

U. PORTO



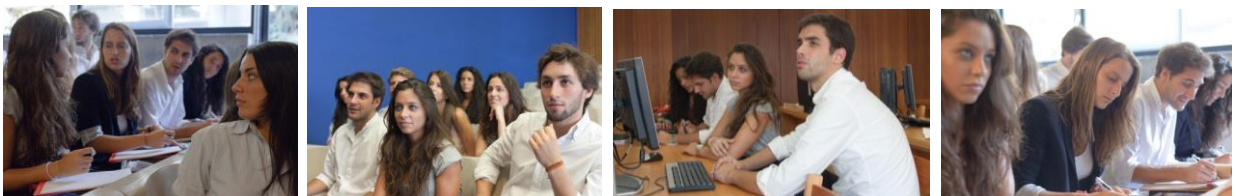
Governo das sociedades e gestão fiscal em Portugal

Sónia Patrícia Lopes Pinto

Setembro 2014

Orientador – Samuel Pereira

Co-orientador – Elísio Brandão



Governo das sociedades e gestão fiscal em Portugal

Abstract:

O presente estudo investiga o impacto e mede os efeitos incrementais das características do Board na Gestão Fiscal das empresas, impactos estes que não podem ser explicados unicamente pelas características da empresa. Para identificar e mensurar estes efeitos sobre as taxas efectivas de imposto, construímos um conjunto de dados referentes a empresas Portuguesas durante os anos de 2007 a 2012. Os dados recolhidos são referentes às características económicas das empresas (como Assets, Resultados, Volume de Negócio,...) e características dos Conselhos de Administração (como o tamanho do conselho, grau de Independência do conselho).

Este é um dos primeiros trabalhos, que examina empiricamente o papel da governação na gestão do imposto das empresas Portuguesas numa óptica de longo prazo, a fim de compreender melhor os efeitos duradouros da governação em especial, em situações economicamente desfavoráveis.

Keywords: *Governo das sociedades; Gestão Fiscal*

INTRODUÇÃO

Este estudo investiga até que ponto a composição do Governo das Sociedades tem efeitos incrementais sobre a Gestão fiscal das empresas. Em particular, esta dissertação pretende medir a influência do Governo das Sociedades nas taxas efectivas de imposto numa óptica de longo prazo.

Apesar de décadas de pesquisa empírica a nível da Gestão fiscal e o eventual impacto do quadro executivo e administrativo na mesma, pouca atenção tem sido dada a mercados como o Português que se caracteriza por um tecido empresarial maioritariamente pequeno (PME) e de empresas maioritariamente familiares e não cotadas. A maioria dos estudos prende-se com eventos individuais, por exemplo, fusões e aquisições, em mercados de maior dimensão, cuja teia empresarial é gigante, nomeadamente o Americano.

Em contraste com a literatura existente, a nossa análise centra-se no mercado Português e considera se para este quadro empresarial o *Governo das sociedades* é responsável, mesmo que parcialmente pela gestão fiscal das empresas.

Examinar a relação entre o *Governo das sociedades* e o planeamento tributário (versus outros aspetos de decisões operacionais de uma empresa) é interessante por dois motivos. Em primeiro lugar, o planeamento tributário pode ser complexo e opaco e pode, eventualmente, permitir oportunismo dos gestores e comprometer assim o papel que o governo desempenha na gestão fiscal. Em segundo lugar, o planeamento tributário envolve incerteza significativa, e pode não beneficiar de imediato o desempenho de uma empresa, mas sim servir como um investimento a longo prazo. Ao entender como a governação está relacionada com a gestão fiscal, nós obtemos uma melhor compreensão de como funciona a governação a longo prazo.

Diretores e CEOs desempenham um papel fundamental na escolha da estratégia de gestão fiscal e são responsáveis pela alocação de recursos, de modo a melhorar o desempenho da empresa e aumentar a riqueza dos accionistas. Perante um número finito de opções de como alocar os recursos e melhorar o desempenho, o conselho que está

interessado na melhoria do desempenho da linha de topo da empresa vai concentrar-se principalmente no crescimento das vendas através da publicidade ou expansão física (capital), desviando recursos para esses objectivos. Alternativamente, pode optar pelo desempenho da linha de fundo e, neste caso, a Gestão tributária assume-se como um importante impulsionador. Quando o conselho investe recursos na maximização de actividades em prol de um eficaz planeamento tributário, o resultado é a redução dos impostos a longo prazo.

Embora a gestão de impostos possa melhorar o desempenho da linha de fundo de uma empresa, é importante reconhecer que há custos associados ao investimento de recursos em planeamento tributário. O capital utilizado para a gestão fiscal poderia ter sido alocado em investimentos que gerariam mais rapidamente proveitos.

Para medir a Gestão Fiscal, recorreremos a duas medidas-padrão: a primeira é a GAAP ETR que é despesa fiscal total (corrente menos diferido despesa fiscal) dividida pelo lucro contabilístico antes de impostos (ajustado por itens especiais); e a segunda medida é CASH ETR que corresponde ao montante de impostos pago, dividido pelo lucro contabilístico antes de impostos (RAI) (ajustado por itens especiais). Recorreremos a ambas as medidas, a fim de captar a influencia que o governo das sociedades pode ter em matéria fiscal. Na medida em que os gestores estão preocupados com a redução da despesa fiscal para fins de contabilidade financeira, a utilização da nossa primeira medida, GAAP ETR, irá capturar a propensão do executivo para afectar essa métrica. Na medida em que os gestores estão preocupados com a redução de impostos reais (efectivamente pagos), a nossa segunda métrica, CASH ETR, irá capturar os efeitos sobre esta taxa do imposto .

REVISÃO DA LITERATURA

Diretores e CEOs desempenham um papel fundamental na escolha da estratégia de gestão fiscal, pois eles são os responsáveis pela alocação de recursos e pelo desempenho de forma a aumentar a riqueza dos accionistas.

Apesar da estreita intersecção entre os estudos de gestão fiscal e de governo das sociedades, os resultados na literatura existente permitem criar uma ligação teórica entre as áreas. No entanto, os resultados são um pouco consistentes e dependentes da posição de gestão em análise.

Existem duas linhas de pesquisa que são altamente relevantes para este papel. A primeira consiste em estudos que examinam a variação na taxa anual efetiva de imposto e a segunda investiga o impacto do *Governo das Sociedades*.

Alguns trabalhos têm proposto que o planeamento tributário é uma actividade valorizada pelos shareholders (Graham e Tucker, 2006) assim como, uma empresa com evasão fiscal tem menos dívida. Além disso, Desai e Dharmapala (2006) constataram que a evasão fiscal é avaliada pelos accionistas e que as empresas estão dispostas a empenhar-se em planeamento tributário, desde que considerada uma actividade de reforço de valor. Já em 2008, os mesmos autores examinam os efeitos da evasão fiscal no valor da empresa, e Hanlon e Slemrod (2009) examinaram as reacções do mercado ao envolvimento da fuga fiscal.

Scholes et al. (2009) apontam que, além de custos de oportunidade, há outros custos de utilização de recursos para a administração tributária, incluindo os custos de transacção, impostos implícitos e incertezas. No entanto, as empresas só se envolvem em planeamento tributário se existir um benefício líquido, por outras palavras, se a poupança fiscal resultante do planeamento superar os custos associados à execução do mesmo.

Existe uma infinidade de pesquisas sobre a causalidade das taxas efectivas de imposto, por exemplo, Shackelford e Shevlin, 2001. Dyreng et al. (2008) examinam a evasão fiscal corporativa de longo prazo assim como, o perfil de empresas que geriram

com êxito a sua carga fiscal.. Zimmerman (1983), analisa a dimensão da empresa (como um proxy para o custo político de uma empresa) e analisa ainda a associação desta com taxas efetivas de imposto; concluindo que a dimensão da empresa está positivamente associada com a taxa de imposto. Isto é consistente com a evidência que as grandes empresas que investem em planeamento tributário geram atenção negativa dos media. Portanto, empresas maiores têm mais a perder porque a gestão fiscal aumenta o risco do custo político (Hanlon e Slemrod, 2010). A hipótese do custo político alega que as empresas podem estar relutantes em gerir os seus impostos, pois serão vistos como antipatriótico ou como "maus" cidadãos corporativos. Há casos em que os custos políticos têm forçado as empresas a alterar opções, incluindo não minimizar os impostos. No entanto, é óbvio que cada empresa precisa gerir e planear os seus impostos mesmo que mais suavemente, não significa que ignorarem completamente os benefícios (a longo prazo) de uma gestão fiscal consistente. As empresas a partir do momento que aloca recursos à gestão fiscal, a estratégia definida é provavelmente dependente do Governo das Sociedades e da remuneração deste.

Trabalhos recentes focam-se na relação entre a remuneração dos vários cargos de gerência das empresas e das várias medidas de gestão fiscal. Um estudo pioneiro de Phillips (2003), examina o papel dos incentivos dos gestores e recorre a dados de pesquisa privados para investigar se a compensação dos gestores com base nos lucros antes ou depois de impostos afecta os GAAP ETR. Este autor conclui que a compensação para os gestores das unidades de negócio com base no lucro após impostos (medido em comparação com antes de imposto) parecem estar associados com uma menor GAAP ETR, no entanto, essa mesma associação não é sustentada para as medidas de desempenho do CEO. Novos estudos sobre os efeitos dos incentivo sobre a evasão fiscal incluem Armstrong et al. (2009), que é o primeiro a estudar a remuneração dos conselheiros fiscais, e Rego e Wilson (2009) que analisam a compensação dos CEO e CFO e a agressividade do planeamento fiscal, aliando esta ligação ao desempenho futuro da empresa. Os autores encontram uma relação positiva entre a remuneração e o planeamento fiscal agressivo, no entanto, não encontram nenhuma evidência que este planeamento leva à deterioração do desempenho da empresa ou se será resultado de má

governação. Desai e Dharmapala (2006) constataram que o aumento de incentivos origina evasão fiscal e propõem que a qualidade da administração pode ter um papel nessa relação.

Robinson et al. (2010) analisa os efeitos nas taxas efectivas de imposto da consideração do departamento fiscal como um centro de lucro. Finalmente, em estudos de imposto *shelter* (a medida alternativa da fuga fiscal), Wilson (2009) e Lisowsky (2009) examinam características das empresas associadas ao *sheltering*. Esses estudos não se concentram na relação de longo prazo entre os impostos e a remuneração dos directores, nem contemplam o nível de compensação destes.

Desde sempre a compensação via incentivos, destina-se a dar aos executivos e directores um enfoque a longo prazo. A relação entre a administração fiscal de longo prazo e o *Pay Performance Sensibility* permite-nos avaliar a eficácia da remuneração via incentivos. De acordo com Minnick e Noga (2010), o *Pay Performance Sensibility* fornece horizontes sobre os incentivos dos directores e executivos através de remunerações que motivam o corpo administrativo a reduzir impostos a longo prazo.

As questões fiscais têm assumido uma importância crescente, mudando de certa forma o papel do director, que passa a concentrar-se na perspectiva fiscal, muitas vezes acompanhados de conselheiros fiscais, que monitoram as alterações legislativas e regulamentares que ocorrem em todo o mundo de modo a avaliar o potencial impacto sobre suas organizações. Armstrong et al (2009) destaca o papel dos directores fiscais e analisa se os incentivos de compensação estão negativamente relacionados com a taxa efectiva de imposto. Perante os resultados dos estudos sugerem que, aos conselheiros fiscais são concedidos incentivos para proporcionar um impacto favorável nas demonstrações financeiras. Friese et al. (2006) consideram que a legislação fiscal pode influenciar o governo das sociedades, oferecendo privilégios ou impondo penalidades. Além disso, as estruturas do governo das sociedades têm impacto na forma que uma empresa gere os impostos, por exemplo, os sistemas fiscais podem influenciar o governo das sociedade em termos de pagamento de dividendos e reorganizações. Tedds (2006) não trata especificamente de *governance*, mas olha para a evasão fiscal e descobre que a organização jurídica de uma empresa afecta o cumprimento das

obrigações fiscais. Arlen e Weiss (1995) concluem que os impostos levam à retenção de proveitos, o que aumenta os problemas de agência, enquanto Roe (1994) afirma que os impostos levam a pior monitoramento, desencorajando as estruturas de propriedade que iria minimizar os problemas de agência. Morck (2003), em contrário, sugere um possível benefício da dupla tributação dos dividendos na redução do uso de estruturas de propriedade piramidais.

Para atenuar os problemas de agência entre gestores e accionistas, a literatura oferece várias soluções. Bhagat e Bolton (2008) analisam a *governance* e o desempenho utilizando medidas compostas de direcção, bem como medidas individuais. Estes autores encontram uma relação entre uma melhor governação e melhor desempenho actual e futuro. Curiosamente, encontram uma ou duas medidas individuais de gestão (por exemplo, a independência do conselho ou de propriedade) são um bom substituto para uma boa governação global, fazendo com que medidas compostas não sejam incrementalmente úteis. No entanto, verificam uma forte ligação entre corpo governativo e o desempenho da empresa.

Minnick e Toga (2010) examinam quatro aspectos do governo das sociedades : composição do conselho , *entrenchment* (consolidação) , compensação dos directores e remuneração dos executivos . Composição do Conselho inclui o tamanho do conselho, bem como o número de conselheiros independentes no conselho. *Entrenchment* foca a dualidade das disposições CEO / Presidente. Recorrem à componente de renumeração e compensação directores/executivos para avaliar a sensibilidade do desempenho destes ao nível de remuneração, a longo prazo.

O conselho de administração serve como um mecanismo de controlo interno para proteger os interesses dos accionistas. Johnson et al. (1996) citam três funções do conselho de administração : o controlo, de serviços e de dependência de recursos. A partir de perspectivas da teoria da agência, o conselho representa o principal mecanismo interno para controlar oportunismo, que ajuda a alinhar o capital próprio, os gestores e os seus interesses (Jensen, 1993). Está bem documentado que o tamanho e a composição do conselho influenciam a eficácia do controlo. No entanto, existem pontos de vista conflitantes sobre a forma como afecta a composição do conselho e, como

consequência, o desempenho. Anteriores funções governativas mostram que a composição do conselho (o tamanho do conselho e o percentual de *insiders* no conselho) está relacionada com o grau de problemas de agência (Byrd e Hickman , 1992; . Core et al , 1999; Hermalin e Weisbach , 1991; Yermack , 1996). Esta literatura descobre que conselhos maiores e com mais *insiders* tendem a ter maiores problemas de agência. Por outro lado, as empresas com pequenos conselhos e maior percentagem de *outsiders* vão estar mais preocupados com o bem-estar dos accionistas e desempenho da empresa. Conselhos menores (Yermack , 1996; Jensen, 1993), com os directores *outsiders* (Weisbach , 1988) tendem a ter maiores retornos . Como resultado, afirma que os conselhos menores e mais independentes resultariam em melhor desempenho e maior riqueza para os accionistas.

Literatura recente mostra que a relação entre a composição do conselho e o desempenho da organização pode ser ténue. Bhagat e Black (1999) afirmam que pequenos conselhos com mais directores independentes não estão necessariamente relacionadas com o bom desempenho da empresa. Verificaram que não há uma única estrutura ideal, mas que esta depende da indústria. Coles et al. (2008) conclui que os conselhos variam de acordo com as características da empresa, e entende que empresas complexas têm conselhos maiores com maior numero de *outsiders* , e empresas mais complexas tendem a aumentar com o tamanho do conselho, enquanto que empresas menores diminuem o tamanho do conselho. Relacionando a literatura à pesquisa em mãos, é possível que conselheiros independentes forneçam conhecimento útil a partir de sua própria indústria e experiência, o que contribui positivamente para a gestão fiscal. Estes conselheiros independentes podem estar dispostos a desviar recursos para gestão fiscal, como forma de garantir um bom desempenho. Por sua vez, pequenos conselhos podem ser mais ágeis na tomada de decisão.

Minnick e Noga (2010) focaram-se em duas áreas: dualidade na posição de CEO / Presidente e consolidação gerencial. Na situação de dualidade, sempre que o CEO também é presidente do conselho, tem um efeito ligeiramente negativo no desempenho da empresa (Klein , 2002; Deli e Gillan , 2000). Estudos recentes (Gompers et al , 2003; . Bebchuk et al, 2009 ; . Bebchuk e Cohen , 2005) comprovam que empresas com

disposições anti ofertas publicas de aquisição (OPAs) ou fragilização dos direitos dos accionistas divulgam valores inferiores. Masulis et al. (2007) confirmam que os adquirentes com mais OPAs detêm menores retornos no momento do anúncio da fusão. A existência de disposições de aquisição pode servir como bom indicador da consolidação gerencial. Chen e Zhao (2008) mostram que os gestores de empresas com concelhos escalonados são mais ineficientes, devido à falta de motivação para gerir os ganhos. Portanto, as empresas com enraizamento gerencial, ou conselhos escalonados, provavelmente terão retornos mais baixos.

Yermack (2004) sugere que os directores têm dois incentivos para proteger os accionistas: a sua reputação e a sua remuneração. Uma administração com boa reputação pode ser recompensada com outras oportunidades, tais como oportunidades de consultoria, posições de trabalho, ou cargos no conselho em melhores empresas. Yermack mostra que à medida que o valor de uma empresa sobe, os administradores angariam uma maior compensação e no futuro, novas oportunidades em outros conselhos (presumivelmente devido a uma melhor reputação). Em contraste, quando o valor diminui, os membros do conselho são mais propensos a perder os seus lugares no conselho. Os resultados da Yermack indicam que é do interesse dos directores trabalhar para aumentar o valor da empresa. Um possível método para aumentar o valor da empresa resulta da eficaz gestão da despesa fiscal.

Além do capital resultante da melhor reputação, aos directores são fornecidos incentivos monetários como acções e opções. Ryan e Wiggins (2004) constataram que conselhos com directores independentes premiarão com maiores acções e opções, e que estão estreitamente vinculados ao desempenho do preço das acções. Similar aos executivos, a maior sensibilidade ao desempenho, resultante de acções e de opções, cria incentivos aos directores para melhorar o desempenho a longo prazo. Uma vez que os directores são responsáveis pela alocação dos activos, eles estão em posição de fornecer mais recursos para a gestão fiscal, o que pode ser o motor do bom desempenho a longo prazo. Linn e Park (2005) acham que a remuneração dos membros do conselho está alinhada com as oportunidades de investimento. Os autores argumentam que as empresas cujos custos de controlo são elevados entendem que é necessário para atrair

directores adequados elevar os níveis de remuneração. Além disso, essas empresas reduzem os custos de agência com compensação patrimonial. Visualizando a gestão fiscal como uma opção de investimento, os directores de empresas cuja política fiscal é mais activa devem ganhar mais do que os outros directores. Portanto, a compensação irá aumentar com a complexidade de impostos da empresa.

Aliada há extensa literatura, que alia remuneração com o desempenho da empresa, Jensen e Murphy, 1990, referem que os pacotes de compensação que incluem acções e opções podem ser usados para resolver o problema de risco moral dos gestores, assim como, a evasão e o consumo da gratificação (Morgan e Poulsen, 2001) e o alinhamento de risco (Ertugrul e Hegde, 2008).

Ações e opções ligam riqueza pessoal com o valor para os accionistas/gestores e, portanto, devem alinhar os incentivos dos accionistas e gestores. No entanto, existe uma literatura emergente que sugere um lado escuro para os incentivos de compensação. Em vez de tentar encontrar um equilíbrio entre incentivos e compartilhar os riscos, os CEOs em empresas mal governadas pode maximizam os seus benefícios pessoais em detrimento da maximização dos resultados da empresa (Bertrand e Mullainathan, 2001; Garvey e Milbourn, 2006). Há alguma evidência de que os CEOs de empresas fracamente regulados são muito mais propensos a maximizar a sua riqueza a curto prazo (Yermack, 1997; . Bebchuk et al, 2006).

MÉTODO EMPÍRICO

A amostra foi construída considerando todas as empresas Portuguesas, não cotadas. A informação recolhida é referente a dados anuais entre o período de 2007 e 2012.

As empresas incluídas na amostra final satisfazem os seguintes critérios:

- Possuem dados na *Database Sabi*;
- Empresas constituídas até 2007
- A empresa está em actividade em 2012;
- Total activo em 2012 superior a 5.000€

A amostra era composta inicialmente por 5700 empresas, que tendo em conta os critérios acima definidos, apenas 1965 empresas os respeitam.

Devido às características do tecido empresarial Português, focamos a nossa análise nas PME's, e excluímos da amostra empresas cujas variáveis desfazem consideravelmente, de modo a evitar *outliers* e efeitos de confusão na análise. Assim, a nossa amostra é composta por um total de 1921 empresas.

1. DADOS

Gestão tributária é definida como a capacidade de pagar reduzidos montantes de impostos durante um longo período de tempo. A gestão fiscal agressiva não está necessariamente ligada a um comportamento antiético ou ilegal. Os códigos fiscais têm muitas disposições que permitem às empresas reduzir legalmente seus impostos.

De acordo com Dyreng et al. (2008) as *ETRs tradicionais* têm muitas limitações, não sendo assim bons preditores de taxas efectivas de imposto de longo prazo e, portanto, não são *proxies* precisas de gestão fiscal a longo prazo, nem são taxas marginais de impostos apropriados, pois não representam a carga tributária total da

empresa. Nesta dissertação focamo-nos na interacção de gestão fiscal e da composição do conselho em longos horizontes temporais.

Apoiados no trabalho destes autores, primeiro calculamos o GAAP ETR anual, divulgados pelas empresas nas demonstrações financeiras. GAAP ETR é definido como a proporção da despesa fiscal total para o lucro antes dos impostos para uma determinada empresa i no ano t :

$$\text{GAAP ETR}_{(i,t)} = \text{Tax Expenses}_{(i,t)} / \text{Pretax Income}_{(i,t)}$$

Devido aos problemas com o uso do GAAP ETR como uma medida de evasão fiscal, nomeadamente, ter como base dados anuais, e devido a denominadores negativos que fornecem taxas efectivas de imposto indefinidas em detrimento de taxas efectivas oscilantes em outros anos que como tal, pode resultar em indicadores enganosos de evasão fiscal de uma empresa.

Não sendo um indicador adequado à evasão fiscal anual, uma vez que poderão ser incluídos pagamentos/reembolsos isolados de eventuais litígios passados com a Autoridade Fiscal (Dyrenge et al. 2008) contornamos este problema, considerando horizontes temporais maiores. Mantendo a óptica de Dyrenge et al. (2008) consideramos um período de seis anos e mensuramos o GAAP ETR como a soma da despesa fiscal total ao longo dos seis anos ajustados pela soma de lucro antes de impostos para cada ano em relação ao mesmo período (de seis anos).

De acordo com a NCRF 25, Contabilização de Impostos sobre o Rendimento, a despesa fiscal é composta pela soma da despesa de imposto corrente e a despesa de imposto diferido. Impostos diferidos representam os impostos que serão pagos ou reembolsados no futuro, como resultado de diferenças contabilísticas e fiscais no tempo. Essas diferenças temporárias são uma ferramenta de planeamento tributário eficaz para reduzir os impostos correntes e maximizar o valor do dinheiro no tempo. No entanto, do ponto de vista das demonstrações financeiras, isso pode ser compensado pela inclusão da componente de impostos diferidos. O GAAP ETR inclui os impostos correntes e os

diferidos, logo não reflecte a evasão fiscal a curto prazo. Para aliviar os problemas com o GAAP ETR, Dyreng et al . (2008) desenvolve uma medida financeira com base nos impostos pagos. Por exemplo, ao contrário do *GAAP ETR* o *Cash ETR* não é afectado por mudanças nas estimativas, como a provisão para perdas e almofadas fiscais. Com a colaboração dos estudos destes autores é possível mensurar o *Cash ETR* da seguinte forma:

$$\text{Cash ETR (i,t)} = \text{CashTaxPaid (i,t)} / (\text{PretaxIncome (i,t)} - \text{Special Items (i,t)})$$

Medimos o Cash ETR de longo prazo, como a soma dos impostos pagos ao longo do período de seis anos divididos pela soma dos lucros totais antes dos impostos (excluindo os efeitos dos itens especiais) para o período de seis anos.

Colectamos os dados anuais nas demonstrações financeiras divulgadas pelas empresas para calcular o GAAP e o Cash ETR.

Para o GAAP ETR calculado com base na equação 1 verificamos que para os três primeiros anos da nossa amostra as empresas suportariam taxas positivas, embora menores que os valores expectáveis (25%). A variabilidade das taxas poderá resultar de impostos nacionais elevados que acompanhados de impostos estrangeiros menores contribui para uma diminuição significativa face à referencia nacional. Por outro lado, nos três anos seguintes verificamos uma inversão das taxas sugerindo que as empresas reportam agora resultados contabilísticos negativos eventualmente associados à crise económica cujo pico se verificou em 2009.

Igualmente, para obtenção do Cash ETR aplicamos a formula 2 anteriormente referida, tendo por base as demonstrações financeiras (Demonstração de Resultados e Demonstração dos Fluxos de Caixa) recolhidas na base de dados Sabi.

A inclusão desta variável neste estudo, resulta em uma limitação a mencionar. Como o tecido empresarial Português, em análise, o qual é caracterizado por empresas que além de serem não cotadas são de reduzida dimensão, não estão obrigadas a tornar publicas as suas contas. Em especial, a Demonstração dos Fluxos de Caixa que fornece

os montante de impostos pagos pelas entidades, é particularmente omissa e só a partir de 2010, com a introdução do SNC, passou a ser de cariz obrigatório .

Tabela 1 - Variáveis dependentes em análise e formula de calculo

Variáveis Dependentes			
Variável	Descrição	Fonte de Informação	Comentários
GAAP ETR	Income Tax expenses/pre-tax incomes	Sabi	Apresenta limitações enquanto premitidores a longo prazo
CASH ETR	Income Tax paid/(pre-tax incomes - special items)	Sabi	Proxy precisa de evasão fiscal a longo prazo

Em modo de resumo, a tabela 2 mostra o GAAP e o Cash ETR (dados anuais) das empresas que constituem a nossa amostra, permitindo concluir que os números anuais podem ser facilmente distorcidos pelas circunstancias invulgares ou actos isolados como evidenciado pela variabilidade ano a ano. É de referir, as almofadas fiscais resultantes dos diferimentos de passivo e/ou activos de impostos ou mesmo a dedutibilidade de prejuízos fiscais ao longo do tempo legalmente previstos no CIRC.

Tabela 2 – GAAP e Cash ETR por ano

Ano	GAAP ETR	Cash ETR	N GAAP	N Cash
2007	11%		1669	
2008	20%		1718	
2009	3%	-16%	1753	7
2010	-145%	-2%	1768	1536
2011	-62%	-15%	1786	1571
2012	84%	-12%	1825	1628
Média Geral	-15%	-10%		

A Tabela 3 mostra as diferenças entre as taxas de imposto de um ano (ano de referencia 2012) e seis anos. Apuramos que os valores médios do GAAP e do Cash ETR são mais altos para as taxas de um ano do que para as médias de seis anos. Isto sugere que as taxas de imposto estão a diminuir ao longo do tempo. Além disso, uma vez que os valores anuais podem apresentar choques, tendo como principio um horizonte temporal maior melhor captaremos a capacidade de uma empresa para gerir a sua taxa de imposto, apesar dos eventos isolados.

Tabela 3 – Características descritivas das Taxas Efectivas de Imposto (Cash e GAAP)

	2012			6 anos		
	Média	Mediana	N	Média	Mediana	N
GAAP ETR	0,7970	-0,1033	1.921	0,1336	0,0830	1.921
Cash ETR	0,0611	0,0000	1.921	-0,0601	-0,0161	1.921

CARACTERÍSTICAS ESPECÍFICAS DAS EMPRESAS

Na base de Minnick e Toga (2010), as características da empresa serão factores a ter em conta na avaliação . Dyreng et al.(2008) sugere que o tamanho da empresa e o seu crescimento podem desempenhar um papel na gestão fiscal, segundo eles, empresas com maior crescimento têm taxas de imposto mais elevadas.

Definimos os activos totais (Assets) como proxy para o tamanho da empresa, e o Volume de Negócios (VN) e as Vendas (VND) como proxy para o crescimento. Como Hanlon et al. (2010) comprova, a gestão fiscal pode ser influenciada por custos políticos . Como forma de medir estes custos recorreremos às despesas de publicidade (Pub) como proxy para os custos políticos.

Como uma alternativa à gestão fiscal activa, as empresas podem melhorar o seu desempenho desviando recursos para actividades de crescimento de linha de topo. A principal razão pela qual as empresas se envolvem na gestão fiscal é para melhorar o desempenho. Como tal, de forma a medir o desempenho da Gestão adicionamos a variável Capital (Cap). A fim de controlar o desempenho geral e destrinçar os efeitos específicos de gestão fiscal incluímos o *Return on assets* (ROA) (Dyreng et al , 2008) e o *Ebit* (EBIT). As empresas com resultados negativos podem facilmente distorcer os resultados, de modo que inclui uma variável dummy (ROA_D) que é igual a um se os Resultados são positivos, e igual a zero caso contrário.

Tabela 4 – Variáveis de controlo em análise – características das empresas

Características da Empresa			
Variável	Descrição	Fonte de Informação	Comentários
Assets	Total do Activo	Sabi	proxy para tamanho da empresa
VN	Volume de Negócio	Sabi	medida de crescimento da empresa
VND	Vendas		
Pub	Despesa com publicidade / total do activo	Sabi	proxy para custos políticos
CAP	Custos de capital / total do activo	Sabi	medida de gestão
Ebit	Resultados antes impostos	Sabi	medida de performance
ROA	Resultados / total do activo		
ROA_D	Igual a 1 se tem resultados positivos, zero caso contrário		

Na Tabela 5 verificamos as médias das nossas variáveis de controlo relativas às características das empresas de um ano (2012) e seis anos. Não são notadas diferenças significativas entre o controlo de um e seis anos.

Tabela 5 - Características descritivas das Variáveis de Controlo associadas às características das empresas

	2012			6 anos		
	Média	Mediana	N	Média	Mediana	N
Assets	62.900,85	22.159,30	1.921	58.858,42	21.000,15	1.921
Ebit	2.143,61	306,94	1.921	2.351,15	351,14	1.921
ROA	0,0123	0,2700	1.921	0,9923	0,2483	1.921
ROA_D	0,5600	1,0000	1.921	0,5400	1,0000	1.921
PUB	0,0043	0,0003	1.921	0,0054	0,0007	1.921
CAP	1,6919	1,8200	1.921	4,8215	2,7717	1.921
VN	39.489,78	8.836,23	1.921	39.279,91	9.375,62	1.921
VND	29.780,55	1.498,40	1.921	29.533,15	2.315,14	1.921

CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO

Como referenciado por diversos autores (Minnick e Toga (2010), Bhagat e Bolton, 2008; Hermalin e Weisbach, 1998; Yermack, 1996) determinadas estruturas do conselho reduzem os problemas de agência, que podem melhorar o desempenho.

Especificamente, no nosso estudo recorremos ao tamanho do conselho (Board) e percentagem de independentes (indBoard_P). Conselheiros independentes incluem todos os membros do conselho não empregados, bem como quaisquer membros que não

são considerados consultores e advogados. Incluímos uma variável dummy (Indboard_D) que é igual a um, se existem directores independentes no conselho, e zero caso contrário.

Tabela 6 – Variáveis de controlo em análise – características do Governo das sociedades

Características do Corporate Governance			
Variável	Descrição	Fonte de Informação	Comentários
Board	Numero de membros do conselho de administração	Sabi	<i>proxy</i> para tamanho do conselho
IndBoard	nº de directores independentes	Sabi	<i>proxy</i> para dualidade de interesses
IndBoard_%	% de directores independentes	Sabi	
IndBoard_D	Igual a 1 se tem directores independentes, zero caso contrário	Sabi	

Relativamente às características do Governo das sociedades na nossa amostra, somos obrigados a reconhecer mais uma limitação a este estudo. Devido às características do tecido empresarial Português que na sua maioria se resume a pequenas e médias empresas não cotadas, a composição do governo não é de conhecimento publico nem de divulgação obrigatória. Sendo estas as empresas objecto da nossa análise, a nossa amostra é representada por reduzida percentagem de empresas com informação dos directores externos independentes. Além, dos dados reduzidos que foi possível recolher, os mesmo só estavam disponíveis para 2012. Com dados obtidos, descobrimos que o tamanho mediano do conselho é de 6 membros onde apenas 0.0017% são independentes, mas apenas para o ano de 2012.

Tabela 7 - Características descritivas das Variáveis de Controlo associadas às características do *Governo das sociedades*

	2012		
	Média	Mediana	N
Board	6,3499	6,0000	1.866
IndBoard	0,0166	0,0000	1.866
IndBoard_P	0,0017	0,0000	1.866
IndBoard_D	0,0070	0,0000	1.866

A Tabela 8 mostra as correlações entre as variáveis dependentes e independentes utilizados nas várias variáveis. Como esperado o Cash e o GAAP ETR estão significativamente correlacionados embora a correlação seja baixa (0.186).

Tabela 8 – Correlação entre as variáveis.

	GAAP	CASH	Board	IndBoard	IndBoard_P	IndBoard_D	ROA	ROA_D	EBIT	CAP	ASSETS	VN	VND	Pub
Variáveis Independentes														
GAAP	1													
CASH	-.186**	1												
Características do Corporate Governance														
Board	-.019	.026	1											
IndBoard	.000	-.002	.115**	1										
IndBoard_P	.000	-.001	.049*	.893**	1									
IndBoard_D	.000	.000	.172**	.801**	.723**	1								
Características das Empresas														
ROA	.000	-.014	.060**	.051*	.045*	.044	1							
ROA_D	-.017	-.015	.117**	.045	.036	.046*	.610**	1						
EBIT	-.001	-.008	.259**	.099**	.049*	.167**	.377**	.262**	1					
CAP	-.001	-.010	-.019	.005	-.001	.002	.238**	.210**	.105**	1				
ASSETS	.001	-.001	.409**	.066**	.028	.139**	.075**	.094**	.648**	.020	1			
VN	-.003	-.007	.282**	.083**	.063**	.133**	.135**	.115**	.379**	.032	.516**	1		
VND	-.004	-.005	.199**	.064**	.057*	.114**	.116**	.087**	.263**	.028	.324**	.935**	1	
Pub	-.002	.002	.164**	.021	.014	.074**	-.024	.017	-.001	-.030	.050*	.160**	.169**	1

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

As variáveis das características das empresas apresentam os sinais esperados para as correlações.

De acordo com estudos anteriores, é expectável que o aumento do tamanho da empresa, seja acompanhada por aumentos nas taxas efectivas de imposto, consistente com outras pesquisas (Zimmerman, 1983; Rego, 2003). O potencial de crescimento, medido no nosso estudo pelo Volume de Negócios, consistente com Dyreng et al. (2008), admitimos uma relação positiva com as taxas efectivas de imposto, assim, as empresas mais concentradas no crescimento da linha de topo, vêm as suas taxas aumentarem à medida que a empresa cresce. É igualmente espectável, que as despesas com publicidade se relacionem positivamente com às taxas de imposto, portanto, serão consistentes com a hipótese de custo político, que defende que as empresas que estão em maior risco de reacção pública (aqueles com maiores gastos com publicidade) são menos propensos a gerir agressivamente seus impostos. Por ultimo, entendemos que o ROA está positivamente associada às taxas efectivas de imposto dado que as taxas são progressivas de acordo com o rendimento.

Tabela 9 – Sinais esperados

	Variável	Descrição	Sinal Esperado
C a r E a m c p t r e e r s . a	Assets	Total do Activo	+
	VN	Volume de Negócio	+
	VND	Vendas	
	Pub	Despesa com publicidade / total do activo	+
	CAP	Custos de capital / total do activo	+
	Ebit	Resultados antes impostos	
	ROA	Resultados / total do activo	+
	ROA_D	Igual a 1 se tem resultados positivos, zero caso contrário	
C a B r o a a c r t d	Board	Numero de membros do conselho de administração	+
	IndBoard	nº de directores independentes	
	IndBoard_%	% de directores independentes	+
	IndBoard_D	Igual a 1 se tem directores independentes, zero caso contrário	

2. METODOLOGIA

As pesquisas relacionadas com o *Governo das sociedades* são muitas vezes complicadas devido aos problemas de endogeneidade. É muito difícil determinar factores exógenos para controlar os relacionamentos. Os autores argumentam que os estudos de *Governo das sociedades* são caracterizados pela dificuldade de controlar a endogeneidade dos dados, que além de dinâmicos não são exógenas devido às mudanças ao longo do tempo resultantes de acontecimentos mais ou menos esporádicos na empresa. Uma vez que o desempenho histórico de uma empresa pode servir de proxy para os atributos importantes de governação, tais como capacidade de gestão, é fundamental controlar o desempenho passado que é um dos principais determinantes do desempenho futuro. Wintoki et al. (2010) sugere que o método mais adequado para controlar esta endogeneidade é o estimador GMM que controla os factores históricos na forma de defasagens da variável de interesse. Apesar desta literatura, o nosso estudo encara aqui uma limitação pois aplicamos o modelo OLS (de efeitos fixos) apesar de serem tendenciosamente modelos que ignoram o desempenho e as escolhas de governação do passado.

As nossas hipóteses foram testadas recorrendo ao estimador OLS, e o modelo básico que usamos para tal é o seguinte:

$$ETR = \beta_1 + \beta_2 * BoardCharacteristic + \beta_3 * ControlVariables + \varepsilon$$

Recolhemos dados fiscais, a fim de obter uma amostra de taxas efectivas mais completas e precisas. Calculamos as taxas efectivas de imposto médias de longo prazo (seis anos) para remover quaisquer acontecimentos isolados em qualquer ano específico (Dyreg et al., 2008). Como referido na secção anterior, a nossa amostra inclui características do conselho nomeadamente: tamanho do conselho (Board), número de independentes no conselho (IndBoard), percentagem de independentes no conselho

(IndBoard_P) e uma variável *dummy* que é igual a um se o conselho tem membros independentes , ou zero caso contrário.

RESULTADOS

Para testar o efeito do governo sobre a gestão fiscal das empresas, e conscientes da limitação dos dados amostrais, analisamos as taxas efectivas de imposto apenas para 2012 recorrendo a modelo de Estimação OLS de Regressão Linear, com series temporais.

A Tabela 10 mostra os resultados da regressão para as taxas efectivas de imposto apuradas para ambas as variáveis independentes – Cash e Gaap.

Os resultados mostram que, com o aumento do tamanho da empresa (Assets) as taxas efectivas de imposto também aumentam, sendo assim é consistente com o expectável e com a pesquisa de Zimmerman em 1983 e de Rego em 2003. O volume de negócios utilizado com proxy para o potencial de crescimento está negativamente relacionado com as taxas efectivas de imposto, contrariamente ao esperado. Desta forma, induz que as empresas da nossa amostra estão mais concentradas em gerir os resultados da linha de fundo e como resultado as taxas de imposto diminuem à medida que as empresas crescem. As despesas com publicidade também estão positivamente relacionados às taxas efectivas de imposto e são consistentes com a hipótese do custo político, que defende que as empresas que estão em maior risco de reacção pública (aqueles com maiores gastos com publicidade) são menos propensos a gerir agressivamente seus impostos. Estes resultados também são consistentes com os verificados por Hanlon et al. (2010) e Hanlon e Slemrod (2010).

A medida de performance representada na nossa amostra pela variável ROA está negativamente associada com as taxas efectivas de imposto, o que não é consistente com as expectativas já que as taxas são progressivas de acordo com o rendimento.

Na Tabela 10, está reunida toda a informação com a qual pretendemos responder à nossa primeira hipótese de análise:

H1: Diferentes características do conselho influenciam a política fiscal da empresa?

Nas várias colunas é visível os resultados estimados com o modelo OLS que testa a influencia das características corporativas, nomeadamente, o tamanho do conselho e percentagem de elementos independentes (representada por uma variável Dummy) nas taxas efectivas de imposto, mas que pouco apoio fornece à nossa primeira hipótese.

Tabela 10 –GAAP e Cash ETRs de 2012

	GAPP		Cash	
	2012(a)	2012 (b)	2012(a)	2012 (b)
Características do Governo das sociedades				
Board	-0.225162	-0.225162	0.025880	0.025880
	0.5760	0.5656	0.1911	0.1369*
IndBoard_D	1743876	1743876	-0.087836	-0.087836
	0.9217	0.4324	0.9198	0.5208
Características das Empresas				
Assets	3.87E-06	3.87E-06	-1.07E-07	-1.07E-07
	0.7576	0.4778	0.8623	0.4782
Ebit	8.75E-06	8.75E-06	-1.14E-06	-1.14E-06
	0.9557	0.8534	0.8833	0.6347
ROA_D	-1.557.464	-1.557.464	-0.090192	-0.090192
	0.6172	0.6789	0.5561	0.5523
PUB	1533049	1533049	-0.322714	-0.322714
	0.8760	0.6066	0.9467	0.8396
CAP	0.000779	0.000779	-0.000220	-0.000220
	0.9650	0.8576	0.8012	0.2950
VN	-2.22E-06	-2.22E-06	-2.19E-07	-2.19E-07
	0.8740	0.6886	0.7506	0.6137

***. Significativo ao nível de 0.15%

** . Significativo ao nível de 0.1%

*. Significativo ao nível de 0.05%

Nas colunas assinaladas com a), a estimação é efectuada com base no modelo OLS sem qualquer correcção a nível da Heterocedasticidade. Nas restantes colunas (assinaladas com b)) tendo em conta que a nossa análise é composta por unidades

económicas de tamanhos discrepantes recorreremos ao teste de White. No entanto, os resultados permanecem quase inalterados à excepção da variável Board que se mostra estatisticamente significativa (a 15%) para o Cash ETR no ano de referencia 2012.

Tais resultados mostram-se consistentes com Wintoki et al. (2010) e Minnick e Noga (2010), que defendem que depois de controlada a endogeneidade da amostra as variáveis do governo das sociedades não têm nenhuma relação previsível com medidas de desempenho. No geral, os nossos resultados sugerem que não parece que o Governo das Sociedades tenha influencia significativa com ambas as métricas das taxas efectivas de imposto.

De acordo com os estudos de Minnick e Noga (2010), que concluíram que a composição do Corporate não sofre variações consideráveis ao longo do tempo efectuamos uns testes adicionais. Para tal, consideramos que as variáveis: tamanho do board (Board) e a *dummy* representativa dos elementos externos independentes no conselho (IndBoard_D) eram iguais para os 6 anos e obtivemos os resultados da tabela 14 colocada em anexo. No entanto, os resultados obtidos não sustentam a primeira hipótese.

A Tabela seguinte, representa os resultados obtidos como resposta para a nossa segunda hipótese de análise:

H2 :Perante conjunturas económicas desfavoráveis, a Gestão Fiscal assume importância crescente?

Nas várias colunas vemos o modelo OLS que testa a influencia das características corporativas, nomeadamente, o tamanho do conselho e percentagem de elementos independentes nas taxas efectivas de imposto. De modo a abordar períodos distintos dividimos o período da amostra de 6 anos em dois, correspondente ao período que antecede a crise de 2007 a 2009 e os restantes três anos posteriores ao pico da crise em Portugal. (2010 a 2012)

Tabela 11 –GAAP e Cash ETRs médias por períodos de 3 anos : 2007 a 2009 e 2010 a 2012

	GAAP				Cash			
	Pré		Pós		Pré		Pós	
	a)	b)	a)	b)	a)	b)	a)	b)
Características do Corporate Governance								
Board	-0.005946	-0.005946						
	0.6198	0.8082						
IndBoard_%	-0.148526	-0.148526	1.486.864	1.486.864			-0.349805	-0.349805
	0.6198	0.4628	0.9474	0.0173***			0.8919	0.1809
Características das Empresas								
Assets	6.21E-07	6.21E-07	1.12E-06	1.12E-06			-4.52E-07	-4.52E-07
	0.1402*	0.3840	0.8343	0.4187			0.4636	0.3832
Ebit	-6.67E-06	-6.67E-06	-5.69E-06	-5.69E-06			3.54E-06	3.54E-06
	0.2536	0.2263	0.9348	0.7732			0.6588	0.5144
ROA_D	0.197669	0.197669	1.370.729	1.370.729			-0.125963	-0.125963
	0.0373***	0.1217*	0.3230	0.4185			0.4466	0.4361
PUB	0.477708	0.477708	1.520.988	1.520.988			-2.743.159	-2.743.159
	0.7873	0.5162	0.6846	0.1482*			0.5258	0.0415***
CAP	0.000201	0.000201	-0.001464	-0.001464			-0.001259	-0.001259
	0.8440	0.5763	0.9196	0.7615			0.4973	0.0842**
VN	1.78E-07	1.78E-07	8.16E-07	8.16E-07			1.69E-07	1.69E-07
	0.6935	0.7589	0.8845	0.6645			0.7930	0.5812

***. Significativo ao nível de 0.15%

** . Significativo ao nível de 0.1%

*. Significativo ao nível de 0.05%

À semelhança da hipótese anterior, nas colunas assinaladas com a), verificamos os resultados com o modelo OLS sem qualquer ajuste a nível da heterocedasticidade. No entanto, nas colunas assinaladas com b) ajustamos o modelo OLS com recurso ao teste de White.

De relevar que para este teste, partimos do pressuposto que a composição conhecida do Corporate para o ano de 2012, seria equivalente para os restantes anos da amostra. Este pressuposto, é alimentado pelo estudo de Minnick e Noga (2010) assume que a composição do Corporate não sofre alterações relevantes ao longo do tempo.

Apesar do ajuste temporal, de modo a reflectir situações económicas de Portugal, os resultados não oferecem suporte à influência do governo das sociedades nas taxas efectivas de imposto. Apenas para o período posterior à crise (ano de 2009) a variável

percentagem de membros independentes do *Corporate* mostra-se estatisticamente significativa (a 5%) para o GAAP ETR.

Os resultados comprovam que depois de controlada a endogeneidade da amostra, as variáveis do conselho têm relação comprovada com as medidas de desempenho em períodos economicamente desfavoráveis, nomeadamente, nos períodos posteriores aos anos de crise.

ANÁLISES ADICIONAIS

Face aos resultados verificados nas hipóteses anteriores, e numa última tentativa de perceber o comportamento das taxas efectivas de imposto, formulamos uma terceira hipótese:

H3 : Poderão as características das empresas ser factores dominantes na Gestão Fiscal?

A Tabela seguinte, representa os resultados obtidos como resposta à hipótese 3. Numa óptica de períodos económicos distintos (antes crise e pós crise). Com recurso a análise multivariada e dados (anuais) em painel apenas a variável ROA (variável dummy) se mostrou consideravelmente significativa para a GAAP ETR para o período que antecede a crise, e para a Cash ETR para o período posterior à crise.

Perante os resultados apresentados comprovamos que algumas das características contabilísticas das empresas, não serão factor de influência nas taxas efectivas de imposto

Tabela 12 – Características das empresas enquanto variáveis explicativas das Taxas efectivas de imposto tendo em conta os períodos económicos em causa

	GAAP		Cash	
	Pré	Pós	Pré	Pós
Assets	6.34E-07 0.1319*	-1.61E-07 0.9325		1.32E-07 0.7279
Ebit	-7.62E-06 0.1827	1.14E-05 0.5838		-7.70E-07 0.8543
ROA_D	0.241826 0.0182***	-0.707315 0.1651		-0.281225 0.0092***
PUB	0.289516 0.8713	7023945 0.5835		-1412061 0.5850
CAP	-1.28E-05 0.9848	0.000577 0.8577		6.30E-05 0.9264
VN	1.37E-07 0.7732	4.38E-07 0.8332		-1.31E-08 0.9753

***. Significativo ao nível de 0.15%

** Significativo ao nível de 0.1%

*. Significativo ao nível de 0.05%

Ainda na base da hipótese anteriormente formulada, e ignorando os diferentes períodos económicos ao longo dos 6 anos, e com base no modelo seguinte obtivemos os resultados representados na tabela 13.

$$ETR = \beta_1 + \beta_2 * ETR_{t-1} + \beta_3 * ControlVariables + \varepsilon$$

Analizamos desta vez, as taxas efectivas de imposto com recurso numa análise multivariada utilizando as taxas efectivas de imposto dos 6 anos da amostra. De modo a controlar a endogeneidade dos dados, recorreremos ao desfasamento temporal de um ano como em Wintoki et al 2010.

Os resultados mostram que a Cash ETR é significativamente influenciada pelos resultados da empresa e pelo crescimento da empresa. Assim, é possível concluir que aliada à melhoria de performance e aos maiores resultados da empresa maiores serão os impostos pagos. Por outro lado, os resultados da empresa são estatisticamente

significativos para o GAAP ETR, mas como abordado anteriormente esta medida pode ser facilmente distorcida pelas almofadas fiscais, nomeadamente, o diferimento temporal de impostos.

Tabela 13 – Características das empresas enquanto variáveis explicativas das Taxas efectivas de imposto

	GAAP	Cash
Assets	7.12E-08	-5.44E-07
	0.9523	0.7521
Ebit	5.38E-06	-1.85E-06
	0.7041	0.7973
ROA_D	-0.479367	0.300598
	0.1250*	0.0994***
PUB	2783530	-1446781
	0.6690	0.2272
CAP	0.000327	-2.38E-05
	0.8740	0.9705
VN	1.75E-07	-1.01E-05
	0.8975	0.0127***

***. Significativo ao nível de 0.15%

** . Significativo ao nível de 0.1%

*. Significativo ao nível de 0.05%

CONCLUSÕES

Apesar de décadas de investigação fiscal, pouco se sabe sobre a capacidade das empresas para gerir impostos ao longo do tempo. O objectivo deste estudo é lançar evidência sobre esta questão e examinar o papel do governo das sociedades na gestão fiscal das empresas, fornecendo esclarecimentos adicionais sobre como as características do governo das sociedades afecta o desempenho no mercado Português, cujo tecido empresarial é caracterizado por PME's, .

Com recurso a duas medidas de taxas efectivas de imposto, no total de 1921 empresas para um período amostral de 6 anos (2007 a 2012), testamos três hipóteses. Nos testes à primeira hipótese, obtivemos evidência empírica (estatisticamente significativas a 15% para o ano de 2012) que o tamanho do conselho administrativo influencia a gestão fiscal implementada na organização.

Por sua vez, os testes à segunda hipótese formulada, concluímos que economias como a Portuguesa, o governo das sociedades influenciam as taxas efectivas de imposto (assim que a endogeneidade da amostra é controlada). Concretizando os resultados, para o período de 2010 a 2012 a percentagem de membros independentes no conselho são factores determinantes na gestão fiscal da empresa (estatisticamente significativas a 5% para o período pós crise).

Testamos na terceira hipóteses as características das empresas enquanto variáveis explicativas das taxas efectivas de imposto. Os resultados mostram que apenas a variável dummy ROA, é estatisticamente significativa. Na óptica de períodos económicos distintos (antes crise e pós crise) é consideravelmente significativa para a GAAP ETR para o período que antecede a crise, e para a Cash ETR para o período posterior à crise. Por outro lado, testando as taxas efectivas de imposto para os 6 anos da amostra, os resultados confirmam que a Cash ETR é significativamente influenciada pelos resultados e pelo crescimento da empresa. Assim, é possível concluir que aliada à melhoria de performance e resultados da empresa maiores serão os impostos pagos.

Desta forma, os resultados obtidos são consistentes com Minnick e Noga (2010) que afirmam que as variáveis do *Governance* não apresentam uma relação evidente como medida de desempenho.

Numa perspectiva de investigação futura, poderia ser efectuada uma análise semelhante ao mercado Português, mas tendo em consideração o factor “indústria”. Este é um efeito considerado por diversos autores em matéria fiscal. As limitações verificadas na amostra deste estudo, poderia ser ultrapassada se alternativamente fossem consideradas empresas cotadas. Apesar de serem em menor numero, as empresas Portuguesas cotadas, poderiam servir de base a uma investigação futura deste âmbito.

ANEXOS

Tabela 14 – Características das empresas enquanto variáveis explicativas das Taxas efectivas de imposto

	GAPP		Cash	
	6 anos (a)	6 anos (b)	6 anos (a)	6 anos (b)
Características do Corporate Governance				
Board	-0.266528	-0.266528	-0.005796	-0.005796
	0.2687	0.2311	0.7267	0.6681
IndBoard_D	0.825989	0.825989	-0.079955	-0.079955
	0.9368	0.3543	0.9113	0.4584
Características das Empresas				
Assets	2.96E-06	2.96E-06	-2.50E-07	-2.50E-07
	0.7506	0.4778	0.6966	0.4690
Ebit	-2.70E-05	-2.70E-05	2.84E-06	2.84E-06
	0.8319	0.5146	0.7453	0.4985
ROA_D	3.691.379	3.691.379	-0.084997	-0.084997
	0.0512**	0.1100*	0.5140	0.5071
PUB	0.007976	0.007976	-0.686326	-0.686326
	0.9999	0.9994	0.8356	0.7496
CAP	-0.021895	-0.021895	-0.001279	-0.001279
	0.3918	0.0880**	0.4674	0.2113
VN	-2.31E-07	-2.31E-07	1.54E-07	1.54E-07
	0.9799	0.9287	0.8072	0.5940

***. Significativo ao nível de 0.15%

** . Significativo ao nível de 0.1%

*. Significativo ao nível de 0.05%

REFERENCIAS À LITERATURA:

- [1] Arellano, M., Bond, S. 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* 58, 277-297.
- [2] Arellano, M., Bover, O. 1995. Another look at the instrumental variable estimation of error- components models. *Journal of Econometrics* 68: 29-51.
- [3] Arlen, J., Weiss, D. 1995. A political theory of corporate taxation. *Yale Law Journal*, 105, 325-390.
- [4] Armstrong, C., Jagolinzer, A., Larcker, D. 2009. Chief executive officer equity incentives and accounting irregularities. Working paper, Stanford University.
- [5] Barber, B. Lyon, J. 1997. Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics* 43, 341-372.
- [6] Bebchuk, L., Cohen, A. 2005. The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics* 78, 409-33.
- [7] Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A. 2009. What matters in Governo das sociedades? *Review of Financial Studies* 22, 783-827.
- [8] Bebchuk, L., Grinstein, Y., Peyer, U. 2006. Lucky CEOs, National Bureau of Economic Research, Inc, NBER working papers: 12771.
- [9] Bertrand, M., Mullainathan, S. 2001. Are CEOs rewarded for luck? The ones without principles are. *Quarterly Journal of Economics* 116, 901-932.
- [10] Bhagat, S., Black, B. 1999. The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer* 55, 921-963.
- [11] Bhagat, S., Bolton, B. 2008. Governo das sociedades and firm performance. *Journal of Corporate Finance* 14, 257-273.
- [12] Byrd, J., Hickman, K. 1992. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics* 32, 95-221.

- [13] Byrnes, N., Lavelle, L. 2003. The corporate tax game. Business Week Online March 31.
- [14] Chen, K., Zhao, Y. 2008. Staggered boards and earnings management. Accounting Review 83, 1347- 1381.
- [15] Coles, J., Daniel, N., Naveen, L. 2008. Boards: Does one size fit all? Journal of Financial Economics 87, 329-356. [
- [16] Core, J., Guay, W. 1999. The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. Journal of Accounting and Economics 28, 151-184.
- [17] Core, J., Holthausen, R., Larcker, D. 1999. Governo das sociedades, Chief Executive Officer compensation, and firm performance, Journal of Financial Economics 51, 371-406.
- [18] Cremers, K., Nair, V. 2005. Governance mechanisms and equity prices. Journal of Finance 60, 2859- 2894.
- [19] DeAngelo, H., Masulis, R. 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. Journal of Financial Economics 8, 3-29.
- [20] Dechow, P., Sloan, R. 1991. Executive incentives and the horizon problem. Journal of Accounting and Economics 14, 51-89.
- [21] Deli, D., Gillan, S. 2000. On the demand for independent and active audit committees. Journal of Corporate Finance 6, 427-445.
- [22] Desai, M., Dharmapala, D. 2006. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. Journal of Financial Economics 79, 145-179.
- [23] Dyreng, S., Hanlon, M., Maydew, E. 2008. Long-run corporate tax avoidance. The Accounting Review 83, 61-82.
- [24] Erickson, M., Hanlon, M., Maydew, E. 2006. Is there a link between executive equity holdings and accounting fraud. Journal of Accounting Research 44, 113-143.
- [25] Ertugrul, M., Hegde, S. 2008. Board compensation practices and agency costs of debt. Journal of Corporate Finance 2008, 14, 512-531.
- [26] Faleye, O. 2007. Classified boards, firm value, and managerial entrenchment. Journal of Financial Economics, 83, 501-529.

- [27] Friese, A., Link, S., Mayer, S. 2006. Taxation and Governo das sociedades. Berlin, Germany: Springer Berlin Heidelberg.
- [28] Garvey, G., Milbourn, T. 2006. Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad. *Journal of Financial Economics* 82, 197-225.
- [29] Gompers, P., Ishii, J. Metrick, A. 2003. Governo das sociedades and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, 107–155.
- [30] Graham, J., Tucker, A. 2006. Tax shelters and corporate debt policy. *Journal of Financial Economics* 81, 563-594.
- [31] Hanlon, M., Maydew, E., Shevlin, T. 2010. An unintended consequence of book-tax conformity: A loss of earnings informativeness. *Journal of Accounting and Economics*, forthcoming, 2010.
- [32] Hanlon, M., Slemrod, J. 2010. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax aggressiveness. *Journal of Public Economics* forthcoming.
- [33] Hermalin, B., Weisbach, M. 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88, 96-118.
- [34] Hermalin, B., Weisbach, M. 1991. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20, 101-112.
- [35] Jensen, M. 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.
- [36] Jensen, M. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48, 831-880.
- [37] Jensen, M., Murphy K. 1990 Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy* 98, 225-264.
- [38] Johnson, J., Daily, C., Ellstrand, A. 1996. Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management* 22, 409-438.
- [39] Johnston, D. 2003 Tax moves by Enron said to mystify the I.R.S. *New York Times* February 13 C1.

- [40] Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33, 375-400.
- [41] Kristina Minnick, Tracy Noga 2010. Do corporate governance characteristics influence tax management? *Journal of Corporate Finance*
- [42] Linn, S., Park, D. 2005. Outside director compensation policy and investment opportunity set. *Journal of Corporate Finance* 11, 680-715.
- [43] Masulis, R, Wang C, Xie F. Governo das sociedades and acquirer returns. *Journal of Finance* 2007, 62, 1851-1889.
- [44] Mills, L., Erickson, M., Maydew, E. 1998. Investments in tax planning. *Journal of the American Taxation Association* 20, 1-20.
- [45] Morck, R. 2003. Why some double taxation might make sense: The special case of intercorporate dividends. NBER Working Paper 9651.
- [46] Morgan, A., Poulsen, A. 2001. Linking pay to performance compensation proposals in the S&P 500. *Journal of Financial Economics* 62, 489-523.
- [47] Phillips, J. 2003. Corporate tax planning effectiveness: The role of compensation-based incentives. *The Accounting Review* 78, 847-874.
- [48] Rego, S. 2003. Tax avoidance activities of U.S. multinational corporations. *Contemporary Accounting Research* 20, 805-833.
- [49] Rego, S, Wilson, R. 2009. Executive compensation, tax reporting aggressiveness, and future firm performance. Working Paper. University of Iowa.
- [50] Roe, M. 1994. Strong managers, weak owners: The political roots of American governance. Princeton, NJ: Princeton University Press. [
- [51] Roodman, D. 2006. How to Do xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata, Center for Global Development, Washington.
- [52] Ryan, H., Wiggins III, R. 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics* 73: 497-524.
- [53] Scholes, M., Wolfson, M., Erickson, M., Maydew, E., Shevlin, T. 2009. *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*. Upper Saddle River, NJ: Pearson.

[54] Shackelford, D., Shevlin, T. 2001. Empirical tax research accounting. *Journal of Accounting and Economics* 34, 321-387.

[55] Tedds, L. 2006 Tax non-compliance and Governo das sociedades: A comparative study. Working Paper. University of Manitoba 2006.

[56] Wall Street Journal. Stanley worked over. August 5 2006, A10.

[57] Weisbach, M. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431- 460.

[58] Windmeijer, F. 2005. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics* 126, 25-51.

[59] Wintoki, M., Linck, J., Netter, J. 2010. Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance. Working Paper. University of Kansas. 28
ACCEPTED MANUSCRIPT ACCEPTED MANUSCRIPT

[60] Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-202.

[61] Yermack, D. 2004. Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *Journal of Finance* 59, 2281-2308.

[62] Yermack, D. 1997. Good Timing: CEO Stock Option Grants and Company News Announcements. *Journal of Finance* 52, 449-476.

[63] Zimmerman, J. 1983. Taxes and firm size. *Journal of Accounting and Economics* 1983 5, 119-149.