passíveis de serem abordadas em estudos futuros.

Por um lado, a regressão com base na variável binária TI dá sustentação à formulação de que esta pode ser de facto uma variável de cariz reputacional, na medida em que o poder explicativo do modelo permanece praticamente inalterado. Nesse seguimento, a regressão baseada na variável TI de montante acumulado resulta num modelo com maior capacidade explicativa e num coeficiente da variável TI estatisticamente significativo, ainda que de valor tendencialmente nulo, constituindo um resultado teoricamente semelhante. Além disso, a medição do *Tobin's Q* com base na cotação média anual das empresas mostrou-se igualmente válida, na medida em que o modelo perde capacidade explicativa quando esta é feita com base na cotação de encerramento. Por fim, é possível validar que a relação denotada entre o

uso de incentivos fiscais e o valor futuro da empresa não está dependente da indústria em que a empresa em questão se encontra a operar. Na sua generalidade, os resultados são consistentes e robustos.

9. Conclusões

O planeamento fiscal é uma parte essencial na definição e posicionamento estratégico financeiro de qualquer empresa, estando subentendida uma estrutura eficiente de custos e a obtenção de poupanças economicamente significativas. Por sua vez, a utilização de incentivos fiscais enquanto parte integrante da política fiscal das empresas assume-se como um mecanismo de planeamento fiscal *intra-legal*, isto é, estritamente previsto na legislação e, portanto, totalmente legítimo.

Não obstante, à semelhança do planeamento fiscal enquanto conceito amplo, o recurso a incentivos fiscais envolve custos que podem ir além da mera contratação de serviços de consultoria fiscal ou implementação de um departamento fiscal interno. Acontece que o uso de incentivos fiscais pode resultar em custos indiretos por meio da perceção negativa do público e dos acionistas em relação à empresa, ao ponto de poderem diluir ou sobrepor-se ao efeito positivo que o legislador previu nestas figuras.

Neste contexto, adotamos uma abordagem teórica inovadora, abordando, segundo uma ótica reputacional, os efeitos do planeamento fiscal legítimo sobre o valor futuro da empresa, a qual nos permite contribuir com nova abordagem no seio do conhecimento económico-tributário. Posto isto, o presente estudo procurou analisar o impacto que o uso de incentivos fiscais por parte das empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa tem sobre o seu valor futuro, tecendo breves considerações teóricas sobre os resultados obtidos.

Com essa finalidade, foi constituída uma amostra com 323 observações empresa-ano, compreendendo o período entre 2010 e 2022. O recurso a incentivos fiscais foi medido em proporção das vendas de forma a testar a intensidade do mesmo no seio de cada empresa, tendo sido possível denotar uma prevalência para uma utilização reduzida, por parte destas empresas. Foi testada uma hipótese única, recorrendo ao método de regressão com dados em painel e efeitos fixos, tendo por base um modelo de *firm-value* em que o uso de incentivos fiscal é introduzido como uma determinante do valor futuro da empresa.

Teoricamente, deduzimos que os incentivos fiscais, enquanto instrumentos de maximização da *performance* financeira, resultam num acréscimo da liquidez por via da redução de custos, estando em linha com aqueles que são os deveres e responsabilidades do gestor. Por sua vez

esta liquidez acrescida, terá finalidades distintas, podendo ser retida na empresa e aí utilizada para abater ao passivo ou financiar novos projetos ou, por outro lado, distribuída aos acionistas sob a forma de dividendos ou por via da recompra de ações. Em qualquer um destes cenários, prevemos que o efeito sobre o valor futuro da empresa seja positivo, em linha com o espírito incumbido nas normas pelo legislador.

No entanto surge a preocupação de que os custos indiretos previamente mencionados resultem na diluição ou até mesmo sobreposição ao efeito positivo que se prevê que estas figuras tenham sobre o valor futuro da empresa.

De facto, a observação prática tem vindo a denotar a existência de uma maior predominância para empresas que recorrem a incentivos fiscais serem alvo de processos de inspeção por parte da Autoridade Tributária e Aduaneira, resultando, muitas das vezes, em correções de imposto, bem como multas e penalizações, como resultado da existência de discordâncias face à aplicação das normas. Este tipo de processos, tanto pela via administrativa como judicial implicam, não raramente, a contratação de dispendiosos serviços de assessoria jurídica. Além disso, a elevada exposição mediática, decorrente da dimensão destas empresas, pode, face ao conhecimento público destes processos de inspeção e consequente pagamento de multas, levar a elevados custos reputacionais junto dos acionistas e consumidores.

Adicionalmente a valoração dos acionistas relativamente ao uso deste tipo de figuras dependerá da perceção dos mesmos quanto às obrigações tributárias. Caso os impostos sejam percecionados com um fardo, o recurso a este tipo de figura será valorado positivamente, alternativamente, se os acionistas considerarem que, em linha com o conceito de planeamento fiscal, o uso de incentivos fiscais é arriscado, ser-lhe-á atribuída uma valoração negativa.

Finalmente, deduzimos que o público geral tende a apresentar uma tolerância reduzida em relação a empresas que procuram escusar-se das suas obrigações fiscais por via, nomeadamente, do uso de incentivos fiscais e outros mecanismos e estratégias equiparáveis. Neste sentido existe o risco de que, ao utilizarem incentivos fiscais para reduzir a sua fatura fiscal, estas empresas sejam percecionadas como socialmente irresponsáveis, resultando numa penalização por parte dos consumidores que se traduzirá, por esta via, no volume de vendas e, consequentemente, no valor futuro da empresa.

Os resultados obtidos permitem validar a nossa hipótese de investigação, apontado para a marginalidade do efeito do uso de incentivos fiscais sobre o valor futuro da empresa. De facto, estes mecanismos, pelo seu enquadramento legislativo tendem a estar principalmente direccionados para PME's, tendo um impacto substancialmente mais relevante sobre esse tipo de empresas. Além disso, da nossa dedução teórica concluímos que, devido ao enquadramento jurídico destas figuras, bem como pela dimensão das empresas em estudo, os custos indiretos elencados não são passíveis de ter um efeito significativo sobre o valor futuro da empresa, fortalecendo ainda mais os resultados obtidos.

Por sua vez, através dos testes de robustez realizados é possível validar a consistência e robustez dos resultados obtidos. Começamos por validar a consistência dos resultados obtidos mediante o controlo do tipo de indústria em que cada uma destas empresas se encontra inserida. Em seguida, estudamos uma medida alternativa para a variável TI, em linha com o raciocínio teórico realizado neste estudo. Nesse seguimento, testamos ainda uma outra forma alternativa de medição da variável TI assente no montante acumulado de incentivo utilizado. Por fim, adotamos uma fórmula de cálculo do *Tobin's Q* mais próxima da literatura de base. Nos quatro cenários, os resultados obtidos apontam materialmente para uma dissociação entre o uso de incentivos fiscais e o valor futuro da empresa. Mais precisamente, na segunda forma de medição da variável TI adotada, esta variável apresenta-se como estatisticamente significativa a 1%, ainda que com um coeficiente tendencialmente nulo. No caso dos outros três testes adicionais, as associações observadas encontram-se em linha com os resultados da regressão principal, sendo estatisticamente insignificativos.

Este estudo apresenta importantes contributos no seio do conhecimento económico-tributário, servindo simultaneamente como um importante guia para os decisores políticos e económicos. Por via da metodologia adotada e das considerações teóricas desenvolvidas, damos contributos para uma nova abordagem científica no plano do conhecimento económico-tributário suscetível de ser aplicada a estudos que visem determinar o impacto do planeamento fiscal *intra-legem* no valor futuro das empresas. Simultaneamente, devem estas considerações, em consonância com os resultados obtidos, servir como um importante guia para os decisores políticos no processo legislativo destes mecanismos. Podem ainda as empresas e as autoridades fiscais beneficiar das considerações teóricas delineadas neste estudo, repensando a sua abordagem e posicionamento quanto a figuras desta natureza.

Pese embora os contributos realizados, é importante reconhecer que este estudo não está isento de limitações, as quais são suscetíveis de condicionar os resultados obtidos. Em primeiro lugar, vale salientar uma limitação global de dados, com um número bastante reduzido de observações empresa-ano. Além disso, a abordagem adotada, acarreta riscos, uma vez que as bases de dados, nomeadamente a que detalha o incentivo fiscal consumido, é construída manualmente sob uma série de pressupostos. Portanto, existe a possibilidade de esses dados não estarem totalmente em linha com a realidade, na medida em que não temos acesso a uma evolução temporal precisa das estruturas societárias dos grupos destas empresas, nem tão pouco das empresas que em algum momento estiveram listadas em bolsa, para o período em análise. No mesmo sentido, neste estudo, recorreremos a demonstrações financeiras agregadas, não obstante, é possível que parte da informação contida nessas contas seja respeitante a empresas que estejam fora da base de dados desenhada. Ademais, no caso das empresas selecionadas, denotamos vários casos com um volume reduzido de transações bolsitas, o que pode condicionar a relação estatística que se procura estabelecer.

Por fim, é igualmente relevante apresentar algumas sugestões para investigações futuras. Recomenda-se procurar contornar as limitações deste estudo, construindo uma amostra alternativa referente ao recurso a incentivos fiscais que seja mais abrangente e precisa, reduzindo a margem de erro. Nesse seguimento, deverá procurar expandir-se a amostra do estudo, incluindo também empresas que se encontrem listadas em bolsas de valores de outros países. Por sua vez, esta amostra deverá ser limitada apenas às empresas que façam parte dos principais índices bolsistas considerados, de forma a evitar o risco de existir um volume reduzido de transações de ações dessas empresas. Poderia ainda ser interessante a criação de uma formulação alternativa que permitisse estender esta abordagem a empresas que não estivessem listadas, abrangendo as PME's segundo as quais estes incentivos possam incidir. Finalmente, considera-se que a abordagem lógica empregue poderá ser igualmente aplicada a outros estudos em matéria económico-tributária, nomeadamente a realização de uma análise por incentivo, ou o estudo quanto aos efeitos dos incentivos fiscais de dedução à matéria coletável, assim como o efeito da utilização de outros mecanismos fiscais. Por sua vez, em face aos resultados observados nos testes de robustez, ao adotar uma medição alternativa do incentivo fiscal assente no montante acumulado, recomenda-se que se explore esta formulação alternativa aplicada nestes estudos.

10. Bibliografia

- Akben-Selcuk, 2016. Does firm age affect profitability? Evidence from Turkey. *International Journal of Economics Sciences*, Vol. V, No. 3 / 2016.
- Amato e Wilder, 1985. The Effects of Firm Size on Profit Rate in U.S. Manufacturing. *Southern Economic Journal*. Jul., 1985, Vol. 52, No. 1 (Jul., 1985), pp. 181-190.
- Andraz, Fernandes, Gonçalves e Guerreiro, 2015. Portuguese manufacturing industry: determinants of new firm entry. *Tourism & Management Studies*. 11(2) (2015), 138-145.
- Aouadi e Marsat, 2018. Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data. *Journal of Business Ethics*. 151:1027-1047.
- Araújo, 2021. Benefícios fiscais à I&D: fundamentos, lado "negro" e regime jurídico
- Artini, Noviari, Sudana e Wiksuana, 2023. Do tax disputes affect firm value? Uncertain Supply Chain Management. 11 (2023) 951-960.
- Austin e Wilson, 2017. An Examination of Reputational Costs and Tax Avoidance: Evidence from Firms with Valuable Consumer Brands. *The Journal of the American Taxation Association*. Vol. 39, No. 1, Spring 2017, pp. 67-93.
- Bagna, Cotta e Denicolai, 2021. Innovation through Patents and Intangible Assets: Effects on Growth and Profitability of European Companies. *Journal of Open Innovation: Technology, Market and Complexity*. 2021, 7, 220.
- Beck, Lin e Ma, 2014. Why Do Firms Evade Taxes? The Role of Information Sharing and Financial Sector Outreach. *The Journal of Finance*, April 2014, Vol. 69, No. 2 (April 2014), pp.763-817.
- Bergström, 2000. Capital Subsidies and the Performance of Firms. *Small Business Economics*. 14: 183-193, 2000.
- Belo, Gala, Salomao e Vitorino, 2022. Decomposing firm value. *Journal of Financial Economics*. 143 (2022) 619-639.
- Blees, Kemp, Maas e Mosselman, 2003. Barriers to entry: differences in barriers to entry for SMEs and large enterprises. EIM research report H200301. Netherlands: Zoetermeer.
- Brown e Sivakumar, 2003. Comparing the Value Relevance of Two Operating Income Measures. *Review of Accounting Studies*, 8, 561-572, 2003.
- Buijink, Janssen e Schols, 2002. Evidence of the effect of domicile on corporate average effective tax rates in the European Union. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation* 11 (2002) 115-130.
- Carlos, 2015. *Impostos: Teoria Geral*, 4.^a Ed. Coimbra: Almedina, 2015.

Chay, Kim e Suh, 2015. Firm Age and Valuation: Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. (2015) 44, 721-761.

Chen, Zhi e Zhao. What Drives Stock Price Movements? *The Review of Financial Studies*, April 2013, Vol. 26, No. 4 (April 2013), pp. 841-876.

Cheng e Tzeng, 2011 The Effect of Leverage on Firm Value and How the Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management*. Vol. 3. No. 2. September 2011 Pp. 30-53.

Choy, Lai e Ng, 2017. Do tax havens create firm value? *Journal of Corporate Finance*. 42 (2017) 198-220.

Clark e Sichel, 1993. Tax Incentives and Equipment Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol. 1993, No. 1 (1993), pp. 317- 347.

Couto e Barbosa, 2020. Barriers to entry: An empirical assessment of Portuguese firm's perceptions. *European Research on Management and Business Economics*. 26 (2020) 55-62

Crocker e Slemrod, 2005. Corporate tax evasion with agency costs. *Journal of Public Economics* 89 (2005) 1593-1610.

Davies, Hillier e McColgan, 2005. Ownership structure, managerial behavior and corporate value. *Journal of Corporate Finance* 11 (2005) 645-660.

Desai e Dharmapala, 2006. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics* 79 (2006) 145-179.

Desai e Dharmapala, 2009. Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *The Review of Economics and Statistics*, August 2009, 91(3): 537-546.

Dhaliwal, Huang, Moser e Pereira, 2011. Corporate Tax Avoidance and the Level and Valuation of Firm Cash Holdings. 2011 American Accounting Association Annual Meeting – Tax Concurrent Sessions.

Donelson, Glenn e Yust, 2021. Is tax aggressiveness associated with tax litigation risk? Evidence from D&O Insurance. *Review of Accounting Studies*. (2022) 27: 519-569.

Dourado, 2016. *Direito Fiscal: Lições*. Coimbra, Almedina, Reimpressão 2016.

Dowling, 2014. The Curious Case of Corporate Tax Avoidance: Is it Socially Irresponsible? *The Journal of Business Ethics*, September 2014, Vol. 124, No. 1 (September 2014), pp. 173-184.

Eichfelder, Jacob e Schneider, 2023. Do tax incentives affect investment quality? *Journal of Corporate Finance*. 80 (2023) 102403.

Faveiro, 2002. *O Estatuto do Contribuinte: A Pessoa do Contribuinte no Estado Social de Direito*, Coimbra: Coimbra Editora, 2002.

Fang, Su e Lu, 2022. Tax incentives and corporate financial performance: Evidence from income tax revenue sharing reform in China. *Journal of Asian Economics*. 81 (2022) 101505.

Febriyanto, 2018. The effect of leverage, sales growth and liquidity to the firm value of real estate and property sector in Indonesia stock exchange. *Economics and Accounting Journal*. Vol. 1, No. 3, September 2018.

Ferreira, 2002. O poder tributário das Regiões Autónomas: desenvolvimentos recentes, in *Boletim de Ciências Económicas*, XLV-A, 2002.

Freire, 2010. O Reforço da Análise Económica na Avaliação da Compatibilidade dos Auxílios Estatais com o Mercado Comum, in *Estudo em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia*, Vol. III, Coimbra Editora, Edição da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2010.

Gallemore, Maydew e Thornock, 2014. The Reputational Costs of Tax Avoidance. *Contemporary Accounting Research*. Vol. 31 No. 4 (Winter 2014) pp. 1103-1133.

Graham, 2003. Taxes and Corporate Finance: A Review. *The Review of Financial Studies*, Winter, 2003, Vol. 16, No. 4 (Winter, 2003), pp. 1075-1129.

Graham, Hanlon, Shevlin e Shroff, 2014. Incentives for Tax Planning and Avoidance Evidence from the Field. *The Accounting Review*, May 2014, Vol. 89, No. 3 (May 2014), pp. 991-1023.

Goldman, Lewellen e Traini, 2022. Aggressive Tax Planning and Labor Investments. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. I-29.

Gordon, 1987. Individual Morality and Reputation Costs as Detrrents to Tax Evasion. *European Economic Review* 33 (1989) 797-805.

Hall, 2012. The collateral chanel: Evidence on leverage and asset tangibility. *Journal of Corporate Finance*. 18 (2012) 570-583.

Hall and Weiss, 1967. Firm Size and Profitability. *The Review of Economics and Statistics*, Aug, 1967, Vol. 49, No. 3 (Aug., 1967), pp. 319-331.

Hanlon e Slemrod, 2009. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*. 93 (2009) 126-141.

Hastuti e Carolina, 2021. The Effect of Capital Structure, Profitability on Firm Value with Interest Rates as Moderating Variable. *Advances in Economics, Business and Management Research*. Volume 216.

Hauer, 2018. A Concessão de Benefícios Fiscais e a Igualdade Tributária.

Hasan, Lobo e Qiu, 2021. Organizational capital, corporate tax avoidance, and firm value. *Journal of Corporate Finance*. 70, 102050.

Irawan, Pulugan, Subiyanto e Awaludin, 2022. The Effect of Capital Structure, Firm Size and Firm Growth on Profitability and Firm Value. *General Management*, 2022.

Junior, 2020. Benefícios Fiscais e Competitividade.

Inger, 2014. Relative Valuation of Alternative Methods of Tax Avoidance. *American Accounting Association*. 10.2308.

Kerin, Varaiya e Weeks, 1987. The Relationship between Growth, Profitability, and Firm Value. *Strategic Management Journal*, Sep-Oct., 1987, Vol. 8, No. 5 (Sep. - Oct., 1987), pp. 487-497.

Khaoula e Moez, 2019. The moderating effect of the board of directors on firm value and tax planning: Evidence from European listed firms. *Borsa Istanbul Review*. 19-4 (2019) 331-343.

Lanis e Richardson, 2015. Is Corporate Social Responsibility Performance Associated with Tax Avoidance? *Journal of Business Ethics*, March 2015, Vol. 127, No. 2 (March 2015), pp. 439-457.

Lanis, Richardson, Liu e McClure, 2019. The Impact of Corporate Tax Avoidance on Board of Directors and CEO Reputation. *Journal of Business Ethics*. Vol. 160, No. 2, Thematic Symposium: Business and the Ethical Implications of Technology (December 2019), pp. 463-498.

Lei, Qiu e Wan, 2018. Asset tangibility, cash holdings, and financial development. *Journal of Corporate Finance*. 50 (2018) 223-242.

Lev e Nissim, 2004. Taxable Income, Future Earnings and Equity Values. *The Accounting Review*. Oct. 2004, Vol. 79, No. 4 (Oct. 2004), pp. 1039-1074.

Lim, Macias e Moeller, 2020. Intangible assests and capital structure. *Journal of Banking and Finance*. 118 (2020) 105873.

Liu, Nissim e Thomas, 2007. Is Cash Flow King in Valuations? *Financial Analysts Journal*, Mar. – Apr., 2007, Vol. 63, No. 2 (Mar. – Apr., 2007), pp. 56-68.

Lumapow e Tumiwa, 2017. The Effect of Dividend Policy, Firm Size, and Productivity to The Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol. 8, No. 22, 2017.

Maffini, Xing e Devereux, 2019. The Impact of Investment Incentives. *American Economic Journal: Economic Policy*. August 2019, Vol. 11, No. 3 (August 2019), pp. 361-389.

Magalhães, 2016. Influência do Crédito Fiscal Extraordinário ao Investimento nas Decisões de Investimento.

Martins, 2016. Os Benefícios Fiscais: Sistema e Regime, Cadernos IDEFF n.º6, Coimbra, Almedina, Reimpressão, Out., 2016.

Na, Kang e Lee, 2021. Does Tax Incentives Affect Future Firm Value for Corporate Sustainability? Sustainability 2021, 13, 12665.

Nabais, 1998. O dever fundamental de pagar impostos: contributo para a compreensão constitucional do estado fiscal contemporâneo, Coimbra: Almedina, 1998.

Nabais, 2019, Direito fiscal. 11ª edição. Coimbra: Almedina, 2019.

Novais, 2004. Os princípios constitucionais estruturantes da República Portuguesa. Coimbra: Coimbra Editora, 2004.

Pratt, Barboza e Brigida, 2022. Leverage and firm value. Economic Notes. 52, e12218.

Rahman e Yilun, 2021. Firm Size, Firm Age, and Firm Profitability: Evidence from China. Journal of Accounting, Business and Management. Vol. 28. No. 1 (2021) 101-115.

Ribeiro, 1997. Lições de Finanças Públicas, 5.ª ed., Coimbra: Coimbra Editora, 1997.

Sanches, 2006. Os Limites do Planeamento Fiscal. Substância e Forma no Direito Português, Comunitário e Internacional, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, p.21.

Scholes, Wolfson, Eriksen, Maydew e Shevlin, 2009. Taxes and Business Strategy: a Planning Approach. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall.

Shulman, 2009. IRS Commissioner Doug Shulman addressed the National Association of Corporate Directors Governance Conference. Washington, DC, October 19.

Sá, 2019. RFAI – Uma ferramenta política para-fiscal: Lacunas, limitações e litigância.

Seifzadeh, 2022. The Effectiveness of Management Ability on Firm Value and Tax Avoidance. Journal of Risk and Financial Management. 15, 539.

Simanullang, Edward, Ginting e Simorangkir, 2021. International Journal of Business, Economics and Law. Vol. 24, Issue 6 (August).

Sousa, 2023. Determinantes do Recurso aos Incentivos Fiscais nas PME: Uma Análise Exploratória do RFAI e da DLRR.

Tang, 2019. The Value Implications of Tax Avoidance Across Countries. Journal of Accounting, Auditing & Finance. Vol. 34(4) 615-638.

Wahab e Holland, 2012. Tax planning, corporate governance and equity value. The British Accounting Review. 44 (2012) 111-124.

Xynas e Xynas, 2021. Supporting Taxation's Extended Purpose to Encompass the Objective of Socially Engineering Human Behaviours. Journal of Australian Taxation. (2021) Vol. 23(1).

Yuliyanti, Waspada, Sari e Nugraha, 2021. *Advances in Economics, Business and Management Research*. Volume 220.

FACULDADE DE ECONOMIA

