U.PORTO

MESTRADO
FINANÇAS E FISCALIDADE

Elisão Fiscal e Valor da Empresa: Análise do Contexto Europeu

Ana Sofia Pereira Fernandes

M

2026

U.PORTO
FEP FACULDADE DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE DO PORTO

Elisão Fiscal e Valor da Empresa: Análise do Contexto Europeu

Ana Sofia Pereira Fernandes

Dissertação
Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientado por
Bernardo P. Marques, PhD

2026

Agradecimentos

Escrever esta dissertação foi uma etapa exigente, marcada por desafios constantes, mas também profundamente enriquecedora. Representa o encerramento de um capítulo académico intenso, que exigiu dedicação, resiliência e capacidade de superação, e que, simultaneamente, proporcionou um crescimento pessoal significativo.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer ao meu orientador Professor Bernardo Marques pela ajuda, pelo tempo dispensado, pelo apoio e sobretudo pela dedicação exímia e pelo incentivo em nunca desistir. Agradeço igualmente a todos os professores que tive a oportunidade de conhecer, tanto na licenciatura como no mestrado, e que contribuíram direta e indiretamente para os conhecimentos que adquiri e que foram fulcrais para a elaboração deste trabalho, um muito obrigada!

À Minha Família, agradeço a compreensão pela minha ausência em momentos importantes, a paciência especialmente nos momentos menos bons e o apoio incondicional que sempre me deram. Aos meus pais, que são os pilares da minha vida, agradeço a educação, dedicação, preocupação e por me terem dado todas as condições e valores necessários para concluir o meu percurso académico. À minha irmã, que é e sempre foi um exemplo para mim, agradeço por me lembrar, em cada etapa, que sou sempre capaz de fazer tudo o que me proponho. Ao meu namorado, João Fins, que para além de me dar a estabilidade necessária para prosseguir cada etapa sempre me incentivou a ir mais longe.

Aos meus amigos, agradeço a compreensão pelas minhas tantas ausências e o apoio inabalável. À Matilde, a minha amiga e parceira em todas as horas, agradeço por celebrar cada conquista, cada nota, por ajudar em cada dúvida e por estar sempre presente; sem ti, este percurso teria sido diferente. Luh e Raquel, amigas desde o secundário, agradeço a lealdade, a amizade e o companheirismo que sempre marcaram o nosso caminho.

Por fim, deixo também um agradecimento a mim mesma, pela determinação e pela persistência demonstrada ao longo deste percurso, especialmente nos momentos em que a vontade de desistir se fez sentir. Reconheço o esforço, a resiliência e a capacidade de continuar — e é isso que torna esta conquista ainda mais significativa.

Obrigada!

Resumo

A fiscalidade influencia decisões empresariais ao criar incentivos ao investimento e à competitividade. A crescente mobilidade de capitais e a sofisticação do planeamento fiscal aumentaram a capacidade das empresas para reduzir a carga tributária. Este contexto levou ao desenvolvimento de iniciativas internacionais como o programa BEPS e o Pilar II da OCDE, que introduz uma taxa mínima de imposto efetiva de 15%. Neste enquadramento, esta dissertação analisa o impacto das estratégias de elisão fiscal no valor das empresas cotadas da União Europeia e do Reino Unido, entre 2014 e 2024. Complementarmente, avalia se os fatores de Governação e Sustentabilidade condicionam esta relação. Para cumprir este objetivo, estimam-se modelos econométricos através do método OLS, utilizando dados em painel. Os resultados revelam que existe uma relação não linear entre a ETR e o valor da empresa (U invertido). A partir da análise de heterogeneidade, verifica-se que apenas nas empresas de menor dimensão a eficiência fiscal é determinante na formação do seu valor. Nas empresas mais rentáveis, menos alavancadas e com uma menor tangibilidade a ETR tem um impacto menor no valor da empresa, comparativamente ao seu respetivo subgrupo, ao mesmo tempo que o seu ponto ótimo é menor, reforçando a ideia que estas empresas recorrem mais rapidamente a estratégias de elisão fiscal. A divulgação do Pilar II levou o mercado a valorizar a eficiência fiscal, antecipando menor capacidade de otimização futura. No curto prazo, o Governo Societário e o desempenho ESG não moderam esta relação; contudo, no longo prazo, reduzem a valorização associada à ETR mais baixas, atuando como mecanismos disciplinadores que limitam a interpretação positiva da elisão fiscal. Embora estes resultados contribuam para a literatura europeia, análises específicas por país, poderão aprofundar diferenças institucionais e fiscais relevantes que condicionam de forma distinta o impacto da elisão fiscal no valor das empresas.

Palavras-Chaves: Fiscalidade, elisão fiscal, Valor da empresa, Governo Societário; ESG

Classificação JEL: H26; H32; G32; G34; Q56

Abstract

Taxation influences business decisions by creating incentives for investment and competitiveness. The increasing mobility of capital and the sophistication of tax planning have increased the ability of companies to reduce the tax burden. This context has led to the development of international initiatives such as the BEPS programme and OECD Pillar II, which introduces a minimum effective tax rate of 15%. In this context, this dissertation analyzes the impact of tax avoidance strategies on the value of listed companies in the European Union and the United Kingdom, between 2014 and 2024. In addition, it evaluates whether the factors of Governance and Sustainability condition this relationship. To meet this objective, econometric models are estimated using the OLS method, using panel data. The results reveal that there is a nonlinear relationship between ETR and firm value (inverted U). From the analysis of heterogeneity, it is verified that only in smaller companies' tax efficiency is decisive in the formation of their value. In more profitable, less leveraged and less tangible companies, ETR has a smaller impact on the value of the company, compared to its respective subgroup, while its optimal point is lower, reinforcing the idea that these companies resort more quickly to tax avoidance strategies. The disclosure of Pillar II led the market to value tax efficiency, anticipating less capacity for future optimization. In the short term, Corporate Governance and ESG performance do not moderate this relationship; however, in the long run, they reduce the valuation associated with lower ETR, acting as disciplinary mechanisms that limit the positive interpretation of tax avoidance. Although these results contribute to European literature, country-specific analyses may deepen relevant institutional and fiscal differences that distinctly condition the impact of tax avoidance on the value of companies.

Keyword: Taxation, Tax Avoidance, Firm Value, Corporate Governance; ESG

JEL Classification: H26; H32; G32; G34; Q56

Índice

Agradecimentos i

Resumo ii

Abstract iii

Lista de Tabelas v

Lista de abreviaturas vi

1. Introdução 1

2. Revisão de literatura e desenvolvimento de hipóteses 5

2.1. Fundamentos conceptuais e teóricos sobre o planeamento fiscal 5

2.1.1 A importância do planeamento fiscal 5

2.1.2 Distinção de conceitos e medidas de elisão fiscal 7

2.1.3 Custos da elisão fiscal 10

2.2. Elisão fiscal e Valor da Empresa: Análise da Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses 11

2.2.1 A elisão fiscal e o valor da empresa 11

2.2.2 Papel Moderador do Governo Societário 16

2.2.3 Papel Moderador do ESG 19

3. Contexto empírico: Imposto sobre rendimento das empresas na União Europeia 22

4. Dados e Metodologia 24

4.1 Dados 24

4.2. Metodologia 25

4.2.1 Modelo Base 25

4.2.2 Modelos Complementares 27

4.3 Estatística descritiva 28

5. Resultados 32

5.1 Impacto da elisão fiscal no valor da empresa (H1) 32

5.2 Papel moderador do Governo Societário e do ESG na relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa (H2 e H3) 38

5.3. Análise Adicional - Perspetiva de longo prazo sobre papel moderador do Governo Societário e do ESG entre a elisão fiscal e o valor da empresa 40

6. Análise de robustez 43

6.1. Modelos Agrupados ao nível País – Ano 43

6.2 Análise da medida internacional de harmonização fiscal (Pilar II) 45

6.3 Teste de robustez ao intervalo considerado na análise de heterogeneidade no subgrupo de empresas de menor dimensão 46

7. Conclusão 48

8. Referências Bibliográficas 51

9. Anexos 60

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Principais medidas da elisão fiscal 9
Tabela 2 - Literatura principal sobre a relação entre a ETR e o valor da empresa 15
Tabela 3 - Principal literatura sobre o efeito moderador do Governo Societário na relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa 18
Tabela 4 - Principal literatura sobre o efeito moderador do ESG na relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa. 21
Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis do estudo 29
Tabela 6 - Matriz de correlação 30
Tabela 7 - Resultados de estimação do Modelo Base 32
Tabela 8 – Resultados de estimação do Modelo Base em diferentes Grupos 36
Tabela 9 – Resultados de estimação dos Modelos Complementares 39
Tabela 10 – Resultados de estimação do Modelo Base e Complementar, no Longo Prazo 41
Tabela 11 - Resultados de estimação dos Modelos, agrupados ao nível país-ano 44
Tabela 12 - Resultados de estimação do Modelo das Empresas de Menor dimensão 46

Lista de abreviaturas

AFT - Percentagem de ativos fixos tangíveis no total dos ativos

BEPS - *Base Erosion and Profit Shifting*

Bind - *Board Independence* (Percentagem de membros do Concelho de administração independentes)

BTD - *Book-Tax Difference*

Cash ETR - *Cash Effective Tax Rate*

CFC - *Controlled Foreign Company*

ESG - *Environmental, Social and Governance*

ETR - *Effective Tax Rate* (Taxa de imposto efetiva)

G20 - Grupo dos 20

GAAR - *General Anti-Avoidance Rules*

Intang - Percentagem de ativos intangíveis no total dos ativos

Lev - *Leverage* (Alavancagem)

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OLS - *Ordinary Least Squares*

ROA - *Return on Assets* (Retorno sobre os ativos)

TQ - Tobin Q

UE + RU - União Europeia e Reino Unido.

1. Introdução

A fiscalidade constitui um dos instrumentos centrais de política económica, desempenhando um papel determinante na criação de incentivos que orientam os agentes económicos para comportamentos alinhados com os objetivos estratégicos de um país (Payne & Raiborn, 2018). Embora o sistema fiscal assente no princípio da igualdade, os Estados recorrem frequentemente a incentivos fiscais que discriminam positivamente determinados comportamentos associados ao investimento, à poupança ou à inovação (Dowling, 2014). Estes mecanismos procuram estimular o crescimento económico, o emprego e a competitividade, através de reduções de taxa de impostos, deduções à matéria coletável ou benefícios fiscais específicos (Amorim, 2007; Dowling, 2014). Contudo, a utilização de incentivos fiscais acarreta custos e riscos relevantes, incluindo potenciais litígios tributários, perdas reputacionais, bem como impactos adversos ao nível da gestão (Lv *et al.*, 2025; Khaoula & Moez, 2019; Desai & Dharmapala, 2009), que podem condicionar os benefícios inicialmente previstos pelo legislador.

A crescente mobilidade de capitais aliada à transformação tecnológica das atividades económicas intensificou a capacidade das empresas para reorganizar operações e fluxos financeiros com o objetivo de reduzir a carga fiscal (Devereux *et al.*, 2002; Thomsen & Watrin, 2018). Esta tendência tem gerado preocupação governamental, sobretudo pela perceção de que as empresas multinacionais conseguem deslocar lucros para jurisdições de baixa tributação, explorando diferenças legislativas e lacunas normativas (Desai & Dharmapala, 2018). Em resposta, organismos internacionais como a OCDE e o G20 têm desenvolvido iniciativas como o programa BEPS, que visa reforçar a coordenação fiscal internacional e mitigar práticas de erosão das bases tributárias. Paralelamente, a concorrência fiscal entre Estados intensificou-se, com reduções sucessivas das taxas de imposto sobre o lucro das empresas como forma de atrair investimento e dinamizar a atividade económica (Devereux *et al.*, 2008; Delgado *et al.*, 2019).

Apesar da importância das receitas fiscais para o financiamento de serviços públicos essenciais, persistem comportamentos que procuram reduzir ou evitar o pagamento de impostos, através de estratégias que variam desde a evasão fiscal, ilegal, até à elisão fiscal, entendida como o recurso a mecanismos legais para minimizar da carga tributária (Hanlon & Heitzman, 2010; Dyreng *et al.*, 2008). A fronteira entre estes conceitos tem sido

amplamente debatida na literatura, mas é consensual que ambos representam formas de planeamento fiscal que transferem recursos do Estado para a empresa e, consequentemente, para os acionistas (Hanlon & Heitzman, 2010; Dyreng *et al.*, 2008; Khaoula & Moez, 2019). A sofisticação crescente das práticas de planeamento fiscal torna, por vezes, difícil distinguir comportamentos legítimos de práticas abusivas, o que tem motivado a implementação de mecanismos legais nacionais e internacionais destinados a reforçar a transparência e a cooperação fiscal. Exemplos incluem os acordos de troca automática de informação, os *Tax Information Exchange Agreements* e, mais recentemente, a introdução da taxa mínima de imposto efetiva de 15% no âmbito do Pilar II (OCDE, 2020).

Neste contexto, torna-se relevante compreender de que forma as estratégias de elisão fiscal influenciam o valor das empresas. A redução da carga fiscal aumenta os fluxos de caixa disponíveis, podendo traduzir-se num acréscimo do valor económico (Khaoula & Moez, 2019; Khuong *et al.*, 2020). No entanto, práticas fiscais agressivas podem também gerar riscos regulatórios, custos de agência e penalizações reputacionais, conduzindo a efeitos negativos sobre a avaliação de mercado (Hanlon & Slemrod, 2009; Desai & Dharmapala, 2009). A literatura internacional apresenta esta relação sob diferentes enquadramentos teóricos: (i) a perspetiva clássica, que demonstra uma relação positiva entre a elisão fiscal e o valor da empresa (Khuong *et al.*, 2020) e (ii) a perspetiva da teoria de agência que apresentam resultados dispares, dependo do contexto institucional, da estrutura de governação e das características das empresas (Desai & Dharmapala, 2009; Wahab & Holland, 2012; Chen *et al.*, 2014).

Face a estas abordagens e à escassez de evidência empírica no contexto europeu, esta dissertação tem como objetivo analisar o impacto das estratégias de elisão fiscal no valor das empresas cotadas da União Europeia e do Reino Unido (UE+RU), no período compreendido entre 2014 e 2024. Complementarmente, pretende-se avaliar se características estruturais das empresas, nomeadamente, a qualidade do governo societário e o desempenho ESG condicionam esta relação, atuando como mecanismos moderadores. A análise recorre a dados em painel obtidos no LSEG, utilizando a taxa de imposto efetiva como proxy da elisão fiscal. Para tal, procedeu-se à estimação dos modelos econométricos através do método OLS, corrigido pela heteroscedasticidade e com efeitos fixos.

Os resultados desta investigação demonstram que a relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa não é linear, assumindo uma forma de U invertido captada pela inclusão do termo

quadrático da taxa de imposto efetiva. Este comportamento é coerente com a literatura, que documenta que reduções moderadas da carga fiscal aumentam os fluxos de caixa disponíveis e podem gerar ganhos de valor (Nebie & Cheng, 2023), enquanto níveis excessivos de agressividade fiscal tendem a ser penalizados pelo mercado devido ao maior risco regulatório, menor transparência e potenciais conflitos de agência (Desai & Dharmapala, 2009; Kiesewetter & Manthey, 2017). Assim, observa-se que incrementos moderados da ETR podem ser valorizados, mas que, após o ponto ótimo, a relação se inverte, passando as reduções da taxa de imposto efetiva a ser associadas à criação de valor para o acionista.

A análise de heterogeneidade revela que este efeito não é uniforme entre empresas, sendo condicionado por características internas como: a dimensão, rentabilidade, alavancagem e tangibilidade. Especificamente, verifica-se que nas empresas de maior dimensão a eficiência fiscal não constitui um determinante central do seu valor, resultado consistente com a sua maior capacidade de planeamento fiscal, estruturas organizacionais mais complexas e resultados mais previsíveis (Armstrong *et al.*, 2012; Lanis & Richardson, 2014; Desai & Dharmapala, 2009). Por outro lado, empresas mais rentáveis, menos alavancadas e com menor nível de tangibilidade demonstram menor sensibilidade à carga fiscal, recorrendo mais rapidamente a estratégias de elisão, evidência corroborada pelo facto de apresentarem pontos ótimos mais baixos.

Adicionalmente, a inclusão de uma variável *dummy* para captar a reação do mercado à comunicação, em 2020, da implementação do imposto mínimo global de 15% no âmbito do Pilar II da OCDE, revelou-se estatisticamente significativa. Este resultado indica que o mercado ajustou antecipadamente as suas expectativas relativamente ao impacto futuro da harmonização fiscal internacional, valorizando a eficiência fiscal no período pré-implementação. Este comportamento é consistente com Cummins *et al.* (1994) no qual documentam que perante reformas fiscais anunciadas, as empresas ajustam as suas decisões de gestão. Perante uma antecipação de potenciais aumentos da despesa fiscal, as empresas procuram preservar os *cash flows* (Johannesen, 2022), sobretudo num enquadramento em que a carga fiscal efetiva será, para muitas empresas, significativamente mais elevada a partir de 2026 (OECD, 2020; OECD, 2021).

No que concerne aos efeitos moderadores, a análise de curto prazo não identifica influências estatisticamente significativas do governo societário ou do desempenho ESG na relação entre elisão fiscal e valor da empresa. Contudo, numa perspetiva de longo prazo,

onde a literatura demonstra que ambos os mecanismos assentam em processos organizacionais persistentes e escolhas estratégicas consolidadas (Desai & Dharmapala, 2009; Naeem *et al.*, 2022; Elamer *et al.*, 2024), verifica-se que atenuam o impacto positivo da elisão fiscal sobre o valor da empresa. Estes resultados sugerem que estruturas de governação fortes (níveis elevados de independência no conselho de administração) tendem a privilegiar práticas fiscais prudentes e alinhadas com a sustentabilidade do valor da empresa (Khaoula & Moez 2019; Lv *et al.*, 2025). De igual modo, empresas com desempenho ESG mais elevado demonstram menor tolerância a estratégias fiscalmente mais agressivas, penalizando comportamentos que possam prejudicar o Estado ou a sociedade (Kovermann & Velte, 2021; Elgharbawy & Aladwey, 2025).

Complementarmente, um conjunto de testes de robustez são realizados. A análise alternativa com modelos agrupados ao nível país-ano valida a relação não linear entre as principais variáveis do estudo; a avaliação da variável Pilar II através de *dummies* alternativas para o ano anterior e posterior demonstra que a alteração estatisticamente relevante ocorre especificamente a partir de 2020; e por fim, a análise por tercis no subgrupo de empresas de menor dimensão confirma que, à medida que a dimensão aumenta, o impacto positivo do ETR sobre o valor da empresa diminui progressivamente.

A presente dissertação está organizada da seguinte forma: no **Capítulo 2** é apresentado os conceitos e relações principais sobre as variáveis em estudo, bem como a formulação das hipóteses de investigação. No **Capítulo 3** é realizado um pequeno enquadramento sobre a taxa de imposto estatutária sobre os resultados das sociedades, no contexto europeu. No **Capítulo 4** são descritos os critérios de seleção da amostra, as variáveis, o modelo e método de estimação utilizado e ainda são interpretadas as estatísticas descritivas. Já no **Capítulo 5** são apresentados os resultados obtidos dos modelos econométricos e, por fim, o **Capítulo 6** conclui o estudo efetuado, exibindo as principais conclusões, limitações e possíveis perspetivas futuras.

2. Revisão de literatura e desenvolvimento de hipóteses

O presente capítulo encontra-se estruturado em duas secções principais. A **Secção 2.1** apresenta uma visão geral completa dos fundamentos conceptuais e teóricos relacionados com o planeamento fiscal e a elisão fiscal. A **Secção 2.2** explora a relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa, conforme estabelecido na literatura, apresentando-se, no final de cada sub-secção, as três hipóteses a serem testadas e analisadas neste trabalho.

2.1. Fundamentos conceptuais e teóricos sobre o planeamento fiscal

2.1.1 A importância do planeamento fiscal

A fiscalidade assume um papel central nas decisões empresariais, uma vez que os impostos representam um dos principais custos suportados pelas empresas, influenciando diretamente a sua rentabilidade, estrutura financeira e valor económico (Nebie & Cheng, 2023). Neste contexto, o planeamento fiscal surge como um instrumento estratégico fundamental para a gestão eficiente dos recursos empresariais e para a maximização do valor para os acionistas (Dowling, 2014; Hanlon & Heitzman, 2010).

A elisão fiscal pode, assim, ser interpretada como uma estratégia eficiente de maximização do valor da empresa, desde que os benefícios fiscais não sejam anulados por custos adicionais relevantes (Khaoula & Moez, 2019, Khuong *et al.*, 2020).

De acordo com Scholes *et al.* (2009), o planeamento fiscal eficaz deve ser integrado nas decisões operacionais, financeiras e de investimento das empresas, considerando não apenas os efeitos fiscais imediatos, mas também as implicações de longo prazo. Os autores sintetizam esta abordagem em três dimensões *all parties*, *all taxes*, *all costs*. As empresas devem considerar simultaneamente os custos fiscais explícitos, implícitos e não fiscais associados às decisões de natureza tributária. Assim, o planeamento fiscal não se limita à minimização do imposto a pagar, mas constitui uma componente essencial da estratégia empresarial e da criação de valor (Hanlon & Slemrod, 2009; Desai & Dharmapala, 2009).

Neste sentido, o planeamento fiscal assume relevância em economias abertas e integradas, como a União Europeia, onde a mobilidade de capitais, bens e serviços, aliada à heterogeneidade dos sistemas fiscais nacionais, cria oportunidades para a otimização da carga fiscal (Devereux *et al.*, 2002; Thomsen & Katrin, 2018). A literatura evidencia que empresas

que adotam estratégias fiscais eficientes podem obter vantagens competitivas face aos seus concorrentes, refletindo-se num melhor desempenho financeiro e num maior valor de mercado (Desai & Dharmapala, 2009).

Segundo Amorim (2007) e Dowling (2014) fatores como a elevada carga fiscal, a complexidade do sistema tributário e da legislação, a existência de lacunas normativas e, em determinados contextos, a perceção da reduzida probabilidade de penalização criam incentivos ao recurso a estratégias de planeamento fiscal agressivo. Adicionalmente, a existência de diferenças entre o resultado contabilístico e o fiscal cria um espaço propício à gestão fiscal, devido a utilização de créditos, deduções, benefícios e exclusões fiscais (Alm, 2014; Kemme *et al.*, 2017). Embora estas práticas, ainda que legítimas, levantam questões relevantes quanto ao grau de agressividade e aos seus impactos económicos, sociais e reputacionais (Dowling, 2014; Desai & Dharmapala, 2009; Elamer *et al.*, 2024).

Do ponto de vista do Estado, a tributação constitui a principal fonte de receita das funções públicas, sendo frequentemente descrita como a espinha dorsal financeira do sector público. Estas são essenciais para o financiamento de serviços públicos fundamentais, como a educação, a saúde, a segurança, a defesa e as infraestruturas bem como para a sustentabilidade das finanças públicas e a estabilidade macroeconómica (Dowling, 2014). Para além disso, os Governos utilizam o sistema fiscal como instrumento de política económica, quer para incentivar ou desincentivar determinadas atividades (Payne & Raiborn, 2018), quer como mecanismo de política contra cíclica destinado a estimular o investimento empresarial em períodos de desaceleração económica (Eichfelder *et al.*, 2023). Assim, a política fiscal influência não apenas o nível de receitas públicas, mas também a equidade, a eficiência económica e a justiça social.

Num contexto de crescente globalização e complexidade dos sistemas fiscais, as empresas, em particular as multinacionais, passaram a recorrer de forma mais intensiva a estratégias de elisão fiscal — e, em alguns casos, de evasão fiscal — com o objetivo de reduzir o rendimento sujeito a tributação e maximizar o valor da empresa (Payne & Raiborn, 2018; Hanlon & Slemrod, 2009). Estas estratégias incluem, entre outras, a deslocalização de operações e ativos intangíveis para jurisdições de baixa ou nula tributação, a realização de operações intragrupo potencialmente artificiais e a utilização de estruturas societárias complexas (Desai *et al.*, 2006). Estas práticas têm sido, em parte, fomentadas pela concorrência fiscal entre países, que utilizam a sua autonomia na tributação do rendimento das pessoas coletivas como

instrumento de atração de investimento (Amorim, 2007, Dowling, 2014, Lee & Swenson 2012). Alguns Estados com regimes fiscais mais favoráveis, conseguem captar grandes grupos empresariais, promovendo o crescimento económico e a criação de emprego, embora, por vezes, à custa da erosão da base tributável de outros países (Dowling, 2014). Na União Europeia, este fenómeno é particularmente visível em determinados Estados-Membros, como a Irlanda, Malta ou os Países Baixos (Dowling, 2014). Esta realidade levanta preocupações significativas, nomeadamente ao nível da concorrência fiscal desleal, da perda de receitas fiscais para os Estados e da perceção de injustiça fiscal, uma vez que permite às grandes empresas multinacionais suportarem níveis de tributação efetiva significativamente inferiores aos das empresas nacionais ou de menor dimensão (Dowling, 2014).

Perante estes desafios, organizações internacionais como a OCDE e o G20 têm vindo a desenvolver iniciativas destinadas a combater a erosão da base tributável e a transferência artificial de lucros, destacando-se, o Plano de Ação BEPS, que consiste num conjunto de quinze ações destinadas a promover uma maior transparência e coerência económica na tributação das empresas multinacionais. O objetivo central deste Plano é incentivar a adoção de boas práticas fiscais, assegurando simultaneamente maior justiça, equidade e competitividade fiscal entre os países (OCDE, 2014).

2.1.2 Distinção de conceitos e medidas de elisão fiscal

No âmbito do planeamento fiscal empresarial, torna-se fundamental distinguir os conceitos de *tax avoidance* (elisão fiscal) e *tax evasion* (evasão fiscal). Na literatura é possível verificar que não existe uma definição universalmente consensual dado que muitas estratégias se situam numa zona cinzenta entre a legalidade formal e a violação do espírito da lei (Khaoula & Moez, 2019).

A *Tax avoidance* corresponde à utilização de técnicas para diminuir a matéria coletável de modo a, na letra da lei, diminuir a carga fiscal e aumentar o resultado após imposto (Hanlon & Heitzman, 2010 e Dyreng *et al.*, 2008). De acordo com Desai & Dharmapala (2009), esta prática está relacionada frequentemente com a atividade de *tax sheltering*, isto é, a redução da despesa fiscal por via da localização de rendimentos para países com taxas de impostos mais reduzidas. Dowling (2014) considera que a elisão fiscal é uma transferência direta de valor da sociedade para o acionista/empresa, não sendo mensurável quanto deste valor volta

novamente para o governo. Embora, este comportamento cumpre formalmente a letra da lei, pode comprometer o espírito da lei (Amorim, 2007; Dowling, 2014).

A elisão fiscal apesar de se distanciar da fraude fiscal, pode situar-se numa zona intermédia entre a otimização fiscal legítima e a ilegalidade tributária (Amorim, 2007). Neste sentido, as autoridades tributárias podem desconsiderar atos ou negócios jurídicos que, embora formalmente válidos, sejam desprovidos de substância económica e tenham como principal finalidade a obtenção de uma vantagem fiscal indevida, sustentando-se com as cláusulas gerais anti abuso (General Anti-Avoidance Rules – GAAR) (Johansson *et al.*, 2016). No contexto da União Europeia, este mecanismo foi reforçado com a adoção da Diretiva (UE) 2016/1164 (ATAD), que estabeleceu uma GAAR comum aos Estados-Membros, com o objetivo de combater práticas de planeamento fiscal agressivo e assegurar uma tributação alinhada com a criação de valor económico (União Europeia, 2016).

Já a *tax evasion* (evasão fiscal) implica a adoção de práticas ilegais, como a ocultação de rendimentos, a prestação de declarações falsas, a implementação de mecanismos de poupança fiscal não previstos na lei e a simulação de negócios, com o objetivo deliberado de reduzir a carga fiscal, sendo frequentemente considerada, na literatura, uma prática antiética. (Blaufus *et al.*, 2019; Payne & Raiborn, 2018).

Apesar da distinção conceptual, a literatura reconhece que determinadas transações podem ser difíceis de classificar, face à complexidade dos sistemas fiscais e à existência de zonas de ambiguidade legal (Hanlon & Heitzman, 2010).

Em suma, por razões de coerência e para mitigar os problemas que decorrem da interpretação dos termos, a presente dissertação adota a definição de elisão fiscal centrada na redução explícita observável da despesa fiscal, refletida numa menor taxa de imposto efetiva. Assim, a elisão fiscal é entendida como um conjunto de práticas legais que conduzem à diminuição da carga fiscal efetiva, quer através do aproveitamento de benefícios fiscais, isenções e deduções, quer através da transferência de rendimentos ou da deslocalização de operações e ativos para jurisdições fiscalmente favoráveis (Alm, 2014; Braz *et al.*, 2022). Parte-se do pressuposto de que as empresas analisadas não recorrem a práticas ilegais suscetíveis de comprometer a sua continuidade.

À semelhança da complexidade conceptual associada à elisão fiscal, a sua mensuração empírica coloca desafios significativos, uma vez que se trata de uma variável não observável.

Consequentemente, a literatura tem recorrido a diversas variáveis de aproximação (*proxies*), entre as quais se destacam a taxa de imposto efetiva (*Effective Tax Rate* – ETR), a taxa de imposto efetiva baseada em fluxos de caixa (*Cash Effective Tax Rate* – Cash ETR) e a diferença entre o resultado contabilístico e o resultado fiscal (*Book-Tax Differences* – BTD). No presente estudo, é utilizada a taxa de imposto efetiva, seguindo as abordagens de Nebie & Cheng, (2023); Khaoula & Moez (2019) e Khuong *et al.* (2020). A **Tabela 1** sintetiza as principais características das diferentes medidas.

Tabela 1 - Principais medidas da elisão fiscal

Medidas de elisão fiscal	Definição
Effective Tax Rate (ETR)	É uma medida que considera a carga tributária efetiva suportada pela empresa ao longo de um determinado período de tempo, incorporando o impacto de deduções, créditos e benefícios fiscais previstos na legislação (Braz *et al.*, 2022).
Cash Effective Tax Rate (*Cash* ETR)	Considera os impostos pagos em dinheiro ao invés da despesa fiscal total, sendo afetada por estratégias de diferimento de impostos (Hanlon & Heitzman, 2010).
Book-Tax Differences (BTD)	A aplicação das normas fiscais dos países pode aumentar naturalmente a diferença e não espelhar necessariamente uma maior prática de *tax avoidance* (Lv *et al.*, 2025).

Fonte: Elaboração Própria

A taxa de imposto efetiva é uma das medidas maioritariamente utilizada. Uma ETR mais baixa, associa-se a um menor encargo fiscal e, portanto, uma maior dimensão de elisão fiscal – medida inversa da *tax avoidance* (Braz *et al.,* 2022, Khuong *et al.*, 2020). As ETRs são determinadas como um quociente de uma medida do imposto sobre uma medida de rendimento (Stamatopoulos *et al.*, 2019). Esta métrica é amplamente utilizada na literatura por permitir avaliar, de forma sintética a eficácia das estratégias de planeamento fiscal em análises transversais e longitudinais (Phillips, 2003). Todavia é uma medida que não capta de forma isolada os incentivos dos sistemas tributários nacionais face à complexidade e interconexão dos elementos fiscais (Nicodème, 2001).

Uma medida alternativa é a Cash ETR, que considera apenas os impostos efetivamente pagos num determinado período. Contudo, esta métrica pode ser influenciada por

pagamentos relativos a exercícios anteriores ou por mecanismos de impostos diferidos, comprometendo a sua capacidade de captar o nível de elisão fiscal num dado exercício (Hanlon & Heitzman, 2010; Thomsen & Watrin, 2018; Khuong *et al.*, 2020).

A separação entre o relato contabilístico e fiscal reúne condições para o surgimento de discrepâncias entre o resultado contabilístico e fiscal das empresas, designadas por BTD. Esta medida reflete não só as diferenças temporárias (não intencionais ou não discricionárias), mas também permanentes (intencionais ou discricionárias) (Desai & Dharmapala, 2009). Porém, poder ser influenciada pela manipulação de resultados (*earnings management)* por parte dos gestores (Chen *et al.*, 2014; Desai & Dharmapala, 2009).

2.1.3 Custos da elisão fiscal

Apesar da elisão fiscal gerar benefícios económicos imediatos às empresas, através da redução da carga tributária efetiva, e consequentemente, do aumento dos *cashs flows* disponível da empresa, para novos investimentos ou distribuição aos acionistas, a literatura tem vindo a demonstrar que estas estratégias não são isentas de custos (Hanlon & Slemrod, 2009). O planeamento fiscal, em particular quando assume contornos mais agressivos ou quando é percecionado negativamente pelos agentes económicos, pode gerar custos explícitos e implícitos que afetam o valor da empresa no médio e longo prazo (Wabah & Holland, 2012).

Neste sentido, a elisão fiscal não deve ser analisada exclusivamente sob a ótica da minimização do imposto, mas antes numa perspetiva mais ampla que incorpore os custos diretos e indiretos. Entre os custos diretos destacam-se a necessidade de afetação de tempo e recursos humanos com elevado *know-how* que possam garantir o *compliance* dos procedimentos adotados e monitorização para a *tax avoidance,* exigindo frequentemente quadros especializados e estruturas organizacionais complexas (Hasan *et al.*, 2021; Lv *et al.*, 2025). Por sua vez, os custos indiretos incluem multas, juros, penalizações de litígios com as autoridades fiscais, bem como eventuais perdas reputacionais e impactos adversos ao nível da governação corporativa (Lv *et al.*, 2025; Khaoula & Moez, 2019; Desai & Dharmapala, 2009). Além disso, a *tax avoidance* pode conduzir a uma menor transparência de informação, ao aumento do custo de capital e da probabilidade de manipulação de resultados, afetando negativamente os fluxos caixa futuros e o valor da empresa no longo-prazo (Chen *et al.*, 2014; Lv *et al.*, 2025, Hanlon & Slemrod, 2009).

Deste modo, a adoção de estratégias de elisão fiscal envolve um *trade-off*, que deve ser avaliado pelos gestores, de forma a equilibrar os benefícios fiscais de curto prazo com os riscos e custos potenciais associados, assegurando a sustentabilidade económica e financeira da empresa no longo prazo (Desai & Dharmapala, 2009; Chen *et al.*, 2014).

2.2. Elisão fiscal e Valor da Empresa: Análise da Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses

A relação entre elisão fiscal e valor da empresa pode ser analisada sob diferentes enquadramentos teóricos. A literatura tem abordado esta relação sob duas perspetivas principais: (i) a perspetiva clássica de valor da empresa e (ii) a perspetiva dos custos de agência. Cada uma destas abordagens oferece previsões distintas quanto ao impacto das estratégias de elisão fiscal na valorização das empresas. Adicionalmente, tem emergido uma corrente na literatura que analisa o papel mediador do governo societário e das estratégias ESG, sugerindo que estes fatores podem influenciar a forma como o mercado interpreta e valoriza as práticas de elisão fiscal.

2.2.1 A elisão fiscal e o valor da empresa

Perspetiva tradicional

De acordo com a teoria financeira clássica, sob a hipóteses de mercados perfeitos e completos, o valor da empresa é determinado exclusivamente pela sua capacidade de geração de *cash flows* e pelo risco associado (Modigliani & Miller, 1958) e/ou na decisão de pagamento de dividendos (Gordon, 1963). Neste enquadramento teórico, o valor da empresa é uma função dos fluxos operacionais gerados pelos ativos (independentemente da forma como são distribuídos ou financiados) e da taxa de desconto que reflete o risco subjacente aos mesmos, ou seja, o valor da empresa corresponde ao valor atual dos seus fluxos de caixa futuros esperados, descontados ao custo de capital. Deste modo, assumindo que a elisão fiscal não aumenta o risco da atividade (e.g., risco reputacional) a redução da carga fiscal efetiva aumenta diretamente os fluxos de caixa disponíveis para os acionistas, constituindo um mecanismo de criação de valor (Khuong *et al.*, 2020).

Sob a perspetiva tradicional, os impostos são considerados um encargo que reduz os resultados líquidos, limitando em termos económicos a sua capacidade de criação de valor.

Deste modo, a redução da despesa fiscal permite reter recursos financeiros adicionais, que de outro modo seriam transferidos para o Estado, reforçando a liquidez e a flexibilidade financeira da empresa (Khaoula & Moez, 2019, Khuong *et al.*, 2020). Por sua vez, esses recursos podem ser utilizados para reduzir o endividamento e o risco financeiro, reforçar a solidez e credibilidade da empresa perante investidores e credores (Khuong *et al.*, 2020; Khaoula & Moez, 2019).

Na literatura é possível verificar a materialização destes benefícios. Nebie & Cheng (2023) propuseram uma relação positiva entre elisão fiscal e valor de empresa, que se mostrou estatisticamente significativa, corroborando que a poupança fiscal aumenta o valor da empresa para o acionista. Contudo, no caso de Desai & Dharmapala (2009) mesmo concordando com esta perspetiva, apenas encontraram uma relação positiva e estatisticamente significativa, em empresas com uma boa governação corporativa, sugerindo que os investidores percecionam estas práticas como um instrumento legítimo de criação de valor quando os problemas de agência são mitigados. Alguns estudos também procuram analisar o impacto da elisão fiscal no preço das ações, Gallemore *et al.* (2014) demonstram que empresas com presença em paraísos fiscais, não evidenciam penalizações reputacionais significativas. Embora, inicialmente, observem uma reação negativa no preço das ações, esta revela-se transitória e rapidamente recuperável, sugerindo que os mercados podem não incorporar de forma sistemática os custos reputacionais significativos associados a estruturas fiscais mais agressivas, pelo menos no curto prazo.

Neste contexto, a magnitude da redução da despesa tributária constitui um instrumento de maximização financeira, na medida em que a liquidez adicional por ela gerada pode traduzir-se num aumento do valor das empresas (Khuong *et al.*, 2020). Não obstante, as caraterísticas e o contexto onde operam as mesmas podem, em determinados casos, revelar-se residual ou estatisticamente pouco significativo (Nebie & Cheng, 2023).

Perspetiva da teoria de agência

A perspetiva dos custos de agência refere que a separação entre propriedade e controlo pode originar conflitos de interesses entre gestores e acionistas (Jensen & Meckling, 1976). Na presença de assimetrias de informação, os gestores podem adotar decisões que maximizam a sua utilidade em detrimento da maximização do valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976). Esses comportamentos geram custos de monitorização, custos de

alinhamento de incentivos, que podem ter consequências no crescimento e valor da empresa a longo-prazo (Jensen & Meckling 1976; Hanlon & Heitzman, 2010).

Em contraste à perspetiva tradicional, nesta abordagem existem dois efeitos opostos da elisão fiscal sobre o valor da empresa. De acordo com Desai & Dharmapala (2009), a *tax avoidance* aumenta, diretamente, o *cash flow* disponível para a empresa, aumentando o seu valor para os acionistas (*after-tax returns*). No entanto, este ganho apenas é conseguido ou otimizado através da concessão de incentivos aos gestores para realizarem estas práticas. Desta forma, os seus interesses alinham-se com os dos acionistas, e, assim, beneficiam também do *tax shelter* através de *cash flows*. Empiricamente, verifica-se que a remuneração dos gestores está negativamente correlacionada com a taxa de imposto efetiva da empresa. Adicionalmente, os recursos financeiros obtidos a partir da *tax avoidance* podem ser desviados pelos próprios gestores ou canalizados para fins com os quais os acionistas não concordem, reduzindo os lucros reais das empresas e dos acionistas (Desai & Dharmapala, 2009; Khuong *et al.*, 2020). Assim, estes custos podem ser superiores aos benefícios obtidos com a *tax avoidance*, prejudicando no futuro o valor da empresa (Nebie & Cheng, 2023, Chen *et al.*, 2014)

Empiricamente, é possível constatar que a redução da despesa fiscal tem um impacto negativo no valor da empresa (Wahab & Holland, 2012; Lv *et al.*, 2025; Chen *et al.*, 2014). Todavia, no caso de Lv *et al.* (2025) e Chen *et al.* (2014) verificaram respetivamente que a governança corporativa e a transparência de informação atenuam esta relação. Numa análise complementar, Hanlon & Slemrod (2009) analisam a reação do mercado à divulgação de notícias relacionadas com o envolvimento de empresas em práticas de planeamento fiscal agressivo (presença em paraísos fiscais), encontrando evidência de uma reação negativa no preço das ações. Este resultado sugere que os investidores não interpretam estas estratégias apenas como mecanismos de redução da carga fiscal, mas também como potenciais indicadores de riscos adicionais associados à empresa. Adicionalmente, ao incorporarem uma medida de governança corporativa, os autores verificam que a reação do mercado varia em função da qualidade dos mecanismos de governança, evidenciando uma interdependência entre estas dimensões. Em conjunto, estes resultados indicam que níveis elevados de agressividade fiscal podem ser percecionados como suscetíveis de comprometer a sustentabilidade dos resultados futuros, quer pelo risco acrescido de sanções, quer por potenciais custos reputacionais e pela deterioração da confiança dos diferentes *stakeholders* (Hanlon & Slemrod, 2009; Dowling, 2014).

Desta forma, considerando as diferentes abordagens sobre o impacto que a elisão fiscal tem sobre o valor da empresa, e evidenciando os custos de agência e custos indiretos sobre o planeamento fiscal, conclui-se que estes podem superar os benefícios e, por isso, ter um impacto negativo no valor da empresa. Contudo, também importa considerar a natureza das empresas em análise, uma vez que integram grandes grupos económicos, bem estabelecidos e com um papel relevante na economia europeia. Assim, infere-se a seguinte hipótese de investigação principal

H1: A elisão fiscal tem um impacto negativo no valor da empresa.

Tabela 2 - Literatura principal sobre a relação entre a ETR e o valor da empresa

Estudo	Amostra e período de análise	Metodologia	Medida de elisão fiscal	Sinal	Resultado
Khaoula & Moez (2019)	Empresas listadas nos índices EURONEXT 100 e 150, entre 2005 e 2012	GLS	ETR	(+)	Encontram evidencias que a ETR é positiva e estatisticamente significativa, concluindo que um menor planeamento fiscal desencadeia um aumento do valor da empresa.
Nebie & Cheng, (2023)	Empresas listadas na Bolsa de valores e Taiwan, entre 2009 e 2019	OLS	ETR	(-)	Os resultados mostram uma relação negativa entre a ETR e o valor da empresa, com resultados significativos para efeitos fixos e aleatórios, sugerindo que existe uma relação positiva entre a prática de elisão fiscal e o valor da empresa.
Desai & Dharmapala (2009)	Empresas listadas no S&P500 entre 1993 e 2001	OLS	BTD	(-)	Os autores acreditam que a governação das empresas é um fator importante e diferenciador para o efeito da otimização fiscal no valor da empresa.
Chen *et al.* (2014)	Empresas listadas na China, entre 2001 e 2009	OLS	BTD; STR-ETR	(-/-)	A agressividade fiscal tem um impacto positivo no valor da empresa.
Khuong *et al.* (2020)	Empresas listadas do Vietnam, entre 2010 e 2016	GMM	ETR; Cash ETR	(+/-)	Quando os autores utilizam medidas contabilísticas para o valor da empresa, é possível verificar uma relação positiva entre a ETR e o valor da empresa, logo aumentar e elisão fiscal diminui o valor da mesma. Contudo, quando analisam o valor da empresa com medida de mercado constatam o inverso.
Hanlon & Heitzman (2010)		Revisão de literatura	N.A	N.A	Os impostos, seguindo a perspetiva de Miller e Modigliani, são uma imperfeição do mercado, que afeta o valor de uma empresa.

Fonte: Elaboração própria

2.2.2 Papel Moderador do Governo Societário

Tal como referido anteriormente, a separação entre propriedade e controlo, característica das estruturas empresariais modernas, gera potenciais conflitos de agência entre acionistas e gestores, uma vez que estes últimos podem adotar decisões que maximizem a sua utilidade privada em detrimento do valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976; Hanlon & Heitzman, 2010). Neste contexto, a governação corporativa assume um papel central enquanto mecanismo de mitigação dos problemas de agência, influenciando não apenas as decisões operacionais e financeiras, mas também as estratégias de planeamento fiscal adotadas pelas empresas (Desai & Dharmapala, 2009; Khaoula & Moez, 2019). De acordo com a OCDE (2016), o objetivo do governo das sociedades é contribuir para a construção de um ambiente de confiança, transparência e responsabilidade, essencial para fomentar o investimento de longo prazo, a estabilidade financeira e a integridade empresarial. Estes princípios assumem particular relevância no contexto do planeamento fiscal, dada a complexidade associada às estratégias de elisão fiscal, que podem agravar os conflitos de agência e afetar a perceção dos investidores quanto à sustentabilidade da criação de valor (Hanlon & Heitzman, 2010).

A literatura sugere que o impacto da elisão fiscal no valor da empresa é condicionado pela qualidade dos mecanismos de governação corporativa (Desai & Dharmapala, 2009). Em particular, conselhos de administração eficazes, caracterizados por um maior grau de independência, diversidade de competências e capacidade de monitorização, tendem a reduzir comportamentos oportunistas dos gestores e garantir que as estratégias fiscais são alinhadas com o interesse dos acionistas e com a sustentabilidade corporativa no longo prazo (Khaoula & Moez, 2019; Kovermann & Velte, 2019).

A independência do conselho é frequentemente apontada como um elemento-chave da boa governação, na medida em que os administradores independentes atuam como mediadores entre gestores e acionistas, monitorizam o comportamento dos gestores, assessora-os na identificação e implementação de estratégias (Khaoula & Moez, 2019 Kovermann & Velte, 2019). Além disso, é responsável pela alocação de recursos, melhoria do desempenho da empresa e aumento da riqueza dos acionistas (Khaoula & Moez 2019). Segundo estes autores, o aumento da percentagem de diretores independentes aumenta a eficiência e a conformidade corporativa.

Do ponto de vista empírico, Desai & Dharmapala (2009) argumentam que a relação entre elisão fiscal e valor da empresa depende criticamente da qualidade da governação corporativa. Wilson (2009) demonstra que empresas com práticas fiscais agressivas podem gerar retornos anormais positivos quando combinadas com fortes mecanismos de governação. Kovermann & Velte (2019) argumentam que as instituições de governação corporativa forte não só podem incentivar a eficiência fiscal, como também limitar a elisão fiscal a um nível em que os riscos não ultrapassem os benefícios. De forma semelhante, Khaoula & Moez (2019), nas 150 maiores empresas listadas da União Europeia, mostram que o aumento da proporção de administradores independentes tende a atenuar o efeito positivo da ETR no valor da empresa, sugerindo que uma governação corporativa mais forte não promove necessariamente maiores níveis de elisão fiscal, mas antes um planeamento fiscal mais prudente, orientado para a sustentabilidade do valor da empresa no longo prazo.

Contudo, os resultados empíricos não são consensuais (ver Erro! A origem da referência não foi encontrada.). Wahab & Holland (2012), com base na amostra de empresas cotadas do Reino Unido, revelam que em contextos de forte governação corporativa, quanto maior o planeamento fiscal menor é o valor da empresa, contudo este impacto negativo consegue ser menor comparativamente as restantes empresas (fraca governação), sugerindo, por isso, que as estruturas de governação mais exigentes podem condicionar as práticas fiscais agressivas, de modo a não deteriorar o valor da mesma no longo prazo.

Assim, nesta dissertação será analisada o efeito moderador do Governo Societário, em particular, a independência do Conselho de Administração, na relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa.

H2: O governo societário modera a relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa

Tabela 3 - Principal literatura sobre o efeito moderador do Governo Societário na relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa

Estudo	Amostra e período de análise	Medida do Governo Societário	Sinal	Resultado
Desai & Dharmapala (2009)	Empresas listadas no S&P500 entre 1993 e 2001	Percentagem de administradores institucionais	(+)	O efeito da elisão fiscal sobre o valor a empresa apenas é estatisticamente significativo em empresas bem governadas
Khaoula & Moez (2019)	Empresas listadas nos índices EURONEXT 100 e 150, entre 2005 e 2012	Percentagem de diretores Independentes, no *Board*	(-)	O efeito moderador da independência do conselho de administração é negativo e estatisticamente significativo, significando que, quanto maior percentagem de diretores independentes, menor será o impacto positivo da ETR sobre o valor da empresa.
Kovermann & Velte (2019)	79 artigos empíricos publicados entre 2001 e 2018	N. A	N.A	A governança corporativa é uma combinação de mecanismos que garantem que a administração "administre a empresa em benefício de um ou mais stakeholders". Tem um forte impacto na elisão fiscal.
Lv *et al.* (2025)	Empresas listadas na Bolsa de Valores de Xangai e Shenzhen entre 2012 e 2022	Proporção de diretores independentes, no *Board*	(+)	A interação entre a governança corporativa e a elisão fiscal é positiva e estatisticamente significativa, corroborando o seu efeito moderador entre a elisão fiscal e o valor da empresa.
Wilson (2009)	59 empresas que estiveram envolvidas em esquemas de paraísos fiscais, entre 1975 e 2002	Índice de direitos dos acionistas, que varia entre 0 e 24, quando menores, maior a qualidade da Governança corporativa	(+)	Os autores ao analisar os retornos das ações das empresas, pelo modelo Fama e French, concluem que empresas envolvidas em estratégias fiscais mais agressivas e com uma governança corporativa forte apresentam retornos anormais superiores.
Wahab e Holland (2012)	Empresas Cotadas na Bolsa de valores de Londres entre 2005-2007	Percentagem de diretores não executivos no Board e Percentagem de participação institucional	(-)	Os autores não encontram evidencia de que os custos de agência sejam moderados pela Governança Corporativa.

Fonte: Elaboração Própria

2.2.3 Papel Moderador do ESG

O conceito de ESG *(Environmental, Social and Governance*) corresponde a um conjunto de indicadores que avaliam o desempenho ambiental, social e de governação corporativa das empresas, complementando as métricas estritamente financeiras (Yoon *et al.*, 2021). Neste sentido, o ESG fornece aos investidores e demais *stakeholders* uma avaliação mais abrangente do perfil de risco e da qualidade da gestão, contribuindo para mitigar assimetrias de informação (Yoon *et al.*, 2021, Alomair & Metwally, 2025).

À luz da teoria da agência, a divulgação de informação ESG constitui um mecanismo de transparência e monitorização que pode mitigar comportamentos oportunistas por parte dos gestores (Alomair & Metwally 2025). Níveis mais elevados de transparência reduzem a incerteza associada a decisões estratégicas complexas, incluindo as relacionadas com o planeamento fiscal. Por exemplo, Chen *et al.* (2014) demonstram que a transparência atenua o impacto negativo da elisão fiscal sobre o valor da empresa, sugerindo que o mercado avalia de forma diferenciada as estratégias fiscais. Neste enquadramento, os relatórios de sustentabilidade e as pontuações ESG podem desempenhar uma função de sinalização (Kiesewetter & Manthey, 2017; Alomair & Metwally, 2025). De acordo com a teoria de sinalização, a divulgação voluntária de práticas sustentáveis transmite ao mercado informação sobre a ética, a orientação estratégica de longo prazo e o compromisso com a responsabilidade corporativa (Alomair & Metwally, 2025). Assim, empresas com maior desempenho ESG tendem a divulgar de forma mais ativa as suas práticas, procurando reforçar a confiança dos *stakeholders* (Kovermann & Velte, 2021; Alomair & Metwally, 2025). Considerando que a redução da despesa fiscal é frequentemente associada a comportamentos socialmente irresponsáveis, na medida em que pode comprometer as receitas públicas, espera-se que produção destes relatórios neutralize a perceção negativa destas práticas (Alomair & Metwally, 2025).

Relativamente à elisão fiscal, diferentes enquadramentos teóricos sustentam que empresas com melhor desempenho ESG tendem a adotar comportamentos fiscais menos agressivos. Sob a teoria da legitimidade e dos *stakeholders*, empresas com melhor desempenho ESG alinham as suas práticas com os padrões sociais, responsabilidade ética e sustentabilidade, reduzindo a probabilidade de recorrerem a estratégias fiscais percecionadas como irresponsáveis (Dowling, 2014; Kovermann & Velte, 2021, Elgharbawy & Aladwey, 2025).

Empiricamente, é possível encontrar estas evidências (ver **Tabela 4**). Lanis & Richardson (2014) concluem que empresas com melhor desempenho em responsabilidade social apresentam menor propensão para adotar estratégias fiscais agressivas. Segundo estes autores, quando a elisão fiscal assume contornos agressivos, deve ser interpretada como uma prática socialmente irresponsável e potencialmente ilegítima, sendo menos consistente com uma estratégia empresarial orientada para a responsabilidade social. Nesta linha de pensamento, Yoon *et al.* (2021) constatam que empresas com pontuações ESG mais elevadas apresentam menor propensão para se envolverem em práticas agressivas de elisão fiscal, em linha com a teoria da cultura corporativa, segundo a qual os valores e normas organizacionais moldam o comportamento dos gestores.

Não obstante, a literatura também adverte para uma leitura crítica do ESG enquanto indicador de comportamento ético genuíno. A adoção de práticas sustentáveis e/ou sociais podem, em determinados contextos, assumir uma natureza predominantemente estratégica, de forma a melhorar a reputação e a posição competitiva da empresa (Alomair & Metwally, 2025; Elamer *et al.*, 2024). Neste caso, a divulgação deste tipo de relatório pode coexistir com estratégias fiscais agressivas, na medida em que a empresa está a canalizar os fundos provenientes da poupança fiscal para práticas socialmente responsáveis, ou mesmo como estratégia de *greenwashing*, para disfarçar comportamentos de elisão fiscal (Elamer *et al.*, 2024; Alomair & Metwally, 2025).

Quando analisada a relação entre a redução de despesa fiscal e o valor da empresa, embora se verifique um impacto negativo, a adoção de práticas ESG atenua esse efeito adverso, sugerindo que investidores interpretam de forma mais favorável as estratégias fiscais quando estas são acompanhadas por um compromisso credível com a sustentabilidade e a responsabilidade social (Elamer *et al.* 2024, Alomair & Metwally, 2025).

Assim, o desempenho ESG pode funcionar simultaneamente como mecanismo substantivo de criação de valor e como instrumento reputacional capaz de moderar a relação estre a planeamento fiscal e o valor da empresa.

H3: O desempenho ESG modera a relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa

Tabela 4 - Principal literatura sobre o efeito moderador do ESG na relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa.

Estudo	Amostra e período	Medida de ESG	Sinal	Resultados
Yoon *et al.* (2021)	Empresas financeiras cotadas da Coreia do Sul entre 2011 e 2017	ESG scores	(-)	Encontraram uma relação negativa entre a ESG score e o BTD, corroborando, por isso, a perspetiva de que empresas com alto nível de Responsabilidade social envolvem-se menos em práticas de elisão fiscal.
Lanis e Richardson (2014)	71 empresas diferentes do banco de dados KLD que tiveram uma disputa fiscal entre 2003 a 2009.	Desempenho em RSC, que se baseia nos dados recolhidos da KFD relativamente aos vários parâmetros da RSC.	(-)	Os resultados evidenciam uma relação negativa entre a RSC e a medida de planeamento fiscal, podendo concluir que uma empresa que apresenta melhor desempenho em atividades de RSC reduz a probabilidade de executar atividades relacionadas com a elisão fiscal.
Alomair e Metwally (2025)	100 maiores empresas não financeiras listadas do Egito entre 2018 e 2022	Divulgação anual ESG, composta pela soma dos três indicadores.	(+)	O efeito moderador do ESG é positivo e estaticamente significativo, indicando, por isso, que a prática empresarial sustentável tem impacto na perceção dos investidores sobre as estratégias de redução de despesa fiscal.
Elamer *et al.* (2024)	Empresas cotadas da França entre 2012 e 2021	Pontuação ESG retirada LSEG	(-)	Os resultados mostram que o efeito positivo do ESG no valor da empresa diminui quando combinado com a elisão fiscal, implicando que as empresas que praticam elisão fiscal tendem a usar as atividades do ESG como um instrumento para disfarçar as suas práticas de elisão fiscal.

Fonte: Elaboração própria

3. Contexto empírico: Imposto sobre rendimento das empresas na União Europeia

A União Europeia apresenta caraterísticas particularmente relevantes para este tipo de investigação, dado tratar-se de um espaço economicamente integrado, marcado pela liberdade de circulação de capitais e pela mobilidade das atividades empresariais, mas simultaneamente caracterizado por uma harmonização fiscal incompleta (Devereux *et al.*, 2002; Thomsen & Watrin, 2018).

Ao longo das últimas décadas, observa-se uma tendência de redução das taxas estatutárias máximas de imposto sobre as sociedades nos países europeus (Thomsen & Watrin, 2018, Devereux *et al.*, 2002; Braz *et al.*, 2022). Esta evidência é corroborada pelos dados recolhidos na OCDE que revelam uma diminuição da taxa média estatutária da União Europeia e do Reino Unido, entre 2014 e 2024, passando de 22,3% para 20,8% (ver **Anexo A**). Este comportamento tem sido interpretado como uma resposta estratégica dos Países à pressão competitiva exercida pela globalização económica, visando atrair investimento estrangeiro direto e evitar a deslocalização de atividades produtivas (Devereux *et al.*, 2002; Thomsen & Watrin, 2018, Chen *et al.*, 2020). Apesar desta tendência descendente, os dados revelam uma elevada heterogeneidade entre os países, em particular, no ano de 2017 é possível observar que países como França, Bélgica, Grécia, Portugal e Espanha apresentavam taxas estatutárias relativamente elevadas (44%, 29%, 28% e 25%, respetivamente), contrastando com jurisdições de baixa tributação, como Bulgária (10%), Hungria (9%) e Irlanda (12,5%). Esta dispersão reflete a inexistência de uma harmonização fiscal plena no espaço europeu traduzindo-se numa utilização da política fiscal como instrumento de concorrência entre Estados (Braz *et al.*, 2022). Adicionalmente, a análise da evolução temporal das taxas estatutárias evidencia que alguns países procederam a reduções particularmente expressivas ao longo do período em análise, destacando-se a Bélgica (32%), a França (47%), a Hungria (111%), o Luxemburgo (24%) e a Noruega (23%).

Apesar da redução das taxas estatutárias, os incentivos à elisão fiscal não foram eliminados, pelo contrário, a coexistência de sistemas fiscais nacionais distintos, onde persiste a heterogeneidade nas taxas estatutárias e das regras de determinação da base tributável, as oportunidades da concorrência fiscal entre jurisdições é ampliada, nomeadamente, através da deslocação de lucros e da localização estratégica de ativos

intangíveis (Devereux *et al.*, 2002; Thomsen & Watrin, 2018; Chen *et al.*, 2020). Estas práticas contribuem para uma divergência entre a taxa de imposto estatutária e a taxa de imposto efetiva suportada pelas empresas (Thomsen & Watrin, 2018). Neste contexto, embora a taxa estatutária máxima não constitua uma medida direta do comportamento fiscal das empresas, a sua evolução e variabilidade entre países fornecem um enquadramento essencial para compreender os incentivos subjacentes ao planeamento fiscal empresarial (Scholes *et al.*, 2009; Thomsen & Watrin, 2018; Braz *et al.*, 2022).

O período de 2014 - 2024 é particularmente relevante, dado que coincide com um reforço significativo da coordenação fiscal internacional. O Pano BEPS, desenvolvido pela OCDE e G20, introduziu um conjunto de recomendações destinadas a limitar práticas de planeamento fiscal agressivo (OCDE, 2014) e a subsequente implementação das Diretivas *Anti Tax Avoidance* na União Europeia implementaram mecanismos destinados a restringir estratégias de planeamento fiscal agressivo e a limitar estratégias de erosão da base tributável (OCDE, 2014). Subsequentemente, a União Europeia reforçou este enquadramento através da implementação da Diretiva (UE) 2016/1164 (ATAD), que estabeleceu mecanismos adicionais, destacando-se a limitação da dedutibilidade dos juros, as regras relativas a sociedades estrangeiras controladas (Controlled Foreign Company – CFC), as regras gerais anti abuso (General Anti-Abuse Rule – GAAR) e as disposições destinadas a prevenir a evasão fiscal associada à transferência de ativos ou residência fiscal. Mais recentemente, verificou-se a introdução de um imposto mínimo global de 15%, no âmbito do Pilar II (OECD, 2020). Este mecanismo visa assegurar que os grupos multinacionais de grande dimensão estejam sujeitos a uma taxa mínima efetiva de tributação em todas as jurisdições onde operam, reduzindo assim os benefícios associados à transferência artificial de lucros para territórios com baixa tributação, bem como condicionando a concorrência fiscal entre jurisdições (OECD, 2020; OCDE, 2021).

A inclusão do Reino Unido reforça a pertinência do estudo, uma vez que mantém uma integração económica com o espaço europeu, após a sua saída da União Europeia, mas principalmente por desempenhar um papel central enquanto centro financeiro internacional e pela crescente preocupação pública com a elisão fiscal (Elgharbawy & Aladwey, 2025). A análise conjunta da União Europeia e do Reino Unido (UE+RU) permite, assim, captar maior diversidade institucional e ampliar a robustez dos resultados.

4. Dados e Metodologia

Este capítulo descreve a amostra, o seu processo e composição; apresenta a metodologia adotada, de forma a testar as hipóteses de investigação anteriormente colocadas e, por fim, é realizada uma análise descritiva das principais variáveis em estudo.

4.1 Dados

A amostra utilizada neste estudo é composta por todas as empresas cotadas dos países da União Europeia e Reino Unido, entre 2014 e 2024. A inclusão de uma empresa na amostra exige apenas que esta apresente informação disponível em pelo menos um dos anos do período em análise.[1] Todos os dados financeiros e não financeiros (nomeadamente, a percentagem de administradores independentes e a pontuação ESG) foram recolhidos integralmente na plataforma LSEG.

Para a construção da base de dados foram aplicados os seguintes critérios:

1. **Exclusão das instituições financeiras e seguradoras** devido às normas contabilísticas específicas e a sua regulamentação, que condicionam a comparabilidade com as empresas não financeiras (Chen *et al.*, 2014; Khuong *et al.*, 2020), resultando em 6 198 empresas que representam 68 178 observações empresa-ano.
2. **Remoção de observações que apresentavam valores sem significado económico**, nomeadamente, assegurar que os rácios estruturais (rentabilidade, alavancagem e estrutura de ativo - tangível e intangível) permanecessem compreendidos em 0 e 1, assim como a ETR. Após este processo, a amostra final possui: 4 602 empresas, totalizando 27 003 observações empresa-ano.

Por fim, de forma a mitigar a influência de valores extremos, ou seja, reduzir o impacto de *outliers*, e garantir maior robustez estatística, todas as variáveis foram insorizadas nos percentis 1% e 99% (Chen *et al.*, 2014; Elamer *et al.*, 2024). Este processo preserva a variabilidade os dados, ao mesmo tempo que limita o impacto de observações atípicas que poderiam enviesar os coeficientes estimados.

[1] A inclusão de todas empresas, tantas as que são cotadas como as que deixaram de estar, evita o *survivorship bias* (Brown *et al.*, 1995). Este enviesamento ocorre quando na análise são consideradas apenas as empresas sobreviventes, sobrestimando retornos e distorcendo a evolução dos mercados.

4.2. Metodologia

4.2.1 Modelo Base

O principal modelo econométrico segue uma especificação amplamente utilizada na literatura (Chen *et al.*, 2014; Khaoula & Moez, 2019; Nebie & Cheng, 2023; Khuong *et al.*, 2020; Lv *et al.*, 2025) (empresa *i* em determinado ano *t*):

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Etr_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Roa_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Aft_{i,t} + \beta_5 Intang_{i,t} + \alpha_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad \textbf{(4.2.1.1)}$$

Tobin's Q (TQ) é comummente utilizado como *proxy* do valor da empresa, dado refletir a avaliação que o mercado faz das suas perspetivas futuras (Tobin, 1969), designadamente quanto ao crescimento, risco e criação de valor no longo prazo (Khaoula & Moez, 2019; Nebie & Cheng, 2023; Khuong *et al.*, 2020). Esta medida destaca-se pela menor suscetibilidade a distorções contabilísticas e fiscais, quando comparada com indicadores puramente contabilísticos (ROE ou ROA) (Khaoula & Moez, 2019). Além disso, é a mais adequada para analisar o impacto da elisão fiscal, no valor da empresa, em contextos de problemas de agência (Desai & Dharmapala, 2009; Khaoula & Moez, 2019).

Por sua vez, a variável explicativa central, a taxa de imposto efetiva (*Etr*) é *proxy* utilizada para captar a elisão fiscal (Khaoula & Moez, 2019, Chen *et al.*, 2014; Nebie & Cheng, 2023). Esta métrica é amplamente utilizada na literatura por permitir avaliar, de forma sintética a eficácia das estratégias de planeamento fiscal em análises transversais e longitudinais (Phillips, 2003). Adicionalmente, a sua disponibilidade e qualidade de informação comparativamente a outras medidas como o Cash ETR ou o BTD, permiti-lhe uma maior cobertura de dados, tornando a sua análise mais robusta (Hanlon & Heitzman, 2010). Além disso, a ETR, ao contrário da Cash ETR, não é diretamente afetada pelas estratégias de diferimento de impostos, reforçando a sua estabilidade como indicador de planeamento fiscal. Todavia, importa ainda reconhecer algumas limitações desta medida: dificuldade na captação dos incentivos específicos dos sistemas tributários nacionais, uma vez que dependente de informação contabilística e não fiscal; pode também não conseguir captar estratégias fiscais mais complexas como, preços de transferência ou a deslocação de lucros (Nicodème, 2001). Apesar das dificuldades associadas a esta medida, a ETR permanece como uma variável

comum na capacidade de captar a poupança fiscal e o grau de planeamento tributário de uma empresa (Phillips, 2003).

De forma a assegurar a robustez dos resultados e mitigar potenciais enviesamentos decorrentes de variáveis omitidas, o modelo inclui ainda um conjunto de varáveis controlo, que captam características estruturais da empresa. A primeira variável é a dimensão da empresa (*Size*) medida pelo logaritmo natural do ativo total (Elamer *et al.*, 2024; Khaoula & Moez, 2019, Chen *et al*, 2014). É um dos fatores mais consistentes na literatura, na medida que empresas de maior dimensão tendem a beneficiar de economias de escala (até certo ponto), reputação consolidada e a aceder mais facilmente a capitais que lhes permitem financiar projetos de investimento, contribuindo para um desempenho mais estável e previsível (Hall & Weiss, 1967), ainda assim, são empresas que ao operar em mercados mais maduros podem ter menor potencial de crescimento e condicional a sua valoração no mercado (Fama & French, 1992). A rentabilidade operacional (*Roa*) é igualmente incluída por constituir um dos determinantes clássicos do valor da empresa, refletindo a sua capacidade em gerar resultados a partir dos seus ativos (Husna & Satria, 2019). A sua inclusão permite isolar o efeito da eficiência fiscal sobre o valor da empresa, evitando que diferenças no desempenho operacional enviesem a relação estimada.

Já alavancagem financeira (*Lev*) constitui outra variável relevante, dado que o recurso à dívida proporciona benefícios fiscais através da *tax shield*, o que contribui naturalmente para a redução do resultado tributável (Desai & Dharmapala, 2009; Chen *et al*., 2014, Nebie & Cheng, 2023). Contudo, níveis elevados de endividamento podem aumentar o risco financeiro e a probabilidade de dificuldades económicas, o que pode ser penalizado pelo mercado (Davydov, 2016). A estrutura dos ativos, distinguido entre ativos tangíveis e intangíveis, desempenha também um papel central. Empresas intensivas em ativos intangíveis tendem a apresentem maior potencial de crescimento, inovação (O'Connell *et al.*, 2017) e margens elevadas, características frequentemente associados a setores tecnologicamente avançados (Intara & Suwansin, 2024). Além disso, a facilidade da deslocalização destes ativos promove práticas de planeamento fiscal internacional, nomeadamente, através da sua transferência para jurisdições de baixa tributação, permitindo reduzir a base tributável (Lanis & Richarson, 2014). O nível de tangibilidade das empresas é um determinante estrutural do seu valor, na medida em que influencia o seu risco, custo de capital e a capacidade de financiamento (Titman & Wessels, 1988; Frank & Goyal, 2009).

Paralelamente, as empresas com maior intensidade de ativos tangíveis beneficiam de deduções automáticas associadas à depreciação, o que lhe permite apresentar uma ETR mais reduzida e, consequentemente, uma menor necessidade de recorrer a estratégias de planeamento fiscal agressivo (Chen *et al.*, 2014; Lanis & Richardson, 2014).

Após a definição do modelo base e das variáveis incluídas, importa considerar um conjunto de preocupações econométricas inerentes à utilização de dados em painel. A estimação deste tipo de modelos levanta frequentemente problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, que podem comprometer a consistência dos erros-padrão e, consequentemente, a validade da inferência estatística. De forma a avaliar estas questões, foram realizados, teste de Breusch-Pagan e o teste de Wooldridge, cujos resultados evidenciaram a rejeição das hipóteses nulas, confirmando a existência de ambos os problemas. Neste sentido, de forma a garantir a inferência estatística das estimativas, os modelos foram estimados através do método dos mínimos quadrados (OLS - *Ordinary Least Squares*) com efeitos fixos e erros padrão robustos (Hoechle, 2007). A escolha entre efeitos fixos e efeitos aleatórios foi determinada através do teste de Hausman (ver **Anexo B**), cujo resultado indicou uma correlação significativa entre os efeitos individuais e as variáveis explicativas. Assim, foi rejeitada a hipótese nula e concluiu-se que o modelo de efeitos fixos constitui a especificação mais apropriada para a análise.

4.2.2 Modelos Complementares

De forma a captar mecanismos de moderação são realizadas especificações adicionais que incorporam as variáveis do Governo Societário (Wahab & Holland, 2012; Khaoula & Moez, 2019; Lv *et al.*, 2025) e do desempenho ESG (Elamer *et al.*, 2024; Elgharbawy & Aladwey, 2025). Estes modelos permitem avaliar se o tipo de governação e o desempenho em sustentabilidade aumentam ou atenuam o impacto da elisão fiscal no valor da empresa, reconhecendo que o mercado pode interpretar práticas fiscais de forma distinta consoante o contexto institucional e reputacional da empresa. (empresa *i* em determinado ano *t*):

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Etr_{i,t} + \beta_2 Bind_{i,t} + \beta_3 Etr_{i,t} * Bind_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Aft_{i,t} + \beta_8 Intang_{i,t} + \alpha_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad \textbf{(4.2.2.1)}$$

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Etr_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t} + \beta_3 Etr_{i,t} * ESG_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Aft_{i,t} + \beta_8 Intang_{i,t} + \alpha_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad \textbf{(4.2.2.2)}$$

Em linha com Wahab & Holland (2012) Khaoula & Moez (2019) e Lv *et al.* (2025) a qualidade da governação corporativa é determinada através da percentagem de membros independentes no concelho de administração (*Bind*). Já o desempenho *ESG* é medido através da pontuação ESG disponibilizada pela LSEG (Naeem *et al.*, 2022; Elgharbawy & Aladwey, 2025). Este indicador assume valores contínuos no intervalo [0,100], sendo que valores mais elevados correspondem a um melhor desempenho nas dimensões ambiental, social e de governação (Elamer *et al.*, 2024; Naeem *et al.*, 2022; Elgharbawy & Aladwey, 2025). A pontuação resulta de um modelo estruturado que agrega múltiplos indicadores subjacentes às três dimensões, permitindo a comparabilidade transversal entre empresas e ao longo do tempo (Naeem *et al.*, 2022) (ver **Anexo C** sobre a especificação das variáveis do estudo).

4.3 Estatística descritiva

A **Tabela 5** apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo, permitindo caracterizar a empresa média da amostra e evidenciar a heterogeneidade estrutural que marca o universo das empresas cotadas na UE+RU. A variável dependente, o Tobin's Q (TQ), apresenta uma média de 1,82 (valor superior ao apresentado por Khaoula & Moez (2019) - 1,54 - e Nebie & Cheng (2023) - 1,14; mas em linha com Chen *et al.* (2014) - 1,78), indicando que, em média, o mercado avalia as empresas acima do valor contabilístico dos seus ativos, refletindo expectativas de crescimento e criação de valor (Nebie & Cheng, 2023). Este valor médio é acompanhado por um desvio-padrão elevado (2,95), revelando que o mercado atribui valores bastante distintos às empresas europeias, um resultado expectável dado a heterogeneidade estrutural da amostra. Embora esta amplitude de variação aumente a sensibilidade dos resultados a observações extremas, dispersões semelhantes são reportadas por Desai & Dharmapala (2009), que identificam um desvio-padrão de 2,28.

A segunda variável central, a ETR apresenta uma média de 17%, valor inferior ao obtido por Khaoula & Moez (2019) (28%). Esta diferença decorre do facto de estes autores analisarem um subconjunto específico de países europeus, nomeadamente, França, Portugal e Itália, que são historicamente caracterizados por países com elevado nível de carga fiscal efetiva. A distribuição da ETR na presente amostra é assimétrica, com forte concentração

em valores mais baixos, refletindo a utilização de mecanismos de planeamento fiscal. Adicionalmente, observa-se uma variabilidade significativa entre jurisdições: Itália, Malta, Alemanha e Áustria apresentam valores médios da taxa de imposto efetiva superiores (29%, 26%, 26% e 24%, respetivamente), enquanto Hungria e Suécia exibem níveis substancialmente reduzidos (3% e 2%) (Ver **Anexo D**).

Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis do estudo

Variáveis	Obs	Média	DP	Min	P25	P50	P75	Max
TQ	27003	1,82	2,95	0,14	0,67	1,01	1,74	41,90
ETR	27003	0,17	0,16	0,00	0,03	0,15	0,27	0,84
Size	27003	19,76	2,42	14,51	17,97	19,56	21,43	25,82
Lev	27003	0,24	0,17	0,00	0,10	0,22	0,35	0,78
Roa	27003	0,01	0,16	-1,22	0,01	0,04	0,07	0,35
Aft	27003	0,18	0,21	0,0	0,02	0,10	0,28	0,91
Intang	27003	0,06	0,10	0,00	0,00	0,01	0,07	0,59
Bind	8880	0,57	0,25	0,00	0,42	0,57	0,73	1
ESG	8661	55,33	19,83	5,57	41,56	57,40	71,12	91,13

Nota: Considerando "DP": Desvio-padrão; "Min" e "Max": Mínimo e Máximo, respetivamente; P25, P50 P75: percentil 25; 50 e 75, respetivamente. TQ – Tobin Q: capta o valor da empresa e encontra-se em unidades absolutas; ETR; Lev; Roa; Aft; Intang; Bind; são expressos em proporção; Size: corresponde ao logaritmo natural do ativo total e ESG é medido em pontos

A heterogeneidade que caracteriza esta amostra é particularmente visível noutras variáveis: enquanto as empresas de maior dimensão, em média, como a Volvo cotada na Suécia ou a Vodafone sediada no Reino Unido, apresentam ativos totais superiores a 160 mil milhões de euros, enquanto que as empresas de menor dimensão, como Premium Property Invest REIT, cotada na Bulgária reportam apenas 2 milhões de euros em ativos totais. Esta diferença é visível noutras variáveis financeiras: Vodafone - apresenta em média uma rentabilidade de 5%, alavancagem de 44% e uma tangibilidade média de 21%, ao passo que a empresa de menor dimensão revela um nível de rentabilidade negativa de 12%, uma alavancagem de 3% e um nível de tangibilidade de 17%, o que reforça a necessidade de considerar esta diversidade estrutural na interpretação dos resultados.

As variáveis de Governação e de Sustentabilidade apresentam igualmente padrões relevantes. O Governo Societário revela que, em média, as empresas apresentam um concelho de administração maioritariamente independente (57%), valor muito próximo do observado por Wahab & Holland (2012) no contexto do Reino Unido. Embora exista variabilidade entre empresas, o histograma da diferença face à média da empresa mostra que esta variável apresenta baixa variabilidade temporal, funcionado essencialmente como uma

característica estrutural da empresa. O desempenho ESG apresenta uma média de 55 pontos, em linha com Naeem *et al.* (2022) e Elamer *et al.* (2024) tendo uma distribuição assimétrica à direita. Apresenta também uma elevada dispersão: empresas com um excelente desempenho (valores superiores 90 pontos) e outras com níveis mais reduzidos (inferiores a 10 pontos). Esta heterogeneidade sugere que as empresas têm um compromisso com práticas ambientais, sociais e de governação bastante díspar, podendo ter implicações diretas na estratégia fiscal e na forma como o mercado a avalia (Elamer *et al.*, 2024). A análise da variabilidade temporal demonstra ainda que o desempenho ESG varia sobretudo entre empresas e menos ao longo do tempo, reforçando o seu carácter estrutural.

Para além das diferenças observadas nas variáveis financeiras e não financeiras, a heterogeneidade da amostra manifesta-se igualmente na sua distribuição geográfica e setorial. A composição da amostra revela uma predominância de mercados com capitais mais desenvolvidos, como o Reino Unido, França, Alemanha, Polónia e Suécia, que, em conjunto, representam mais de metade das observações (60%, **ver anexo E**). Esta concentração não é apenas descritiva, ela justifica as diferenças estruturais que se refletem nas variáveis financeiras e não financeiras analisadas. De forma semelhante, a nível setorial observa-se uma concentração nos setores da Indústria, Bens de Consumo Cíclicos e Tecnologias, que totalizam 58% da amostra, revelando uma predominância em atividades com elevada intensidade de capital, tecnologia e com forte presença em mercados internacionais (ver **Anexo F**).

Tabela 6 - Matriz de correlação

	TQ	*ETR*	*Size*	*Lev*	*Roa*	*Aft*	*Intang*	*Bind*	*ESG*
TQ	**1,00**								
ETR	-0,08	**1,00**							
Size	-0,15	0,07	**1,00**						
Lev	-0,06	0,05	0,19	**1,00**					
Roa	-0,14	0,16	0,29	-0,07	**1,00**				
Aft	-0,09	0,25	0,04	0,20	0,08	**1,00**			
Intag	0,07	0,17	-0,02	0,02	-0,09	-0,09	**1,00**		
Bind	0,04	-0,11	0,15	0,04	-0,02	-0,07	0,03	**1,00**	
ESG	-0,13	0,09	0,61	0,11	0,08	0,07	0,06	0,28	**1,00**

Como mostra a **Tabela 6**, o teste de correlação de Pearson indica que a multicolinearidade não representa uma preocupação nos modelos estimados, uma vez que as correlações entre as variáveis explicativas permanecem dentro do intervalo aceitável, não excedendo um valor absoluto de 0,7 (Khaoula & Moez, 2019). A presença de multicolinearidade elevada pode distorcer os estimadores e alterar a interpretabilidade global dos resultados (Farrar & Glauber, 1967). Constata-se uma relação negativa entre a ETR e o TQ (0,08), ainda com uma magnitude reduzida, significando por isso que níveis mais elevados de carga fiscal tendem a associar-se a um menor valor da empresa. O ESG apresenta uma correlação positiva e moderada com o tamanho da empresa (Size) e com o nível de independência do Governo societário (Bind), indicando, respetivamente que as empresas de maior dimensão e com Governos Societários mais fortes tendem a apresentar maiores classificações ESG, possivelmente devido à maior capacidade de investimento em práticas mais sustentáveis e reconhecimento positivo dessas mesmas atividades para a empresa e para o seu ecossistema (Elamer *et al.*, 2024; Naeem *et al.*, 2022).

No conjunto, a estatística descritiva revela uma amostra heterogénea, com diferenças estruturais relevantes sugerindo que a relação entre elisão fiscal e valor da empresa pode variar substancialmente entre empresas, reforçando a importância das análises segmentadas desenvolvidas no capítulo seguinte.

5. Resultados

5.1 Impacto da elisão fiscal no valor da empresa (H1)

A **Tabela 6** apresenta quatro especificações do modelo base, permitindo analisar de forma distinta o impacto da elisão fiscal no valor da empresa, medida pelo *Tobin Q*. Nos **Modelos (1) e (2)** o coeficiente associado ao ETR é positivo, mas estatisticamente não significativo (β_1=0,060; p > 0,10), indicando que não existe evidência de uma relação linear entre a elisão fiscal e o valor da empresa.

Tabela 7 - Resultados de estimação do Modelo Base

	(1)	(2)	(3)	(4)
Etr	0,060	0,060	1,352***	0,280
	(0,095)	(0,094)	(0,456)	(0,239)
Etr²			-1,903***	
			(0,570)	
Pilar II				0,631***
				(0,196)
Etr * Pilar II				-0,562*
				(0,292)
Size	-1,470***	-1,470***	-1,475***	-1,571***
	(0,090)	(0,219)	(0,220)	(0,269)
Lev	1,277***	1,277***	1,289***	1,388***
	(0,260)	(0,274)	(0,278)	(0,302)
Roa	0,782**	0,782	0,729	0,788
	(0,431)	(0,561)	(0,556)	(0,594)
Aft	0,622*	0,622	0,608	0,955*
	(0,372)	(0,444)	(0,440)	(0,519)
Intang	0,836	0,836	0,826	1,010
	(0,544)	(0,627)	(0,626)	(0,626)
EF Empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
EF Ano	Sim	Sim	Sim	Não
Obs	27003	27003	27003	27003
R^2	0,090	0,090	0,091	0,110

Notas: Erros-padrão robustos estão entre parênteses. *, ** e *** indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1%, respetivamente. Modelo 1 considera erros padrão robustos ao nível da empresa. Modelo 2, 3 e 4 considera erros padrão robustos ao nível da empresa e ano.

Este resultado não é surpreendente, na medida em que existe literatura que identifica uma relação ambígua entre elisão fiscal e a criação de valor (Desai & Darmaphala, 2009). Por um

lado, a carga fiscal efetiva gera benefícios económicos diretos, através do aumento dos fluxos de caixa disponíveis, podendo gerar ganhos de valor (Nebie & Cheng, 2023). Por outro, níveis mais elevados de agressividade fiscal podem originar custos indiretos relevantes, como maior risco regulatório, menor transparência e potenciais conflitos de agência, que reduzem o valor da empresa (Desai & Darmaphala, 2009; Kiesewetter & Manthey, 2017). Assim, esta combinação de efeitos positivos e negativos sugere que a relação entre elisão fiscal e valor pode não ser linear, reforçando a pertinência de testar especificações quadráticas.

Face a esta possibilidade de não linearidade, no **Modelo (3)** é incluído um termo quadrático de ETR, de forma a captar eventuais variações no impacto da tributação consoante o nível de despesa fiscal. A inclusão deste termo altera substancialmente a conclusão anterior, uma vez que para além de se verificar uma relação estatisticamente significativa, há evidência de uma relação não linear (U invertido). Os resultados mostram que até um determinado ponto, ETR = 35,5%[2], aumentos na ETR estão associados a um acréscimo no valor da empresa. Esta evidência é consistente em parte com a perspetiva de agência, segundo a qual níveis moderados de carga fiscal efetiva estão associados a um menor risco fiscal, maior transparência e menor envolvimento em práticas fiscais agressivas (Wahab & Holland, 2012; Chen *et al.*, 2014). Todavia, a partir do momento em que a ETR ultrapassa esse limiar (35,5%), a relação inverte-se: níveis excessivos de tributação deixam de ser compatíveis com a maximização do valor da empresa. Neste intervalo, a redução da carga fiscal (ou seja, um ETR mais próximo de 35,5%) passa a associar-se a uma criação de valor para o acionista, em linha com a perspetiva tradicional, segundo a qual a elisão fiscal liberta recursos que podem ser direcionados para investimento ou distribuição de resultados (Nebie & Cheng, 2023). Assim, quando o ETR ultrapassa o ponto ótimo, a empresa incorre numa situação de ineficiência fiscal, que deverá ser ultrapassada com estratégias tributárias que reduzam as despesas associadas ao pagamento de imposto sobre o resultado tributável (Khaoula & Moez, 2019, Khuong *et al.*, 2020).

Relativamente às variáveis de controlo, os resultados são consistentes entre os modelos. O tamanho da empresa tem um impacto negativo no valor da mesma, sugerindo que empresas de maior dimensão apresentam, em média, níveis inferiores de valorização no contexto europeu. Este resultado é consistente com diferentes correntes literárias,

[2] $\frac{\partial TQ}{\partial ETR} = 1{,}352 + 2 * (-1{,}903)ETR = 0\ ;\ ETR = \frac{1{,}352}{3{,}806} = 0{,}355$

nomeadamente, a literatura clássica argumenta que este tipo de empresa opera em mercados mais maduros, com menor potencial de crescimento (Fama & French, 1992); já a corrente da literatura sobre os custos de agência demonstra que empresas de maior dimensão enfrentam maiores problemas de controlo e ineficiências internas que podem levar a deterioração do valor da mesma (Jensen & Meckling, 1976); Hall & Weiss (1967) documentam a existência de deseconomias de escala associadas à burocracia e rigidez operacional; por fim, este tipo de empresas tendem a ser mais diversificada, podendo resultar numa menor eficiência, fenómeno denominado como *diversification discount* (Lang & Stulz, 1994). Contrariamente, o nível de endividamento influência positivamente o valor das empresas, coerente com os mecanismos de disciplina financeira associados ao recurso à dívida (Jensen, 1986), pela perceção de que as empresas mais alavancadas investem em projetos com retornos superiores (Myers, 2001) e ainda efeito o *tax shield* dos juros (Desai & Dharmapala, 2009).

O **Modelo (4)** incorpora a variável *dummy* Pilar II, com o objetivo de captar potenciais alterações no comportamento do mercado após a comunicação, em 2020, da taxa mínima de imposto efetiva de 15%, no âmbito do Pilar II da OCDE (OECD, 2020)[3]. Neste sentido, construiu-se uma variável *dummy* que assume o valor 1 para todas as observações a partir de 2020, inclusive, e 0 para as restantes. O coeficiente positivo e estatisticamente significativo da variável *dummy* (β_2=0,631; p<0,01), indica que, o valor das empresas aumentou, em média, após 2020, refletindo, possivelmente, a recuperação do mercado após um período de elevada instabilidade (Baker *et al.*, 2020). Complementarmente, a interação entre a ETR e a variável Pilar II apresenta um coeficiente negativo e significativo ($\beta_1+\beta_4$=0,280-0,547=-0,267), revelando que o anúncio da medida internacional de harmonização fiscal alterou a forma como o mercado interpreta a elisão fiscal. Antes de 2020, o efeito linear da ETR não era estatisticamente significativo, após a comunicação da reforma, níveis mais baixos de ETR, isto é, maior elisão fiscal passa a estar associados a um maior valor da empresa. Esta mudança

[3] Este período coincide com o início da pandemia de Covid-19, pelo que não se pode descartar que parte do efeito captado pela variável Pilar II possa ser atribuída ao choque pandémico. O ano de 2020 foi marcado por uma contração económica abrupta, com diminuição acentuada das receitas, aumento dos prejuízos e com uma forte volatilidade na base tributável, fatores que contribuíram para uma redução da carga fiscal efetiva das empresas (Shen *et al.*, 2020; OCDE, 2021). Num contexto marcado pela incerteza extrema, a preservação dos *cash flows* tornou-se prioritária, levando o mercado a valorizar ainda mais os mecanismos de poupança fiscal (Kobbi-Fakhfakh & Bougacha, 2023). Neste sentido, a elisão fiscal pode ter um impacto positivo sobre o valor da empresa, tendo em conta que a sobrevivência empresarial dependia fortemente da capacidade de reduzir os custos e estabilizar os resultados.

demonstra que as empresas ajustaram antecipadamente as suas decisões de gestão perante uma reforma fiscal internacional (Cummins *et al.*, 1994). Neste caso, as empresas, particularmente, as que têm uma ETR abaixo do limiar mínimo, antecipam um aumento da carga fiscal efetiva futura, reforçando a importância da eficiência fiscal no período pré-implementação (Johannesen, 2022). A retenção de *cash flows* antes da entrada em vigor da taxa mínima de impostos efetiva surge, assim, como um mecanismo racional para mitigar a esperada redução do resultados líquido. Este comportamento reflete uma reavaliação da eficiência fiscal num enquadramento em que a carga fiscal efetiva será, para muitas empresas, significativamente mais elevada a partir de 2026 (OECD, 2020; OECD, 2021).

Análise de heterogeneidade

A análise descritiva inicial evidenciou um elevado grau de heterogeneidade estrutural na amostra, tornando-se relevante avaliar se a relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa varia em função das características estruturais das empresas, nomeadamente, a dimensão, rentabilidade, alavancagem e intensidade de tangibilidade e intangibilidade. Para garantir grupos estáveis ao longo do tempo, cada variável foi agregada ao nível da empresa através da média temporal. Em seguida, a amostra foi dividida em dois grupos utilizando como critério a mediana (valores reportados nas notas da **Tabela 8**).

No que concerne à Dimensão, os resultados das **Colunas (1) e (2)** da **Tabela 8** mostram que a ETR apresenta um efeito positivo e estatisticamente significativo apenas no grupo das empresas de menor dimensão (β_1=1,969; p<0,01), sugerindo que, para estas empresas, a eficiência fiscal desempenha um papel relevante na formação do seu valor. Já nas empresas de maior dimensão, a ausência de efeito significativo indica que a ETR não constitui um determinante central do seu valor, o que é consistente com a sua maior capacidade de planeamento fiscal, estruturas organizacionais mais complexas e resultados mais previsíveis, reduzindo a relevância marginal da eficiência fiscal (Armstrong *et al.*, 2012; Lanis & Richardson, 2014; Desai & Dharmapala, 2009). Uma análise adicional (não tabulada) para este subgrupo mostra ainda que, após 2020, a elisão fiscal passou a contribuir positivamente para o seu valor. Este resultado é compatível com o enquadramento regulatório do Pilar II, dado que serão sobretudo as empresas maior dimensão, que pela sua estrutura multinacional, a enfrentar o aumento futuro da carga fiscal associado à taxa mínima de imposto efetiva de 15%.

Tabela 8 – Resultados de estimação do Modelo Base em diferentes Grupos

	Dimensão		Rentabilidade		Alavancagem		Tangibilidade	
	Menor (1)	Maior (2)	Baixa (3)	Elevada (4)	Baixa (5)	Elevada (6)	Baixa (7)	Elevada (8)
Etr	2,070***	-0,291	2,188***	0,903**	1,621**	1,066***	1,349**	1,282***
	(0,589)	(0,227)	(0,614)	(0,377)	(0,636)	(0,400)	(0,550)	(0,470)
Etr^2	-2,916***	0,021	-2,635***	-1,249*	-2,331***	-1,434***	-2,350***	-1,575***
	(0,728)	(0,212)	(0,701)	(0,662)	(0,877)	(0,452)	(0,773)	(0,539)
Ponto de inflexão	35%	-	42%	36%	35%	58%	29%	41%
Controlos	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EF empresa	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EF ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Obs	14484	12519	13501	13502	13499	13504	13499	13504
R^2	0,113	0,051	0,130	0,077	0,100	0,089	0,100	0,075

Notas: Erros-padrão robustos estão entre parênteses. *, ** e *** indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1%, respetivamente. Todos os modelos têm erros-padrão robustos ao nível da empresa e ano. *Grupo Menor dimensão*: empresas com size médio entre [14,51;19,76[. Grupo de *Maior dimensão*: empresas com size médio entre [19,76; 25,80]; Grupo *Baixa rentabilidade*: empresas com ROA médio entre [-1,22; 0,008[. *Grupo de Elevada rentabilidade*: empresas com ROA médio entre [0,01; 0,35]; *Grupo de Baixa alavancagem*: empresas com um nível de alavancagem médio entre [0,00; 0,22[. *Grupo de Elevada alavancagem*: empresas com um nível de alavancagem médio entre [0,22; 0,78]. *Grupo de Baixa tangibilidade*: Empresas com nível de tangibilidade média entre [0,00; 0,10[. *Grupo de Elevada tangibilidade*: empresas com nível de tangibilidade média entre [0,10 até 0,89].

Relativamente à rentabilidade, os resultados apresentados nas **colunas (3) e (4)** indicam que em ambos os sub-grupos (alta e baixa) rentabilidade o nível de carga fiscal efetiva influência o valor da empresa. De acordo com a magnitude dos coeficientes do ETR, β_1=2,188) e (β_2= -2.635) as empresas menos rentáveis demonstram de forma mais expressiva o impacto desta variável no valor da empresa. A análise dos pontos ótimos permite aprofundar esta interpretação: as empresas com elevada rentabilidade atingem-no quando ETR = 36%, enquanto as empresas de baixa rentabilidade apenas o atingem em ETR = 42%. Esta diferença reforça a ideia de que as empresas mais rentáveis dispõem, em geral, de maior capacidade de planeamento fiscal, maior previsibilidade dos resultados e maior flexibilidade para ajustar a carga fiscal de forma eficiente (Rego, 2003; Hasan *et al.*, 2021).

Em relação à alavancagem, **colunas (5) e (6),** os modelos evidenciam também uma relação não linear entre as duas principais variáveis (U invertido). O ponto de inflexão é mais baixo nas empresas menos alavancadas (ETR=35%), sugerindo que estas atingem o nível ótimo a valores inferiores de ETR, em comparação às empresas mais alavancadas, onde o seu ponto ótimo situa-se em ETR=58%, indicando que estas empresas toleram níveis mais

elevados de carga fiscal antes de recorrerem a estratégias de elisão fiscal. Este padrão é sustentado pela teoria do *trade-off*, segundo a qual as empresas procuram maximizar as proteções fiscais associadas à dedução dos juros, emitindo mais dívida quando enfrentam taxas de imposto mais elevadas (Frank & Goyal, 2009). Nesse sentido, é coerente que as empresas com maior endividamento apresentem um efeito marginal superior do ETR sobre o valor da empresa.

Quanto à tangibilidade, os resultados evidenciam que o impacto da ETR sobre o valor da empresa é mais elevado nas empresas com maior intensidade de ativos fixos tangíveis. Este resultado é consistente com a literatura, que demonstra que a existência prévia de deduções fiscais associadas à depreciação dos ativos, leva a que os aumentos da ETR sejam percecionados pelo mercado como um sinal de menor risco fiscal e maior transparência, amplificando o seu efeito positivo sobre o valor (Chen *et al.*, 2014; Lanis e Richarson, 2014). Pelo contrário, empresas com baixa tangibilidade dependem de mais mecanismos de planeamento fiscal (Chen *et al.*, 2010), pelo que variações no ETR têm menor impacto informativo. O ponto de inflexão reforça esta leitura: empresas com elevada tangibilidade atingem o seu ponto ótimo a ETR=41%, enquanto empresas com baixa tangibilidade a ETR=29%.

Em suma, os resultados da **Tabela 8** demonstram que o efeito da elisão fiscal sobre o valor da empresa não é linear e manifesta-se de forma diferenciada consoante as características internas das empresas. Embora os coeficientes estimados não permitam inferir diferenças estruturais entre grupos, os padrões observados revelam que o nível ótimo de ETR varia de forma sistemática entre segmentos, sugerindo que o mercado ajusta a valorização da eficiência fiscal em função da capacidade de cada grupo para gerir a carga tributária. No conjunto, estes resultados reforçam que a avaliação dos efeitos da política fiscal sobre o valor da empresa deverá considerar a heterogeneidade empresarial.

5.2 Papel moderador do Governo Societário e do ESG na relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa (H2 e H3)

A **Tabela 9** apresenta os modelos complementares estimados para avaliar se a qualidade do Governo Societário e o desempenho ESG atuam como mecanismos moderadores da relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa. Nesta especificação o termo quadrático do ETR e as respetivas interações não foram incluídas, uma vez que a subamostra ESG não apresenta variabilidade suficiente nos extremos da distribuição do ETR para permitir a identificação robusta de efeitos não lineares. Adicionalmente, a distribuição do ETR, nesta subamostra, concentra-se em torno dos valores medianos e com uma menor presença de observações extremas; em conjunto, o histograma e a análise do desvio-padrão evidenciam uma dispersão ligeiramente inferior, embora as caudas mantenham a densidade semelhante à da amostra total. Neste sentido, e tendo em conta que a identificação de relações não lineares depende essencialmente da variabilidade dos extremos, a ausência de observações suficientemente dispersas torna a estimação do termo quadrático instável, podendo levar à perda de significância estatística.

Adicionalmente, a subamostra ESG concentra-se maioritariamente em empresas de maior dimensão, como verificado pelo size médio (22,0), valor superior ao terceiro quartil da amostra principal, bem como em linha com a literatura apresentada por Drempetic *et al.* (2020). Conforme ilustrado na **coluna (2) da Tabela 8** as empresas de maior dimensão não apresentam uma relação estatisticamente significativa entre a ETR e o valor da empresa, reforçando a opção pela não inclusão do termo quadrático. Assim, a adoção de uma especificação linear nos modelos moderadores é metodologicamente consistente e encontra-se alinhada com a literatura, nomeadamente, Elamer *et al.* (2024); Khaoula & Moez (2019); Desai & Dharmapala (2009), onde o impacto moderador do ESG e do Governo Societário sobre a relação entre elisão fiscal e valor da empresa é analisado através de modelos lineares.

Tabela 9 – Resultados de estimação dos Modelos Complementares

	(1)	(2)	(3)	(4)
Etr	-0,006	0,128	0,148	1,072
	(0,104)	(0,310)	(0,231)	(0,913)
Bind	-0,423**	-0,371*		
	(0,200)	(0,224)		
Etr * Bind		-0,245		
		(0,456)		
ESG			0,009	0,013
			(0,006)	(0,009)
Etr * ESG				-0,016
				(0,012)
Controlo	Sim	Sim	Sim	Sim
EF empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
EF ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Obs,	8880	8880	8661	8661
R^2	0,068	0,068	0,030	0,031

Notas: Erros-padrão robustos estão entre parênteses. *, ** e *** indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1%, respetivamente. Todos os modelos têm erros-padrão robustos ao nível da empresa e ano

Os resultados das **colunas (1) a (4)** revelam uma ausência sistemática dos efeitos moderadores, tanto para a medida de Governação como para a de sustentabilidade, sugerindo que estas dimensões não alteram de forma estatisticamente significativa a sensibilidade do valor da empresa ao planeamento fiscal.

O **Modelo (1)** revela que a presença de administradores independentes não garante, por si só, uma melhoria nos mecanismos de controlo interno, que se possa repercutir no aumento do valor da empresa (Cavaco *et al.*, 2017; Ferreira & Kirchmaier, 2013). Enquanto efeito moderador, o Governo Societário, no **Modelo (2)** não se revela estatisticamente significativo. Este resultado alinha-se com Wahab & Holland (2012), contudo, contrastam com as conclusões de Lv *et al.,* (2025), que documentam que as estruturas de governação mais fortes podem mitigar as práticas fiscais agressivas, funcionando como um mecanismo disciplinador da gestão. No que concerne ao desempenho ESG, os **Modelos (3) e (4),** mostram a ausência de significância. Resultados semelhantes foram demonstrados por Atan *et al.* (2019); Eccles *et al.* (2014) referem ainda que a relação entre a sustentabilidade e o desempenho financeiro tende a manifestar-se significativa apenas no longo prazo.

5.3. Análise Adicional - Perspetiva de longo prazo sobre papel moderador do Governo Societário e do ESG entre a elisão fiscal e o valor da empresa

Dada a escolha por uma especificação com efeitos fixos de empresa, que tipicamente reflete variações de curto prazo (Alves *et al.*, 2023), existe a possibilidade de os resultados obtidos na secção anterior estarem a capturar os efeitos de curto prazo das variáveis. Contudo, a literatura demonstra que tanto o *Bind* como o *ESG* assentam em processos organizacionais que se consolidam ao longo do tempo e refletem escolhas estratégias persistentes (Desai & Dharmapala, 2009; Naeem *et al.*, 2022; Elamer *et al.*, 2024).

No caso do governo societário, a evidencia empírica mostra que a estrutura do conselho de administração, nomeadamente, o nível de independência dos administradores apresenta uma reduzida variabilidade temporal, refletindo a natureza estável das práticas de governação (Brown & Caylor, 2006). Esta estabilidade é confirmada pelos dados da amostra, nos quais a percentagem de administradores independentes apresenta uma reduzida variabilidade dentro da mesma empresa ao longo do período analisado.

De forma semelhante, o desempenho ESG resulta de políticas e práticas que se consolidam ao longo do tempo. Embora a adoção inicial de iniciativas de sustentabilidade possa gerar alterações mais visíveis, a evolução para níveis elevados de desempenho ESG é tipicamente gradual, refletindo investimentos contínuos, mudanças culturais e integração estratégica (Khan *et al.*, 2016; Elamer *et al.*, 2024; Naeem *et al.*, 2022). Além disso, os efeitos do ESG sobre o valor da empresa surgem no longo prazo, influenciando a reputação, o risco e a perceção de sustentabilidade financeira (Eccles *et al.*, 2014; Khan *et al.*, 2016).

Estes mecanismos estruturais quando observados através de variações anuais, podem ser absorvidos por choques específicos de cada período ou decisões de curto prazo que não refletem a verdadeira natureza das práticas de governação e sustentabilidade. Assim, a análise numa perspetiva temporal mais ampla surge como uma extensão natural da investigação, permitindo captar a relação mais estável e acumulada destes fatores e avaliar de forma mais consistente como moldam a relação entre elisão fiscal e valor da empresa, no longo prazo.

Tabela 10 – Resultados de estimação do Modelo Base e Complementar, no Longo Prazo

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	5,671***	5.668***	10,533***	13,894***
	(1,173)	(1,128)	(2,409)	(2,948)
Etr	-2,039**	-1.941	-2,846**	-6,649***
	(0,690)	(1.951)	(1,120)	(1,181)
Etr^2		-0.235		
		(3.140)		
Bind			3,150	
			(0,515)	
Etr * Bind			3,993*	
			(2,439)	
ESG				0,002
				(0,005)
Etr * ESG				0,114***
				(0,032)
Controlo	Sim	Sim	Sim	Sim
Obs.	4602	4602	1656	1629
R^2	0,086	0,086	0,249	0,263

Notas: Erros-padrão robustos estão entre parênteses. *, ** e *** indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1%, respetivamente. Os modelos consideram os efeitos ao nível do país e os erros padrão robustos ao nível do país e ano.

A **Tabela 10** apresenta os resultados dos modelos estimados numa perspetiva de longo prazo, análise *cross-section*. Esta abordagem permite captar o comportamento estrutural das empresas, reduzindo a influência da volatilidade anual e dos choques idiossincráticos que caracterizam os dados em painel (Wooldridge, 2010). Deste modo, torna-se possível demonstrar de forma mais robusta o efeito da ETR no valor da empresa no longo prazo.

Os resultados evidenciam, de uma forma consistente, uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a ETR média e o valor médio da empresa, sugerindo que no longo prazo, níveis mais baixos de ETR (maior elisão fiscal média) estão associados a uma maior valoração da empresa, evidência que contrasta os resultados obtidos nos modelos em painel (análise de curto-prazo). Esta diferença decorre da própria natureza das duas abordagens: enquanto os modelos anuais captam flutuações de curto prazo, frequentemente influenciadas por ajustamentos contabilísticos e choques idiossincráticos, a análise *cross-section* capta as estratégias fiscais persistentes e sustentadas. Ao longo do tempo, as empresas tendem a melhorar as suas estruturas internas, reforçando mecanismos de controlo, eficiência operacional e capacidade de planeamento fiscal, que lhes permite implementar estratégias de

redução da despesa fiscal de forma mais consistente (Dyreng *et al.*, 2008; Chen *et al.*, 2014), traduzindo, assim, numa maior capacidade de retenção de *cash flow* e, consequentemente, numa maior valoração corporativa, efeitos que não são captados pelos modelos de curto prazo.

Os **Modelo (3)** e **(4)** analisam o efeito moderador do Governo Societário e do Desempenho ESG, respetivamente. No primeiro caso, o coeficiente de interação entre o ETR e *Bind* é estatisticamente significativo a um nível de significância de 10% indicando que níveis mais elevados de independência do conselho de administração condicionam práticas fiscais agressivas, alinhando-se com a literatura que defende que estruturas de governação mais fortes promovem um planeamento fiscal prudente e orientado para a sustentabilidade do valor da empresa (Khaoula & Moez 2019; Lv *et al.*, 2025).

O **Modelo (4)** revela igualmente um efeito moderador estatisticamente significativo do desempenho ESG. O coeficiente positivo da interação (β_4=0,114) indica que níveis mais elevados de ESG alteram o impacto positivo da elisão fiscal sobre o valor da empresa. Esta evidência é consistente com a literatura que documenta que empresas com desempenho ESG mais elevado revelam menor tolerância a comportamentos fiscalmente agressivos, penalizando estratégias que possam colidir com normas de responsabilidade ética, justiça social e sustentabilidade (Kovermann & Velte, 2021; Elgharbawy & Aladwey, 2025). Complementarmente, compara-se o efeito da elisão fiscal entre empresas com baixo e elevado desempenho ESG (dados não tabulados), segmentadas pela mediana (ESG = 57 pontos). Nas empresas com menor desempenho ESG, a elisão fiscal mantém um impacto positivo sobre o valor da empresa. Contudo, entre as empresas mais sustentáveis, a relação inverte-se: práticas fiscais agressivas passam a ser interpretadas negativamente pelo mercado, reduzindo o valor da empresa. Este resultado reforça a ideia de que o ESG atua como um mecanismo disciplinador, condicionando a forma como os investidores avaliam estratégias de planeamento fiscal e corroborando as perspetivas dos autores supracitados.

6. Análise de robustez

6.1. Modelos Agrupados ao nível País – Ano

A análise alternativa dos modelos agrupados ao nível do país-ano, como teste de robustez, surge após ser realizada a análise da variância da variável explicativa principal (ETR, ver **Anexo G**), bem como das variáveis Bind e ESG. A decomposição da variância revelou que a ETR apresenta uma dispersão temporal reduzida dentro da mesma empresa, mas com uma heterogeneidade considerável entre países, refletindo diferenças persistentes nos sistemas fiscais nacionais. Adicionalmente, a variabilidade entre setores, embora presente, revela-se inferior à variabilidade entre países (ver **Anexo H**). Neste contexto, a estimação dos modelos com efeitos fixos país-ano torna-se metodologicamente adequado, pois permite controlar simultaneamente as características institucionais permanentes de cada jurisdição (Wooldridge, 2010) (como o enquadramento fiscal, estrutura económica e o próprio mercado) e os choques macroeconómicos comuns a todos os países aos longo do período analisado. Nesta abordagem verificar-se-á se as relações identificadas nos modelos principais (empresa-ano) se mantêm quando a estrutura de efeitos fixos é ajustada à heterogeneidade fiscal observada.

Os resultados do **Modelo (2)** da **Tabela 11** confirmam a existência de uma relação não linear entre a ETR e o valor da empresa, consistente com uma curva em U invertido. Neste caso o ponto ótimo é ETR = 30%, ligeiramente inferior ao observado no modelo inicial (ETR =35%). O **Modelo (3)** demonstra igualmente a importância da comunicação da medida de harmonização fiscal na alteração de expectativas do mercado relativamente ao impacto da elisão fiscal sobre o valor da empresa.

Tabela 11 - Resultados de estimação dos Modelos, agrupados ao nível país-ano

	(1)	(2)	(3)	(4)	(6)
Etr	0,076	3,871**	0,526	-0,388	-2,871**
	(0,414)	(1,538)	(0,618)	(0,357)	(1,197)
Etr^2		-6,257***			
		(1,910)			
Pilar II			0,461		
			(0,324)		
Etr * Pilar II			-0,969*		
			(0,534)		
Bind				0,532	
				(0,351)	
Etr * Bind				1,172	
				(1,410)	
ESG					0,006
					(0,006)
Etr * ESG					0,055**
					(0,022)
Size	-0,229***	-0,241***	-0,233***	-0,440***	-0,552***
	(0,060)	(0,061)	(0,063)	(0,132)	(0,168)
Lev	-0,473	-0,362	-0,412	-0,985	-0,874
	(0,470)	(0,458)	(0,462)	(0,855)	(0,739)
Roa	-0,951	-1,201	-0,943	5,634***	5,819***
	(0,723)	(0,734)	(0,722)	(1,232)	(1,179)
Aft	0,261	0,166	0,300	0,861	0,783
	(0,406)	(0,369)	(0,417)	(0,785)	(0,771)
Intang	2,616***	2,566**	2,655**	2,873***	2,812***
	(1,014)	(0,995)	(1,031)	(1,073)	(1,065)
EF País	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EF Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Obs.	27003	27003	27003	8880	8661
R^2	0,053	0,058	0,057	0,115	0,123

Nota: Erros-padrão robustos estão entre parênteses. *, ** e *** indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1%, respetivamente. Modelo 2, 3 e 4 considera erros padrão robustos ao nível da empresa e ano.

Em relação aos efeitos moderadores, o desempenho ESG contrariamente ao evidenciado na análise inicial (empresa-ano) destaca-se como moderador significativo da relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa. O coeficiente positivo (β_3=0,055), revela que em países onde o desempenho ESG melhora ao longo dos anos, o efeito positivo da elisão fiscal sobre o valor das empresas é atenuado, sugerindo que práticas sustentáveis condicionam a forma como o mercado interpreta as estratégias de planeamento fiscal.

6.2 Análise da medida internacional de harmonização fiscal (Pilar II)

Com o objetivo de avaliar a robustez das conclusões obtidas no **Modelo (4)** da **Tabela 7**, realizou-se um teste placebo, que consiste em atribuir intensionalmente o "efeito" em anos que não ocorreu qualquer anúncio ou mudança relevante. Assim, a *dummy* Pilar II- definida como 1 a partir de 2020 – foi substituída por duas *dummies* alternativas, correspondentes aos anos a partir de 2019 e de 2021. Este procedimento permite verificar se o efeito identificado em 2020 é realmente específico ao anúncio do Pilar II ou se poderia surgir em anos adjacentes sem qualquer choque informacional. A ausência de significância nos modelos placebo confirma que o impacto observado é efetivamente associado ao momento da comunicação da medida fiscal internacional.

No caso da *dummy* ser considerada a partir de 2019 os resultados mostram que as empresas, em média, apresentam um valor superior relativamente às restantes, contudo, o termo de interação entre ETR e a *dummy* perde significância estatística, indicando que o mercado a partir deste ano não parece alterar as suas expectativas sobre a relação entre as duas variáveis principais. Assim, não existe evidência de que a partir de 2019 tenha constituído um ponto de inflexão na forma como os investidores interpretam a eficiência fiscal. Por sua vez, ao considerar a *dummy* a partir de 2021, verifica-se que as empresas não apresentam um aumento estatisticamente significativo de valor, em comparação com as demais, e o termo de interação também permanece não estatisticamente significativo. Em conjunto, este teste de robustez reforça a interpretação inicial do **Modelo 4 da Tabela 7**, no qual conclui-se que é especificamente a partir de 2020 (ano da comunicação da medida fiscal de aplicação de uma taxa mínima de imposto efetiva de 15%) que se observa uma alteração estatisticamente relevante no comportamento do mercado em relação ao impacto da redução da despesa fiscal no valor da empresa.

6.3 Teste de robustez ao intervalo considerado na análise de heterogeneidade no subgrupo de empresas de menor dimensão

A análise inicial de heterogeneidade revelou que o efeito da ETR é apenas estatisticamente significativo no subgrupo das empresas de menor dimensão. A partir desta evidência surge uma preocupação metodológica que assenta na análise de sensibilidade ao intervalo específico utilizado para definir este grupo, isto significa que existe a possibilidade de que o resultado observado seja condicionado pela forma como o limiar de "menor dimensão" foi estabelecido. Desta forma, procedeu-se a uma segmentação adicional dentro do próprio grupo de empresas de menor dimensão. Concretamente, esta sub-amostra foi dividida em tercis, distinguindo entre empresas de muito menor dimensão (1.º tercil), empresas de menor dimensão (2.º tercil) e empresas próximas da média do grupo (3.º tercil). Esta abordagem permite avaliar se o efeito significativo do ETR se mantém de forma consistente ao longo de diferentes intervalos dentro do mesmo subgrupo ou se pelo contrário é mais prenunciado em algum deles.

Tabela 12 - Resultados de estimação do Modelo das Empresas de Menor dimensão

	(1)	**(2)**	**(3)**
Etr	2,487***	2,546***	0,961**
	(0,881)	(0,938)	(0,399)
Etr^2	-3,463***	-3,173***	-1,891**
	(1,068)	(1,091)	(0,735)
Controlo	Sim	Sim	Sim
EF Empresa	Sim	Sim	Sim
EF Ano	Sim	Sim	Sim
Obs	4781	4780	4923
R^2	0,164	0,112	0,080

Notas: Erros-padrão robustos estão entre parênteses. *, ** e *** indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1%, respetivamente. Todos os modelos têm erros padrão robustos ao nível do empresa e ano. Os modelos estão divididos por tercil, sendo que o primeiro modelo compreende as empresas com ativos entre os 2M € e 37M€; o segundo modelo empresas com nível de ativos entre 37M€ e 123M€ e o último modelo empresas com ativos totais entre 123M€ e 380M€

Os resultados da **Tabela 12** mostram que a relação entre a ETR e o valor da empresa é estatisticamente significativa em todos os subgrupos analisados, mantendo-se a forma não linear observada anteriormente. Em todos os tercis, o padrão em U invertido confirma que a ETR tem um efeito positivo sobre o valor da empresa até determinado nível, a partir do qual o impacto se torna negativo. A comparação entre os três segmentos revela diferenças

relevantes na intensidade deste efeito. Nas empresas do primeiro e segundo tercil, o aumento da despesa fiscal está associado a um acréscimo mais pronunciado no valor da empresa, sugerindo que estas empresas, de menor dimensão, beneficiam de forma mais pronunciada de níveis crescentes de ETR até ao ponto ótimo. Já nas empresas do terceiro tercil, mais próximas da média do grupo, o efeito positivo do ETR é menos acentuado, indicando uma menor capacidade para transformar aumentos da carga fiscal em valoração da empresa.

Por outro lado, quando se observa o comportamento após o ponto de inflexão, verifica-se que as empresas do terceiro tercil começam mais cedo a beneficiar da redução da despesa fiscal, ou seja, nestas empresas, estratégias de maior elisão fiscal traduzem-se mais rapidamente em ganhos de valor, ao contrário das empresas mais pequenas, que só atingem esse efeito positivo a níveis mais elevados de ETR. A análise dos pontos de inflexão (36% no primeiro tercil, 40% no segundo e 25% no terceiro) reforçam esta leitura.

Assim, as empresas de maior dimensão dentro deste subgrupo de empresas atingem o ponto ótimo a níveis mais baixos de ETR, beneficiando mais rapidamente da redução da carga fiscal. Em contraste, as restantes empresas necessitam de níveis mais elevados de ETR para que a elisão fiscal comece a gerar efeitos positivos no valor. Este padrão é coerente com a ideia de que as empresas de menor dimensão enfrentam maiores restrições financeiras e dispõem de menor capacidade de planeamento fiscal, tornando-as mais sensíveis à carga fiscal no processo de criação de valor (Hanlon & Heitzman, 2010). Deste modo, é possível concluir que à medida que a dimensão aumenta, o impacto da ETR sobre o valor da empresa é cada vez menor.

7. Conclusão

A política fiscal desempenha um papel central na economia global, constituindo simultaneamente uma fonte essencial de financiamento público e um mecanismo de competitividade empresarial (Payne & Raiborn, 2018). Para as empresas, a tributação representa um componente relevante dos custos operacionais, incentivando a adoção de estratégias de elisão fiscal, práticas legalmente enquadradas que visam reduzir a despesa fiscal e aumentar os recursos disponíveis para investimento, crescimento e distribuição de resultados (Devereux *et al.*, 2002; Thomsen & Watrin, 2018). A proximidade conceptual à evasão fiscal, tem motivado organismos internacionais, como a OCDE e o G20, a desenvolverem mecanismos de harmonização e transparência fiscal (Devereux *et al.*, 2008; Delgado *et al.*, 2019).

Neste contexto, esta dissertação analisa o impacto da elisão fiscal no valor da empresa, entre 2014 e 2024, para empresas cotadas na União Europeia e no Reino Unido. O estudo procurou contribuir para um debate ainda pouco abordado no contexto europeu, bem como testar a ambiguidade existente na literatura, na medida em que coexistem duas abordagens: a perspetiva tradicional, que associa a elisão fiscal ao aumento do valor da empresa (Khuong *et al.*, 2020) e a perspetiva de custos de agência, que enfatiza os custos e riscos organizacionais que podem inverter esta relação (Desai & Dharmapala, 2009). Adicionalmente, avalia o papel moderador do Governo Societário e do desempenho ESG.

Para abordar o objetivo da investigação, o estudo baseia-se num conjunto de dados em painel composto pelas empresas cotadas dos 27 Estados-Membros Europeus e o Reino Unido, com dados extraídos do LSEG para o período de 2014 a 2024. A metodologia assentou na estimação de modelos OLS com efeitos fixos, corrigidos pela heteroscedasticidade.

Os resultados principais demonstram que a relação entre elisão fiscal e valor da empresa não é linear, evidenciando que o mercado distingue entre práticas fiscais eficientes e comportamentos excessivamente agressivos. A inclusão do termo quadrático da ETR permitiu captar esta dinâmica, revelando que níveis moderados de tributação tendem a ser valorizados (ponto ótimo ETR =35%), enquanto níveis excessivos deixam de ser compatíveis com a maximização do valor da empresa. No concerne às variáveis controlo, o tamanho da empresa demonstra um impacto negativo no valor da mesma, sugerindo que

empresas de maior dimensão apresentam em média, níveis inferiores de valoração no contexto europeu. Contrariamente, o nível de endividamento influência positivamente o valor das empresas. A análise de heterogeneidade demonstra que a relação entre as duas principais varáveis depende das características internas das empresas, particularmente, verifica-se que o efeito da ETR é mais acentuado nas empresas de menor dimensão, menor rentabilidade, maior alavancagem e maior tangibilidade, segmentos que apresentam pontos ótimos de ETR mais elevados. Este padrão sugere que estas empresas beneficiam de estratégias de elisão fiscal mais tardiamente, dado que aumentos na ETR têm um impacto superior da sua valoração. Em conjunto, os resultados demonstram que a sensibilidade à ETR não é homogénea, refletindo a capacidade diferenciada de cada organização para gerir a carga tributária de forma sustentável, e sublinham a necessidade de incorporar a heterogeneidade empresarial na avaliação dos efeitos da política fiscal.

O estudo também demonstrou que a comunicação da implementação da taxa de imposto mínimo efetiva de 15% no âmbito do Pilar II da OCDE, em 2026, levou com que o mercado reavaliasse a importância da eficiência fiscal no presente, pois, prevê-se um aumento da carga fiscal efetiva que condicionará a otimização fiscal no futuro próximo. Nesse sentido, a preservação do *cash flow* no período de pré implementação, surge, assim como um mecanismo estratégico para mitigar a esperada redução dos resultados líquidos.

De forma a responder à segunda e terceira hipótese de investigação analisou-se o impacto moderador da qualidade do Governo Societário e do desempenho ESG na relação entre a elisão fiscal e o valor da empresa. Numa fase inicial os resultados revelaram, em geral, uma ausência sistemática dos efeitos moderadores, sugerindo que estes fatores não alteravam de forma estatisticamente significativa a sensibilidade do valor da empresa ao planeamento fiscal. Contudo, numa abordagem de longo prazo, análise *cross-section*, no qual permitiu captar o comportamento estrutural das empresas, concluiu-se que para além de existir uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a ETR média e o valor médio da empresa, ou seja, a elisão fiscal tem um impacto positivo na variável dependente do estudo, no longo prazo (contrariamente os resultados iniciais), os efeitos moderadores revelaram-se capazes de influenciar positivamente esta relação. Isto significa que, as que estruturas de governação mais robustas e práticas ESG consolidadas tendem a privilegiar estratégias fiscais prudentes e alinhadas com a sustentabilidade do valor económico.

Apesar da análise de robustez ter consolidado as conclusões iniciais, o estudo apresenta algumas limitações que justificam uma investigação adicional. A utilização da ETR como *proxy* da elisão fiscal, embora amplamente adotada na literatura (Khaoula & Moez, 2019; Nebie & Cheng, 2023), não capta integralmente a complexidade das práticas de planeamento fiscal (Nicodème, 2001) nesse sentido, poderá ser explorado uma análise comparativa com medidas alternativas de planeamento fiscal, como cash ETR (Khuong *et al.*, 2020; Elamer *et al.*, 2024); o BTD (Desai & Dharmapala, 2009) ou outros indicadores específicos de práticas agressivas de planeamento fiscal (Chen *et al.*, 2014). A heterogeneidade institucional entre os países analisados constitui igualmente uma limitação, uma vez que as diferenças culturais, regulatórias e fiscais podem não ser totalmente absorvidas pelos efeitos fixos, tornando-se pertinente aprofundar esta relação em contextos nacionais específicos e avalisar se a sensibilidade ao planeamento fiscal é cultural e/ou institucionalmente específica (Lv *et al.*, 2025). Acresce que a dependência dos dados, financeiros e não financeiros, divulgados pelas empresas podem não refletir integralmente a realidade económica subjacente, condicionando a precisão das estimativas (Desai & Dharmapala, 2009; Elamer *et al.*, 2024).

Futuras investigações podem ainda avaliar empiricamente os efeitos reais da harmonização fiscal internacional sobre o comportamento das empresas, após a implementação efetiva do Pilar II em 2026; analisar as diferentes dimensões do desempenho ESG (ambiental, social e de governação) que permitirá verificar em que medida cada dimensão condiciona a relação entre as principais variáveis (Yoon *et al.*, 2021; Kiesewetter & Manthey, 2017). Por fim, a utilização de técnicas econométricas alternativas, como o Modelo de Mínimos Quadrados em dois estágios (2SLS) (Lv *et al.*, 2025;) ou estimadores dinâmicos GMM (Elamer *et al.*, 2024; Khuong *et al.*, 2020) poderão contribuir para testar a existência de causalidade mútua entre a elisão fiscal e o valor da empresa; bem como, a utilização do método GLS permitirá testar a eficácia do método OLS (Khaoula & Moez, 2019).

Em termos gerais, os resultados desta investigação fornecem evidências quantitativas que podem auxiliar gestores na definição de estratégias fiscais equilibradas, articulando a eficiência fiscal e a sustentabilidade da empresa. No âmbito académico, o estudo contribui para a literatura europeia sobre elisão fiscal, governação e ESG, num contexto marcado por medidas crescentes de harmonização fiscal internacional, assim como, constitui uma base sólida para futuras investigações sobre o impacto da redução da despesa fiscal em contextos nacionais específicos.

8. Referências Bibliográficas

Alm, J. (2014). Does an uncertain tax system encourage "aggressive tax planning"? *Economic Analysis and Policy*, *44*(1), 30-38. http://dx.doi.org/10.1016/j.eap.2014.01.004

Alomair, M., & Metwally, A. B. M. (2025). Does ESG disclosure matter for the tax avoidance–firm value relationship? Evidence from an emerging market. *Sustainability*, *17*(9), 3836. https://doi.org/10.3390/su17093836

Alves, C. F., Citterio, A., & Marques, B. P. (2023). Bank-specific capital requirements: Short and long-run determinants. *Finance Research Letters*, *52*, 103558. https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103558

Amorim, J. de C. (2007). Algumas Medidas de Combate à Evasão Fiscal. *Journal of Business and Legal Sciences*, (12), 7–81. https://doi.org/10.26537/rebules.v0i12.895

Armstrong, C. S., Blouin, J., & Larcker, D. F. 2012. The incentives for tax planning. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1–2): 391–411. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.04.001

Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, *29*(2), 182-194. https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033

Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., & Terry, S. (2020). Covid-induced economic uncertainty. *NBER working paper*, 26983. http://www.nber.org/papers/w26983

Blaufus, K., Möhlmann, A., & Schwäbe, A. N. (2019). Stock price reactions to news about corporate tax avoidance and evasion. *Journal of Economic Psychology*, 72, 278–292. https://doi.org/10.1016/j.joep.2019.04.007

Braz, C., Cabral, S., & Campos, M. M. (2022). Uma análise micro da tributação sobre o rendimento das empresas em Portugal. *Revista de Estudos Económicos*, *8*(1), 53-78

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate Governance and Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005

Brown, S. J., Goetzmann, W. N., & Ross, S. A. (1995). Survival. *The Journal of Finance*, 50(3), 853-873. https://www.jstor.org/stable/2329290

Cavaco, S., Crifo, P., Rebérioux, A., & Roudaut, G. (2017). Independent directors: less informed but better selected than affiliated board members?. *Journal of Corporate Finance*, *43*, 106-121. http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.004

Chen, S., Chen, X., Cheng, Q. & Shevlin T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, 95, 41-61. http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.02.003

Chen, X., Hu, N., Wang, X., & Tang, X. (2014). Tax avoidance and firm value: evidence from China. *Nankai Business Review International*, 5(1), 25–42. http://doi.org/10.1108/NBRI-10-2013-0037

Chen, X., Lu, M., & Shan, Y. (2020). Changes in corporate effective tax rates during three decades in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, *62*, 101367 https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101367

Cummins, J. G., Hassett, K. A., & Hubbard, R. G. (1994). A reconsideration of investment behavior using tax reforms as natural experiments. *Brookings Papers on Economic Activity*, (2), 1–74. https://www.jstor.org/stable/2534654

Davydov, D. (2016). Debt structure and corporate performance in emerging markets. *Research in International Business and Finance*, *38*, 299-311. http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.04.005

Delgado, F. J., Fernández-Rodríguez, E., Martínez-Arias, A., & Presno, M. J. (2019). Club convergence in the corporate income tax: The case of European effective rates. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 523, 942–953. https://doi.org/10.1016/j.physa.2019.04.212

Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics*, 91(3), 537–546.

Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2018). Revisiting the uneasy case for corporate taxation in an uneasy world. *Journal of the British Academy*, 6(s1), 247–284 https://doi.org/10.5871/jba/006s1.247

Desai, M. A., Foley, C. F., & Hines, J. R. Jr. (2006). The demand for tax haven operations. *Journal of Public Economics, 90*(3), 513–531. https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2005.04.004

Devereux, M. P., Griffith, R., & Klemm, A. (2002). Corporate income tax reforms and international tax competition. *Economic policy*, *17*(35), 449-495. https://www.jstor.org/stable/1344772

Devereux, M. P., Lockwood, B., & Redoano, M. (2008). Do countries compete over corporate tax rates? *Journal of Public Economics*, 92(5–6), 1210–1235. https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2007.09.005

Dowling, G. R. (2014). The curious case of corporate tax avoidance: Is it socially irresponsible?. *Journal of Business Ethics*, *124*(1), 173-184. https://www.jstor.org/stable/24033222

Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review: S. Drempetic et al. *Journal of business ethics*, 167(2), 333-360 https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1

Dyreng, S. D., Hanlon, M. & Maydew, E. L. (2008). Long-Run Corporate Tax Avoidance. *The Accouting Review*, 83(1), 61-82. https://www.jstor.org/stable/30243511

Eccles, R.G., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2014), "The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance", *Management Science*, 60 (11), 2835-2857 https://www.jstor.org/stable/24550546

Eichfelder, S., Knaisch, J., & Schneider, K. (2025). Bonus depreciation as instrument for structural economic policy: effects on investment and asset structure. *Review of Managerial Science*, *20*(4), 1097-1130. https://doi.org/10.1007/s11846-025-00885-y

Elamer, A. A., Boulhaga, M., & Ibrahim, B. A. (2024). Corporate tax avoidance and firm value: The moderating role of environmental, social, and governance (ESG) ratings. *Business Strategy and the Environment*, 33(7), 7446–7461. https://doi.org/10.1002/bse.3881

Elgharbawy, A., & Aladwey, L. M. A. (2025). ESG performance, board diversity and tax avoidance: empirical evidence from the UK. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. https://doi.org/10.1108/JFRA-04-2024-0177

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). *The cross-section of expected stock returns. Journal of Finance*, 47(2), 427–465. https://www.jstor.org/stable/2329112

Farrar, D. E., & Glauber, R. R. (1967). Multicollinearity in regression analysis: the problem revisited. *The review of economic and statistics*, 92-107. https://doi.org/10.2307/1937887

Ferreira, D., & Kirchmaier, T. (2013). Corporate boards in Europe: size, independence and gender diversity. In Boards and shareholders in European listed companies: Facts, context and post-crisis reforms. Cambridge University Press. (191-224).

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). *Capital structure decisions: Which factors are reliably important?* Financial Management, 38(1), 1–37. https://www.jstor.org/stable/20486683

Gallemore, J., Maydew, E. L Gallemore., & Thornock, J. R. (2014). The reputational costs of tax avoidance. *Contemporary Accounting Research*, *31*(4), 1103-1133. https://doi.org/10.1111/1911-3846.12055

Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, *18*(2), 264-272. https://www.jstor.org/stable/2977907

Hall, M., & Weiss, L. (1967). Firm Size and Profitability. *Review of Economics and Statistics* https://www.jstor.org/stable/1926642

Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A Review of Tax Research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3). https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.002

Hanlon, M., & Slemrod, J. (2009). What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public economics*, *93*(1-2), 126-141. https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2008.09.004

Hasan, M. M., Lobo, G. J., & Qiu, B. (2021). Organizational capital, corporate tax avoidance, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 70, 102050. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102050

Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The stata journal*, *7*(3), 281-312. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id¼1716474

Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of return on asset, debt to asset ratio, current ratio, firm size, and dividend payout ratio on firm value. *International journal of economics and financial issues*, *9*(5), 50-54. https://doi.org/10.32479/ijefi.8595

Intara, P., & Suwansin, N. (2024). Intangible assets, firm value, and performance: does intangible-intensive matter?. *Cogent Economics & Finance*, *12*(1), 2375341. https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2375341

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, *76*(2), 323-329. https://www.jstor.org/stable/1818789

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of financial economics, 3(4), 305-360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Johannesen, N. (2022). The global minimum tax. *Journal of Public Economics*, *212*, 104709. https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2022.104709

Johansson, Å., Skeie, Ø. B., & Sorbe, S. (2016). Anti-avoidance rules against international tax planning: a classification. *OECD Economics Department* Working Papers No. 13 https://dx.doi.org/10.1787/1a16e9a4-en

Kemme, D.M. , Parikh, B. & Steigner, T. (2017). Tax Havens, Tax Evasion and Tax Information Exchange Agreements in the OECD. *European Financial Management*, 23(3), 519-542. https://doi.org/10.1111/eufm.12118

Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. https://www.jstor.org/stable/24907173

Khaoula, F., & Moez, D. (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), 331-343. https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.07.005

Khuong, N. V., Liem, N. T., Thu, P. A., & Khanh, T. H. T. (2020). Does corporate tax avoidance explain firm performance? Evidence from an emerging economy. *Cogent Business & Management*, 7(1). https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1780101

Kiesewetter, D., & Manthey, J. (2017). Tax avoidance, value creation and CSR–a European perspective. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, *17*(5), 803-821. https://doi.org/10.1108/CG-08-2016-0166

Kobbi-Fakhfakh, M., & Bougacha, O. (2023). Corporate tax avoidance, cash holdings and firm value during periods of uncertainty. Journal of Financial Reporting and Accounting, 21(1), 1–25 https://doi.org/10.1108/JFRA-06-2022-0216

Kovermann, J., & Velte, P. (2019). The impact of corporate governance on corporate tax avoidance. A literature review. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, *36*, 100270. https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2019.100270

Kovermann, J., & Velte, P. (2021). *CSR and tax avoidance: A review of empirical research. Corporate Ownership and Control, 18 (2), 20-39*. https://doi.org/10.22495/cocv18i2art2

Lang, L., & Stulz, R. (1994). Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance. Journal of Political Economy. https://www.jstor.org/stable/2138786

Lanis, R. & Richardson, G. (2014). Is Corporate Social Responsibility Performance Associated with Tax Avoidance?. *Journal of business ethics*, 127, 439–457. https://www.jstor.org/stable/24702812

Lee, N., & Swenson, C. (2012). "Are multinational corporate tax rules as important as tax rates?". *The International Journal of Accounting*, 47(2), 155-167. https://doi.org/10.1016/j.intacc.2012.03.001

Lv, W., Meng, Q., Cao, Y., & Liu, J. (2025). Impact and moderating mechanism of corporate tax avoidance on firm value from the perspective of corporate governance. *International Review of Financial Analysis*, 99, 103926. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.103926

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. The american economic review, 48 (3), p. 261-297

Myers, S. C. (2001). *Capital structure*. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 81–102. https://www.jstor.org/stable/2696593

Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review*, 22, S128-S140. https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.014

Nebie, M., & Cheng, M. C. (2023). Corporate tax avoidance and firm value: Evidence from Taiwan. *Cogent Business & Management*, 10(3). https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2282218

Nicodème, G. (2001). Computing effective corporate tax rates: comparisons and results. *Economic Paper*, 153, 1–61. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication942_en.pdf

O'Connell, V., AbuGhazaleh, N. and Kintou, A. (2017), "The impact of R&D programme success on the decision to capitalise development expenditures in European firms", *Techonoly Analysis and Strategic Management*, 30 (1)15-30. https://doi.org/10.1080/09537325.2016.1278139

OCDE (2014), Plano de ação para o combate à erosão da base tributária e à transferência de lucros, OECD Publishing. http://dx.doi.org/10.1787/9789264207790-pt

OCDE (2016), Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, Éditions OCDE, Paris. http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt

OECD (2020), Tax Challenges Arising from Digitalisation – Report on Pillar Two Blueprint: Inclusive Framework on BEPS, OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/abb4c3d1-en.

OECD (2021), Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy – Global Anti-Base Erosion Model Rules (Pillar Two): Inclusive Framework on BEPS, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/782bac33-en.

Payne, D. M., & Raiborn, C. A. (2018). Aggressive tax avoidance: A conundrum for stakeholders, governments, and morality. *Journal of Business Ethics*, *147*(3), 469-487. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2978-5

Phillips, J. D. (2003). Corporate Tax-Planning Effectiveness: The Role of Compensation Based Incentives. *Accounting Review*, 78(3), 847–874. https://www.jstor.org/stable/3203228

Rego, S. O. (2003). Tax-avoidance activities of US multinational corporations. *Contemporary Accounting Research,* 20(4), 805-833. https://doi.org/10.1506/VANN-B7UB-GMFA-9E6W

Scholes, M. S., Wolfson, M. A., Erickson, M., Maydew, E. L., & Shevlin, T. (2009). *Taxes and business strategy : a planning approach* (4th ed). Pearson.

Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213–2230. https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785863

Stamatopoulos, Ioannis & Hadjidema, Stamatina & Eleftheriou, Konstantinos, 2019. "Explaining corporate effective tax rates: Evidence from Greece," *Economic Analysis and Policy*, Elsevier, vol. 62(C), 236-254 https://doi.org/10.1016/j.eap.2019.03.004

Thomsen, M. & Watrin, C. (2018). Tax avoidance over time: A comparison of European and U.S. firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 33, 40–63. https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2018.11.002

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, *43*(1), 1-19.https://www.jstor.org/stable/2328319

Tobin, J. (1969). "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *Journal of Money, Credit and Banking,* February 1969, 1 (1), 15–29. https://www.jstor.org/stable/1991374

União Europeia. (2016). Diretiva (UE) 2016/1164 do Conselho, de 12 de julho de 2016, que estabelece regras contra as práticas de elisão fiscal que tenham incidência direta no funcionamento do mercado interno. *Jornal Oficial da União Europeia*, L 193, 1–14

Wahab, N. S. A., & Holland, K. (2012). Tax planning, corporate governance and equity value. *The British Accounting Review*, 44(2), 111-124. https://doi.org/10.1016/j.bar.2012.03.005

Wilson, R. J. (2009). An examination of corporate tax shelter participants. *The accounting review*, *84*(3), 969-999. https://www.jstor.org/stable/27784200

Wooldridge, J. (2010). Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data

Yoon, B., Lee, J. H., & Cho, J. H. (2021). The effect of ESG performance on tax avoidance—evidence from Korea. *Sustainability*, *13*(12), 6729.

9. Anexos

Anexo A – Taxa Estatutária de Imposto sobre o Rendimento das Sociedades

A Tabela apresenta a taxa estatutária de imposto sobre os rendimentos das empresas do Países da União Europeia e Reino Unido, há exceção do Chipre, dado a não disponibilização de dados. Estes dados foram retirados da base de dados da OCDE.

Países	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Áustria	25	25	25	25	25	25	25	25	25	24	23
Bélgica	33	33	33	33	29	29	25	25	25	25	25
Bulgária	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Croácia	20	20	20	18	18	18	18	18	18	18	18
República Checa	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	21
Dinamarca	24,5	23,5	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Estónia	21	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Finlândia	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
França	38	38	34,43	44,43	34,43	34,43	32,02	28,41	25,83	25,83	25,83
Alemanha	15,83	15,83	15,83	15,83	15,83	15,83	15,83	15,83	15,83	15,83	15,83
Grécia	26	29	29	29	29	24	24	22	22	22	22
Hungria	19	19	19	9	9	9	9	9	9	9	9
Irlanda	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Itália	27,5	27,5	27,5	24	24	24	24	24	24	24	24
Letónia	15	15	15	15	20	20	20	20	20	20	20
Lituânia	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Luxemburgo	22,47	22,47	22,47	20,33	19,26	18,19	1819	18,19	18,19	18,19	18,19
Malta	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
Países Baixos	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25,8	25,8
Polónia	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
Portugal	30	28	28	28	30	30	30	30	30	30	30
Roménia	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Eslováquia	22	22	22	21	21	21	21	21	21	21	21
Eslovénia	17	17	17	19	19	19	19	19	19	19	22
Espanha	30	28	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Suécia	22	22	22	22	22	21,4	21,4	20,6	20,6	20,6	20,6
Reino Unido	21	20	20	19	19	19	19	19	19	25	25
Média EU+ RU	22,3	22,1	21,8	21,5	21,2	21,0	20,7	20,5	20,4	20,6	20,8

Anexo B - Teste Hausman

Estatistica Qui-quadrado	Graus de liberdade	Prob > Qui-quadrado	EF ou EV?
1 637,7	6	2.2e-16	EF

Anexo C - Especificação das variáveis do estudo, resultado esperado e literatura relacionada

Variável	Descrição da variável	Medida	Sinal Esperado	Literatura
TQ	Valor da empresa	$\frac{Valor\ de\ Mercado\ do\ capital\ próprio + Dívida}{Total\ do\ Ativos}$	N.A	Khaoula & Moez (2019); Nebie & Cheng (2023); Khuong *et al.* (2020)
ETR	Taxa de imposto efetiva	$\frac{Despesa\ total\ com\ imposto}{Lucro\ antes\ de\ imposto\ (EBT)}$	(-/+)	Chen *et al.* (2014); Khaoula & Moez (2019) Nebie & Cheng (2023);
Bind	Percentagem de membros do Concelho de administração independentes	$\frac{n\ º\ de\ adminstradores\ independentes}{nº\ total\ de\ membros\ do\ conselho}$	(-/+)	Wahab e Holland (2012) Khaoula & Moez (2019) Lv *et al.* (2025)
ESG	Desempenho ESG	*Pontuação ESG*	(+)	Naeem (2022); Elgharbawy & Aladwey, (2025); Elamer *et al.* (2024)
SIZE	Dimensão da empresa	*Logaritmo natural do ativo total*	(-/+)	Elamer *et al.* (2024); Khaoula & Moez (2019), Chen *et al.* (2014) Lanis & Richarson (2014)
ROA	Rentabilidade da empresa	$\frac{Lucro\ Liquido}{Ativo\ Total}$	(+)	Khaoula & Moez (2019); Elamer *et al.*, (2024); Lanis & Richarson (2014)
LEV	Nível de alavancagem da empresa	$\frac{Dívida\ Total}{Ativo\ Total}$	(-/+)	Wahab e Holland (2012); Lanis & Richarson (2014); Chen *et al*, (2014).
AFT	Nível de tangibilidade da empresa	$\frac{Ativos\ Fixos\ Tangiveis}{Ativo\ Total}$	(+)	Wahab e Holland (2012); Chen *et al.* (2014); Lanis & Richarson (2014)
INTAN	Nível de Intangibilidade da empresa	$\frac{Ativos\ Intangiveis}{Ativo\ Total}$	(+)	

Nota: Todos os dados foram retirados da plataforma LSEG

Anexo D – Taxa de imposto efetiva média por país

Países	%	Países	%	Países	%	Países	%
Itália	28,5	Finlândia	21,7	Croácia	15,9	Bulgária	5,5
Malta	26,0	Reino Unido	21,3	Eslovénia	14,9	Polónia	5,2
Alemanha	25,9	Eslováquia	21,3	Estónia	14,7	Dinamarca	5,0
Áustria	24,3	Luxemburgo	20,6	Lituânia	14,5	Roménia	3,9
Grécia	23,8	Espanha	20,4	Chipre	14,4	Suécia	2,7
França	23,5	Países Baixos	20,3	Irlanda	14,0	Hungria	2,1
Portugal	21,7	Bélgica	18,7	Letónia	10,4	República Checa	0,8

Anexo E – Distribuição da amostra por país

Países	Obs	%	Países	Obs	%	Países	Obs	%	Países	Obs	%
Reino Unido	3869	14,3	Finlândia	924	3,4	Irlanda	407	1,5	Lituânia	178	0,7
França	3458	12,8	Grécia	803	3,0	Áustria	402	1,5	Malta	170	0,6
Alemanha	3231	12,0	Dinamarca	765	2,8	Chipre	328	1,2	Eslovénia	110	0,4
Polónia	2885	10,7	Bélgica	666	2,5	Croácia	315	1,2	Estónia	95	0,4
Suécia	2866	10,6	Roménia	631	2,3	Luxemburgo	303	1,1	República Checa	68	0,3
Itália	1747	6,5	Países Baixo	588	2,2	Portugal	268	1,0	Letónia	34	0,1
Espanha	1103	4,1	Bulgária	561	2,1	Hungria	194	0,7	Eslováquia	34	0,1

Anexo F - Distribuição na amostra por setor

Setores	Obs	%	Setores	Obs	%
Indústria	5894	21,8%	Bens de Consumo Não Cíclicos	2228	8,3%
Bens de Consumo Cíclicos	5285	19,6%	Energia	986	3,7%
Tecnologia	4413	16,3%	Serviços	873	3,2%
Materiais Básicos	2473	9,2%	Serviços Académicos e Educacionais	54	0,2%
Imobiliário	2469	9,1%	Instituições, Associações e Organizações	5	0,0%
Cuidados de Saúde	2322	8,6%	Atividade Governamental	1	0,0%

Anexo G – Variabilidade da Variável ETR

Este anexo apresenta uma análise simples da variabilidade da variável ETR, com o objetivo de avaliar a heterogeneidade do painel. A decomposição da variância permite distinguir a variabilidade entre empresas (between) e dentro das empresas ao longo do tempo (within). Os resultados mostram que a ETR apresenta maior dispersão entre empresas (0,018) do que dentro da mesma empresa (0,013), suportando a utilização de efeitos fixos país-ano como teste de robustez.

Variância Within	Variância between	Variância total
0,013	0,018	0,026

Anexo H - Teste ANOVA

O teste ANOVA reforça a escolha do modelo país-ano. O ANOVA aplicado ao ETR por país apresenta um valor F elevado ($F = 452,8$; $p < 0.01$), evidenciando diferenças substanciais nos níveis médios de ETR entre jurisdições. Em contraste, o teste ANOVA por setor, embora significativo ($F = 58,43$; $p < 0.001$), revela uma magnitude bastante inferior. Estes resultados mostram que a maior parte da heterogeneidade do ETR pode ser explicada pelas diferenças entre países, e não entre setores. Assim, a especificação país-ano capta melhor a variação relevante da variável, sendo mais adequada do que a alternativa setor-ano.

	F-value	P-value
País	452,8***	<0,01
Setor	58,43	<0,01

FEP FACULDADE DE **ECONOMIA E GESTÃO**