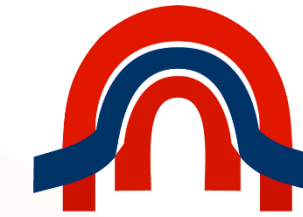


ISCAC

| 2019



**Instituto Politécnico de Coimbra**

Instituto Superior de Contabilidade  
e Administração de Coimbra

André Filipe Maneta Vieira

**O regime fiscal de *participation exemption* e o investimento: evidência  
empírica nas empresas portuguesas**

Coimbra, Outubro de 2019





**Instituto Politécnico de Coimbra**

Instituto Superior de Contabilidade  
e Administração de Coimbra

André Filipe Maneta Vieira

**O regime fiscal de *participation exemption* e o  
investimento: evidência empírica nas empresas  
portuguesas**

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra (ISCAC) – *Coimbra Business School* para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de **Mestre em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial** realizado sob a orientação da Professora Doutora Cidália Maria da Mota Lopes e co-orientação da Doutora Maria Elisabete Duarte Neves.

Coimbra, Outubro de 2019

## **TERMO DE RESPONSABILIDADE**

Declaro ser o autor desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de Ensino Superior para obtenção de um grau acadêmico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

## **AGRADECIMENTOS**

A elaboração da presente dissertação é o resultado de um trabalho de pesquisa que contou com a cooperação, ajuda e apoio de diversas pessoas cuja colaboração foi fundamental.

As minhas primeiras palavras de reconhecimento são às minhas orientadoras, Professora Doutora Cidália Maria da Mota Lopes e Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves, às quais expresso aqui um agradecimento especial pela sua paciência, compreensão e por todos os ensinamentos que me foram transmitindo. O trabalho incansável de revisão e motivação veio a ser imprescindível para a conclusão desta tese e, portanto, estarei sempre grato pela forma dedicada e didática com que me acompanharam.

Ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra (ISCAC) – Coimbra *Business School* e aos professores da parte letiva do mestrado, pelos ensinamentos transmitidos enquanto aluno.

Por fim, mas não menos importante, expresso um agradecimento especial à minha família em especial à minha esposa pela dedicação, compreensão e pelo tempo de ausência que teve de sacrificar em prol deste projeto.

## RESUMO

A presente dissertação versa sobre a análise do impacto do regime fiscal de *participation exemption* na captação de investimento no sistema fiscal português.

Diferentes estudos na literatura internacional apontam para uma influência da fiscalidade no investimento das empresas, o que tem levado a uma deslocalização de grandes grupos económicos para países com sistemas fiscais mais favoráveis.

Deste modo, a nossa investigação pretende analisar se o fator fiscal, em especial, o regime de *participation exemption*, recentemente introduzido em Portugal, com a Reforma do IRC de 2014, é fiscalmente competitivo na atração de investimento das empresas.

Para atingir os objetivos, recorreremos à metodologia de dados em painel e analisamos 46 empresas cotadas na *Euronex Lisbon*, durante o período de 2008 a 2017, e, também, em paralelo, para os subperíodos, de 2008 a 2013, e 2014 a 2017. Adicionalmente, estudamos as estruturas acionistas das empresas em estudo e identificamos as alienações de capital ocorridas no período após a introdução do regime fiscal de *participation exemption*.

Com base nos nossos resultados podemos, em síntese, concluir que o regime de *participation exemption* não teve o impacto desejado na captação de investimento das empresas analisadas, dado que não existiram variações significativas nas variáveis analisadas. Deste modo, não obstante a importância da introdução do regime fiscal de *participation exemption* em Portugal, colocando –o em competitividade na União Europeia, o mesmo não conduziu a mais investimento, nem a mais competitividade fiscal.

Palavras-chave: *participation exemption*, impostos, empresas, investimento, Portugal

## **ABSTRACT**

The aim of this dissertation is to analyze the impact of the tax regime *participation exemption* on investment attraction.

The international literature mentions an influence of taxation on investment that has led the relocation of large economic groups to countries with more favorable tax regimes.

So our research intends to analyze the Portuguese case and to determine if it is fiscally competitive with the other European countries.

To achieve the objectives, we used the panel data methodology and analyzed 46 companies listed on Euronex Lisbon during the period from 2008 to 2017 and for the sub periods from 2008 to 2013 and 2014 to 2017. Additionally, we studied the shareholder structures of the companies under study, and we identified the capital disposals that occurred in the post-regime period.

From our analysis we can, in summary, conclude that the tax regime *participation exemption* didn't have the desired impact and therefore didn't bring to Portugal more investment or more tax competitiveness.

**Keywords:** *participation exemption*, taxes, businesses, investment, Portugal

# ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO .....	1
Parte 1 – A fiscalidade, o investimento e o regime fiscal de <i>participation exemption</i> .....	4
1.1 A fiscalidade e o investimento: revisão de literatura e análise de estudos .....	4
1.2 O Regime fiscal de <i>participation exemption</i> .....	16
1.2.1 A justificação do regime e o investimento.....	16
1.2.2 O regime fiscal de <i>participation exemption</i> em Portugal .....	19
1.2.3 Análise comparativa do regime fiscal de <i>participation exemption</i> na União Europeia .....	23
Parte II – impacto do regime de <i>participation exemption</i> no investimento das empresas portuguesas .....	27
2. Metodologia de investigação .....	27
2.1 Objetivos .....	27
2.2 Perguntas de investigação .....	27
2.3 Técnica de recolha de informação.....	28
2.4 Método de estimação.....	28
2.5 Identificação de variáveis e formulação de hipóteses de investigação .....	29
2.5.1 Descrição de variáveis .....	29
3. Discussão e análise dos resultados.....	35
3.1 Período 2008-2017 .....	36
3.1.1 <i>Estatísticas Descritivas</i> .....	36
3.1.2 <i>Resultados do GMM System</i> .....	37
3.2 Subperíodo 2008-2013 .....	40
3.2.1 <i>Estatísticas descritivas</i> .....	40
3.2.2 <i>Resultados da subamostra 2008-2013</i> .....	41

3.3	Subperíodo 2014-2017 .....	42
3.3.1	<i>Estatísticas descritivas</i> .....	42
3.3.2	<i>Resultados da subamostra 2014-2017</i> .....	43
3.4	Análise às participações societárias .....	46
CONCLUSÕES .....		49
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....		52

## ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS

Tabela 1 - A fiscalidade e o investimento: revisão de estudos dos testes de correlação entre taxas tributação e investimento.....	5
Tabela 2 - Impacto das taxas de imposto das sociedades no investimento.....	7
Tabela 3 - O regime de <i>participation exemption</i> em Portugal – Reforma de 2016.....	20
Tabela 4 - Análise comparativa do regime de <i>participation exemption</i> em Portugal, Espanha, França, Luxemburgo, Holanda e Alemanha.....	23
Tabela 5 - Síntese das variáveis independentes .....	30
Tabela 6 - Síntese das variáveis independentes período 2008-2017 .....	36
Tabela 7 - Resultado da estimação do modelo 1 para o período de 2008 a 2017.....	37
Tabela 8 - Síntese das variáveis independentes subperíodo 2008-2013.....	40
Tabela 9 - Resultado da estimação do modelo 1 para o subperíodo de 2008 a 2013 .....	41
Tabela 10 - Síntese das variáveis independentes subperíodo 2014-2017.....	42
Tabela 11 - Resultado da estimação do modelo 1 para o subperíodo de 2014 a 2017 ...	43
Tabela 12 - Análise às variações da estrutura acionista.....	46
Tabela 13 - Resumo da análise às variações da estrutura acionista.....	47

## **Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas**

ADT	Acordo para evitar a dupla tributação internacional
BEPS	Base Erosion and Profit Shifting
CIRC	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
EEE	Espaço Económico Europeu
EM	Estados Membros
EUA	Estados Unidos da América
FMI	Fundo Monetário Internacional
GMM	Generalized Method of Moments
IDE	Investimento Direto Estrangeiro
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PIB	Produto Interno Bruto
ROA	Return on assets
RAI	Resultado antes de impostos
SABI	System Analysis of Iberian Sheet
SGPS	Sociedade Gestora de Participações Sociais
UE	União Europeia

## **INTRODUÇÃO**

A presente dissertação versa sobre a análise do regime fiscal de *participation exemption* e da sua relação com o investimento em Portugal. Em especial, pretende-se analisar o impacto da introdução de um regime desta natureza na atração de investimento. Este regime foi introduzido em Portugal pela reforma fiscal do IRC ocorrida em 2014 com a Lei n.º 2/2014, de 16 de Janeiro e, posteriormente, a Lei n.º 82-C/2014, de 31 de Dezembro, ambas, corrigidas em 2016 pela Lei n.º 7/2016 de 30 de Março.

A escolha do tema prendeu-se com motivos diversos.

Em primeiro lugar, a fiscalidade e os regimes especiais têm tido, ao longo dos anos, papéis cruciais na captação do investimento nos diferentes países. Na literatura internacional, são muitos os estudos que se focam na influência da fiscalidade no investimento dado que, por um lado, o investimento funciona como um fator decisivo ao estímulo do crescimento, da competitividade e do desenvolvimento económico e, por outro, o recurso às medidas fiscais para atrair investimento não implica mais custos, dado que o sistema fiscal já está em curso.

Em segundo lugar, a fiscalidade desde sempre tem sido usada como instrumento de captação de investimento numa relação bilateral entre o Estado e os contribuintes, em que, os contribuintes, neste caso as empresas, querem a maximização dos seus lucros e portanto, na tomada de decisões de investimento, um dos fatores mais importantes passa pelo conhecimento das regras fiscais especiais que cada Estado oferece, em especial os benefícios fiscais ao investimento ou a existência de medidas que não tributem rendimentos porque os mesmos são investidos.

Todavia, uma das principais fontes de receitas do Estado provém da tributação das empresas e portanto a tributação torna-se fundamental para qualquer Estado e, neste sentido, deixar de tributar pode levar a falta de receitas fiscais, impulsionando, assim, uma lacuna na sustentabilidade dos próprios Estados e, em última análise, pondo em causa as funções sociais e económicas dos mesmos. Esta é uma realidade que se acentuou com a crise mundial e posteriormente com a crise da dívida soberana que vieram expor as fragilidades que as economias nacionais enfrentam. Assim, discutir e

analisar a relação entre o investimento e a existência de medidas fiscais especiais, como é o regime fiscal de *participation exemption*, justifica-se.

Em terceiro lugar, num mundo cada vez mais globalizado, os Estados tentam atrair o investimento das empresas e, conseqüentemente, a competição entre si tem vindo a aumentar, numa guerra muitas vezes desleal criando benefícios fiscais que travam as deslocalizações em massa dos grandes grupos económicos. Somando a isto, existe uma perceção de que menores taxas fiscais atraem mais investimentos, e portanto, muitos países transformaram-se em paraísos fiscais com taxas de tributação nulas ou claramente mais favoráveis para onde os grupos económicos transferiram lucros e capitais provocando, assim, uma erosão da matéria tributável dos países que passaram a ver-se despojados de rendimentos que possam ser tributados.

Em quarto lugar, a atração de investimento por parte os Estados é um tema complexo que merece uma análise mais detalhada, como foi dito em supra, a concorrência que se tem vindo a sentir entre os Estados levou a criação de medidas não fiscais e fiscais. Naturalmente as medidas fiscais têm assumido um maior impacto e dentro destas medidas foram criados benefícios fiscais, reduções de taxa ou regimes especiais onde se insere o regime de *participation exemption*. Assim, analisar a relação entre a fiscalidade e o investimento através da medição do seu impacto, pela introdução do regime fiscal de *participation exemption*, é um tema pertinente e atual e que merece reflexão.

Até 2014, na Europa, apenas a Irlanda, o Reino Unido e Portugal não tinham implementado nos seus sistemas fiscais o regime de *participation exemption*. Portugal constituía, assim, um alvo isolado na Europa no que concerne à tributação de rendimentos das filiais situadas no estrangeiro. Adicionalmente, em Portugal, muitos foram os grupos económicos que mudaram a sua sede para o estrangeiro, por forma a evitar a dupla tributação económica dos lucros e dividendos. A discussão em torno de um regime fiscal que atraísse investimento tornou-se, assim, crucial e urgente no panorama português.

Segundo a Comissão para a Reforma Fiscal do IRC, apoiada pela literatura internacional, a finalidade da reforma fiscal era igualar Portugal aos restantes países Europeus implementando uma taxa ótima de tributação do investimento nacional no estrangeiro em 0% por forma a atrair grandes grupos internacionais e seguir a tendência

adotada pela maioria dos países homólogos numa estratégia de competitividade internacional através de um sistema *business friendly*, alcançando assim uma competitividade fiscal tão desejada.

Desde a introdução do regime de *participation exemption* em Portugal, ficou a incerteza do cumprimento dos objetivos da reforma fiscal, nomeadamente a maior competitividade fiscal e consequentemente a atração de mais investimento nas empresas Portuguesas. Assim, o objetivo deste estudo é analisar o impacto da reforma fiscal no investimento, mais especificamente pela introdução do regime fiscal de *participation exemption*.

Procuramos, então, responder às seguintes questões:

- 1- Como se caracteriza o regime fiscal de *participation exemption* em Portugal? É competitivo? Como se compara com os restantes países europeus?
- 2- Existe alguma relação entre a fiscalidade e o investimento em Portugal?
- 3- Qual o impacto da introdução de um regime fiscal de *participation exemption* no investimento das empresas portuguesas?

Para responder às questões acima, iniciamos a nossa análise, na parte 1, como não podia deixar de ser pela revisão e análise de diferentes estudos e metodologias usadas na literatura internacional e nacional. São apresentados e discutidos os diferentes estudos internacionais que mostram existir ou não relação entre a fiscalidade e o investimento, bem como são discutidas as diferentes características do regime fiscal de *participation exemption* em Portugal e nos diferentes países da União Europeia.

A segunda parte desta dissertação apresenta os objetivos, as perguntas de investigação, a metodologia de investigação, e a descrição das variáveis. Posteriormente são apresentados e discutidos os resultados.

Por último, retiram-se as principais conclusões do estudo efetuado.

## **Parte 1 – A fiscalidade, o investimento e o regime fiscal de *participation exemption***

### **1.1 A fiscalidade e o investimento: revisão de literatura e análise de estudos**

Existe, na revisão da literatura, uma noção claramente definida da relação que existe entre a fiscalidade/tributação e o investimento. Djankov et al. (2010) refere que esta é uma das questões centrais tanto nas finanças públicas como no desenvolvimento, não sendo apenas importante para avaliação das políticas tributárias, mas também no crescimento económico de um determinado Estado. Por isso, muitos autores, ao longo dos sucessivos anos têm vindo a tentar compreender esta matéria, através de estudos efetuados à correlação entre tributação e investimento que, inicialmente, tiveram por base o peso dos impostos como um todo e, mais recentemente, o interesse tem vindo a incidir sobre as estruturas tributárias, nomeadamente a tributação das sociedades.

Segundo Zodrow (1991) existem duas grandes linhas de pensamento, a “visão tradicional” e “nova visão”, as quais analisam o impacto da tributação de dividendos nas empresas, nomeadamente no investimento e conseqüentemente no desempenho económico das mesmas.

A “visão tradicional” tem como pressuposto que existe uma correlação fortemente positiva entre fiscalidade e investimento. Assim sendo, o aumento de imposto origina por si o aumento da taxa efetiva de imposto sobre a receita, o que, origina dois problemas, o desincentivo dos investidores e a redução do capital disponível para investimento. Deste modo, taxas sobre dividendos mais altos estão correlacionadas com distribuições de dividendos mais baixas. Esta visão, aparece descrita também por Alstadsaeter & Jacob (2014), que sublinha que, na “visão tradicional”, a tributação de dividendos está associada ao custo de capital e por conseguinte, o investimento empresarial depende do nível tributativo dos dividendos.

Ao contrário, a “nova visão” pressupõe que a tributação de dividendos não influencia o nível de investimento, considerando assim este tipo de tributação como um imposto fixo. Os defensores desta teoria referem que o investimento efetuado pelas empresas é financiado através dos resultados transitados, mais propriamente através dos lucros

retidos e não distribuídos o que evita assim uma dupla tributação, uma vez que este tipo de rendimentos deixa de ser tributado simultaneamente na esfera da empresa e na esfera pessoal do acionista. Noutra perspetiva, a eliminação da dupla tributação, apesar de potenciar os lucros dos acionistas, reflete-se numa perda de receita para o Estado que para Djankov et al. (2010), não afeta o investimento, uma vez que o capital doméstico vai sendo substituído por capital estrangeiro, impulsionando assim o investimento e tornando irrelevante a tributação de dividendos, ou seja, não influencia o custo marginal do capital.

Para Zodrow (1991), a “nova visão” carece de alguns problemas estruturais, primeiramente nos modelos teóricos apresentados que, segundo este autor, são simples e, posteriormente, nas suposições intrínsecas à teoria. Senão vejamos.

Esta teoria considera que as empresas financiam o investimento através dos resultados retidos e não distribuídos, o que logo à partida conjectura que as empresas têm lucros e têm um histórico. Mais ainda, o modelo deixa de ser fiável quando estamos a falar de empresas novas pressupondo, assim, que a influência da tributação de dividendos diverge conforme a maturidade e evolução de rendimentos da empresa.

A relação entre fiscalidade e o investimento tem vindo a ser alvo de estudos diversos e está longe de gerar um consenso no panorama internacional. O quadro seguinte apresenta uma síntese dos principais estudos e resultados obtidos.

***Tabela 1 - A fiscalidade e o investimento: revisão de estudos dos testes de correlação entre taxas tributação e investimento***

<b>Autor</b>	<b>Ano</b>	<b>Pais</b>	<b>Variável Investimento</b>	<b>Correlação entre Taxas de tributação e Investimento</b>
<b>Djankov, S., Ganser, T., McLiesh, C., Ramalho, R. e Shleifer, A.</b>	2010	Europa, Asia Africa e América	Formação bruta de capital e variação de IDE	Correlação positiva
<b>Drebler, Daniel</b>	2012	Europa	Variação dos Ativos Fixos	Correlação negativa
<b>Alstadsaeter, Annette &amp; Jacob, Martin</b>	2014	Suécia	Variação dos Ativos Fixos	Correlação positiva
<b>Dackehag, M. e Hansson, A.</b>	2015	Europa	Diferença do PIB per	Correlação positiva

			Capita	
<b>Yagan, Danny</b>	2015	EUA	Preço de compra de ativos declarados no formulário 4562 dos EUA	Correlação negativa
<b>Federici, D. e Parisi, V.</b>	2015	Itália	Investimento Bruto (compra de bens do ano)	Correlação positiva
<b>Digumber, S., Soondram, H. e Jugurnath, B.</b>	2017	Ilhas Maurícias	Variação de IDE	Correlação Positiva

O primeiro estudo da tabela em supra foi apresentado por Djankov et al. (2010), que após uma análise empírica concluíram que existe uma influencia positiva da fiscalidade no investimento apoiando assim a “visão tradicional”, porém a correlação que existe entre estas duas variáveis parece não ser uniforme, dado que a taxa de imposto (IRC) parece não influenciar o investimento das empresas mas atinge fortemente a captação de investimento direto estrangeiro, o que nos leva para uma subdivisão das várias formas investimentos. Mais ainda, a forma de financiamento das empresas poderá estar associada a aumento de crédito recorrendo a capital alheio, ou seja, endividamento, ao invés de um aumento de capital externo que introduza na economia investimento direto estrangeiro.

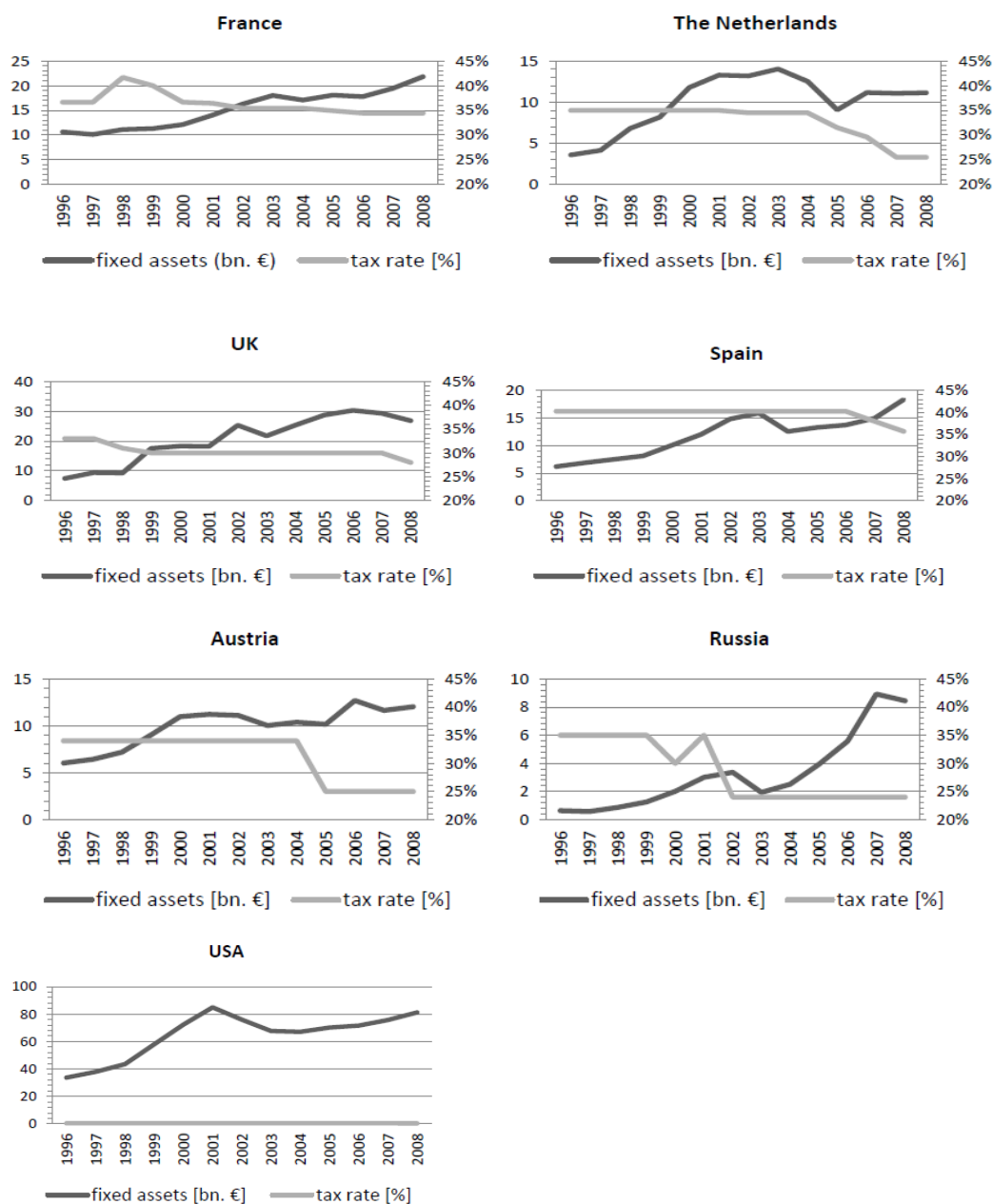
Ainda segundo o estudo de Djankov et al. (2010), esta análise afere que os impostos estão associados a um menor investimento em manufatura, todavia, o mesmo não se aplica nos serviços, e estão ainda associados a economias paralelas maiores e com maiores dependência de dívidas ao contrário de financiamento de capital levando a considerar que as taxas de tributação assumem um papel fulcral na engrenagem da economia nomeadamente no investimento.

Por outra via, Drebler (2012), ao verificar a ampla literatura sobre a influência da tributação no rendimento sem um consenso comum, tentou, através de um modelo empírico, testar o efeito da tributação no investimento.

O que tornou este estudo diferenciador é que o mesmo analisa o efeito da tributação com outras variantes empresariais, assinaladamente, a necessidade do mercado, o histórico de lucros e se a empresa é *holding*. Numa primeira análise testou a evolução da taxa de impostos com a evolução dos ativos fixos de diversos países Europeus e

observou que nem sempre uma oscilação positiva nas taxas de impostos refletem uma oscilação positiva no investimento. Consequentemente, nem sempre uma oscilação negativa nas taxas de imposto reflete uma oscilação negativa no investimento, conforme o evidenciam as figuras seguintes.

**Tabela 2 - Impacto das taxas de imposto das sociedades no investimento**



Fonte: Dreber, Daniel (2012) – *The Impact of Corporate Taxes on Investment: An Explanatory Empirical Analysis for Interested Practitioners*

Drebler (2012) sublinha ainda que o aumento do investimento a quando da diminuição da taxa de imposto não pode ser analisada de uma forma macro, ou seja, existem micro fatores que influencia a decisão de investimento. Assim, a correlação entre estas duas variáveis poderá ser uma coincidência estatística, por exemplo, uma empresa poderá simplesmente querer aumentar a sua participação externa no exterior, o próprio aumento do PIB poderá despontar o aumento do investimento, o lucro obtido no ano anterior na empresa poderá ser um fator que permita um maior investimento ou a empresa poderá detetar uma necessidade de mercado. Vejamos o exemplo que o autor apresenta, “*Se um fabricante de automóveis identificar determinado país como um mercado emergente, a empresa de médio porte que a fornece não tem outra opção a não ser investir nesse mercado. Ele tem que investir independentemente da política de impostos do país*”, e, neste sentido, o efeito do imposto no investimento não pode ser determinado com uma certeza absoluta.

Nas suas conclusões, Drebler (2012) estima que o efeito do imposto nas empresas sobre o volume de investimento é negativo, ou seja, um aumento de 10 pontos percentuais (reduzido) da taxa de imposto de sociedades causa uma redução de 5,32% (aumento) no investimento, medida pelos ativos fixos, o que vai contra a visão tradicionalista e sustenta as novas visões. Concluiu também, que empresas com prejuízos não estão tão preocupadas com os níveis de impostos nas decisões de investimento. E, por fim, observa que as empresas *holding* são criadas por corporações multinacionais em destinos fiscais favoráveis para que os investimentos possam ser estruturados de forma ótima em relação aos impostos. Assim, países com taxas de impostos sobre as empresas baixos possuem um número alto de *holdings*.

Na mesma linha de pensamento, na Suécia, Alstadsaeter & Jacob (2014) desenvolveram um estudo empírico para testar qual das duas grandes visões se aplica na Suécia, após a reforma fiscal de 2006, na qual foi introduzido o regime fiscal de *participation exemption*. Tendo em consideração que os modelos tradicionais pressupõem que os níveis de investimento dependem dos níveis de tributação de rendimentos e que os novos modelos dizem que os níveis de investimento são financiados por lucros retidos e não por novas participações. Neste estudo tentou-se verificar, ainda, se este regime

conduziu a mais investimento, bem como se existem diferenças significativas entre a fiscalidade e investimento para as empresas cotadas e as empresas não cotadas.

Através do modelo empírico, Alstadsaeter & Jacob (2014) concluíram que o regime de *participation exemption* influenciou o nível de investimento, medido através das variações de ativos fixos, nomeadamente nas empresas não cotadas na Suécia. Na verdade, após 2006, empresas não cotadas passam a dispor de fundos internos (capital) para investimento contrariamente ao que acontecia antes da reforma. Estes fundos surgem essencialmente através dos níveis de taxas de tributação que geraram maior património e por sua vez mais dinheiro em caixa com a subida de distribuição de dividendos. Segundo esta autora, altas taxas de tributação de dividendos parecem bloquear os fundos em grandes empresas o que faz concluir que impostos sobre dividendos são encargos significativos para as empresas.

O estudo seguinte é de Dackehag e Hansson (2015) e foi elaborado para 18 países Europeus, entre 1990 e 2008, e tinha como objetivo a análise do efeito da tributação societária e pessoal no crescimento económico dos países e, em particular, o efeito da tributação de dividendos no crescimento económico. Através de um modelo de regressão Dackehag & Hansson (2015), mediram o crescimento económico como a diferença de PIB per capita e testaram a influencia das taxas tributivas no crescimento económico, concretamente as taxas pessoais e societárias e concluíram que a tributação de rendimentos, entre as taxas estudadas, é a única que parece influenciar a longo prazo a variável dependente (crescimento económico), além do mais, a taxa de imposto sobre dividendos está neste estudo significativamente correlacionada com o crescimento do PIB per capita sugerindo-nos assim que países com taxas de impostos corporativos mais competitivas conseguem atrair mais negócios e conseqüentemente aumentar a base tributária. No entanto, o autor alerta que a influência das taxas tributivas poderá ser divergente consoante estejamos a falar de países desenvolvidos e países em desenvolvimento.

Por fim, Dackehag & Hansson (2015) referem que os modelos estatísticos enfrentam um problema de endogeneidade, neste caso específico, reflete-se nas taxas de imposto que podem influenciar o crescimento económico, mas também poderão ser afetadas por ele, ou seja, taxas de impostos elevadas poderão refletir-se num crescimento económico

mais baixo mas em períodos de crescimento económico, para satisfazer a despesa pública, poderá ser necessário aumentar as taxas de tributação. Posto isto, o autor eliminou o efeito da endogeneidade através da análise “*pooled mean group*” e concluiu que a tributação de dividendos continua a ser estatisticamente relevante no crescimento económico influenciando-o, o que torna este resultado concordante com a visão tradicional inferindo assim que a taxa de imposto sobre os dividendos pode ser ajustada para impulsionar o crescimento económico.

A preponderância entre a fiscalidade e o investimento em empresas não cotadas parece ser um tema também não consensual. Nos EUA, Yagan (2015) contraria os resultados alcançados no estudo anterior na Suécia conduzido por Alstadsaeter & Jacob (2014).

Em 2003, foi efetuada uma das maiores reformas fiscais nos EUA, no que diz respeito à taxa de imposto sobre dividendos, a lei “*Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003*”, que veio trazer uma redução abrupta da taxa de imposto que se situava nos 39,6% e passou a ser fixada em 15%. O corte efetuado para menos de metade da taxa tinha o objetivo do governo em reduzir o custo do capital e assim fomentar o crescimento a curto prazo. Foi realizado um estudo para preponderar o cumprimento de objetivos desta lei e assim avaliar o crescimento do investimento.

Yagan (2015) mediu o nível de investimento como o preço de compra de ativos declarados nos EUA através do formulário 4562 que permite às empresas reivindicar as deduções de depreciação.

Este autor considera que testar o impacto de uma medida fiscal pode ser complexo uma vez que existe uma linha muito ténue que separa os efeitos fiscais dos efeitos do ciclo económico, no entanto, este estudo conclui que o corte substancial que existiu na taxa de imposto sobre dividendos provocou um aumento de pagamentos efetuados pelas empresas (dividendos), mas não se refletiu num aumento de investimento, nem num aumento das remunerações dos empregados. Esta conclusão demonstra que a elasticidade do investimento não acompanha a elasticidade da variação do imposto.

Ao analisar os dados alcançados por Yagan (2015), o modelo subjacente à “visão tradicional”, não explica os resultados alcançados e, portanto, a alternativa é baseada nos modelos da “nova visão” que prevê que a redução da taxa de imposto de forma permanente irá afetar o valor da empresa, mas não afeta o custo de capital. Esta situação

poderá ter implicações políticas, uma vez que a redução da taxa de imposto não refletiu a redução do custo de capital, esta deixa de ser uma medida útil no que respeita ao aumento de investimento. Todavia, o autor alerta que os modelos tradicionais justificam outras realidades nomeadamente as empresas start-ups que podem ser mais suscetíveis de dependência de financiamento externo.

Em síntese, Yagan (2015) conclui que para empresas não cotadas nos EUA não existiu qualquer variação no investimento após a aplicação da reforma fiscal que foi introduzida naquele país em 2003, apoiando assim a “nova visão” no que à tributação de dividendos diz respeito.

A diferença encontrada entre empresas cotadas e não cotadas por Yagan (2015) parece ter suscitado dúvidas também noutros estudos. Federici & Parisi (2015) na sua investigação do efeito das taxas de tributação no investimento tentou perceber se o efeito das taxas tributárias difere consoante a dimensão da empresa, uma vez que, devido a heterogeneidade de empresas o efeito de uma norma comum para todos terá, certamente, efeitos heterogêneos consoante as especificidades de cada entidade. Este fator tem conduzido a uma maior perceção por parte dos investigadores de que dados macro têm sido insuficientes e por sua vez inadequados, portanto o foco tem recaído sobre “micro dados” que terão uma maior capacidade explicativa do efeito das taxas tributárias e poderão, assim, ter um efeito mais eficaz nas medidas políticas a adotar.

Em todo o caso, as conclusões de Federici & Parisi (2015) vão ao encontro das visões tradicionalistas e apoiam as reformas fiscais que temos vindo assistir. A variável de investimento usada foi o investimento bruto medido pela compra de bens no ano.

Os resultados sugerem que, para as empresas Italianas, um aumento das tributações causa uma queda na taxa de investimento diminuindo o fluxo de caixa das empresas o que provoca um efeito negativo na alavancagem do investimento. Mais ainda, o estudo também conclui que a influência dos impostos no investimento não é um efeito uniforme para todas as empresas variando com a dimensão e a idade das mesmas. Para finalizar, o estudo conclui ainda que o nível de endividamento e o seu vencimento afetam a política de investimentos da empresa em consonância com a teoria da agência.

Digumber et al. (2017) tentou aferir se a tributação de rendimentos era um dos fatores principais de atração de investimento estrangeiro nas Ilhas Maurícias. Como pequena

economia, este país, é muitas vezes considerado paraíso fiscal e como tal está agregada a este tipo de economias a ideia estereotipada de medidas fiscais agressivas associadas a abusos fiscais. Digumber et al. (2017) refere que existem determinadas variáveis, não contempladas nos estudos anteriormente enumerados, que podem condicionar o investimento, mais especificamente, o autor refere que um dos impedimentos ao investimento é a corrupção e países com mão-de-obra qualificada ou/e altamente produtiva têm capacidade de atrair empresas multinacionais. Mais ainda, é sublinhado que países em desenvolvimento estão dispostos a oferecer mais incentivos fiscais como forma de impulsionar o crescimento económico.

Neste estudo o investimento foi medido através da variação de investimento direto estrangeiro (IDE) e concluiu que a taxa de tributação é um dos fatores de atração de investimento deste país. Revela ainda que o nível de corrupção desempenha um papel importante na atração de investimento, sublinhando assim a importância das medidas propostas no relatório BEPS.

O relatório BEPS é um documento apresentado pela OCDE após a reunião de ministros das finanças dos EM do G20 realizada em Julho de 2013 onde foi delineado um plano de 15 ações por forma a desenvolver ou já desenvolvidas no combate à evasão fiscal, mais propriamente no combate à erosão da base tributária e ao desvio de lucros para países cuja jurisdição seja claramente mais favorável no ponto de vista da tributação. Nos seus objetivos primordiais, o BEPS prevê a eliminação da dupla tributação ou em caso extremos a tributação nula dos lucros auferidos pelas empresas e, portanto, o regime de *participation exemption* vem na sequência das normas anti abuso que este organismo pretende implementar como mecanismo de defesa da corrosão fiscal, mais ainda, a OCDE, sem melindrar a soberania fiscal dos diversos governos, tem trabalhado na harmonização fiscal dos vários países com intuito primordial de aumentar a eficácia das normas anti abuso na defesa dos direitos de cada Estado membro enquanto Estados soberanos. A OCDE, com a publicação deste relatório, veio expor as fragilidades que os diversos países enfrentam e, conseqüentemente, veio preocupar algumas das economias, nomeadamente aqueles que têm regimes fiscais claramente mais favoráveis e as quais recebem transferências de lucros. O estudo de Digumber (2017) demonstrou claramente que 84 % das Ilhas

Maurícias acredita que o relatório BEPS irá influenciar o fluxo de IDE e prejudicar a longo prazo a economia destas ilhas as quais são usadas, devido ao seu sistema tributário mais favorável, como destino das transferências de lucros.

Por fim, o estudo de Digumber (2017) teve como intuito aferir se a taxa de tributação é o principal fator de influência no fluxo de investimento que, foi medido através da formação bruta de capital e variação de IDE, chegando à conclusão que existem diversos fatores que podem estimular a atração de investimento, nomeadamente, o PIB *per capita*, a linguagem e afinidades culturais, sendo as taxas de tributação um dos fatores mencionados não considerando que este seja o principal. É ainda de salientar, que o estudo concluiu também que o relatório BEPS da OCDE terá um impacto negativo na economia deste país uma vez que estamos a falar de uma economia considerada paraíso fiscal.

Como foi possível observar da revisão de literatura, a relação entre taxa de imposto e o investimento não é pacífica nem consensual entre os diferentes autores. De uma forma geral, o nível de tributação de um determinado país influencia os níveis de investimento e a economia do mesmo, o que vai ao encontro da visão tradicional. No entanto, existem alguns estudos, Yagan (2015) e Drebler (2012) que nos remetem para uma “nova visão” em que a fiscalidade não afeta de uma forma uniforme o investimento de um país, havendo outros micro indicadores que reagem de uma forma heterogénea ao efeito dos impostos.

As medidas fiscais que os Estados têm vindo a implementar seguem a tendência da literatura internacional e estabelecem uma correlação fortemente positiva entre os níveis de impostos e a atratividade de investimento externo sobretudo com a evolução das economias mundiais, que são cada vez mais digitais. Além do mais, a cada vez maior globalização das empresas gerou a necessidade de uma visão fiscal cada vez mais planeada e devidamente estruturada tanto para as empresas que querem a maximização dos seus lucros como para o Estado que quer a maximização das receitas fiscais.

Na Europa, os diferentes Estados membros têm aplicado medidas fiscais agressivas, numa concorrência muitas vezes desleal, tentando assim travar as deslocalizações dos

grandes grupos económicos para os países orientais. A forte concorrência, entre os países, conduziu, por si só, a que muitos decisores criassem benefícios fiscais de forma a incentivar e a captar o investimento das empresas. A atual concorrência fiscal entre os diferentes países procura, assim, a atracão de investimento com a fixação dos grandes grupos económicos e conseqüentemente atrair a si receitas fiscais.

Com a perceção de que menores taxas atraem mais investimentos, muitos países transformaram-se em paraísos fiscais com taxas de tributação nulas ou claramente mais favoráveis para onde os grupos económicos transferiram lucros e capitais provocando assim uma erosão da matéria tributável dos países que passaram a ver-se despojados de rendimentos que possam ser tributados.

Devereux (2016) refere que a crescente globalização fez com que a mobilidade de capitais aumentasse de tal forma que as políticas governamentais passaram a focar-se no bem-estar económico e na construção de medidas de restrição aos fluxos de capitais, o que, em bom rigor, passou a ser um foco de pressão nos governos para arranjam mecanismos fiscais que mantenham e atraiam o capital aos seus territórios sobretudo das grandes multinacionais. Estas empresas têm consideráveis provas de serem mais produtivas, mais intensivas em capital, com mão-de-obra mais qualificada e mais lucrativas e, por conseguinte é de todo o interesse os Estados económicos terem na sua esfera de tributação empresas multinacionais.

No mesmo sentido, Amaro (2016) refere que a não tributação de dividendos levou a grandes grupos económicos adotassem medidas de deslocalização das suas sedes, arrastando consigo a criação de riqueza e de emprego, o que, em muito prejudica a economia do país.

Acresce saber, que é inegável, que uma das principais receitas fiscais do Estado provém da tributação de empresas e portanto deixar de tributar pode levar a uma questão ambígua de falta de geração de receita fiscal, impulsionando assim, uma lacuna na sustentabilidade dos Estados soberanos e mais incisivamente poderá por em causa as funções sociais e económicas dos mesmos.

Madureira (2015) considera que as receitas fiscais são as principais fontes geradoras de receita e como conseguinte “é importante que os Estados se concentrem na atração de investimento empresarial, passando, ainda, a ser mais importante após a queda da economia nacional em 2008”.

De facto, a crise mundial e posteriormente a crise da dívida soberana vieram expor as fragilidades que as economias nacionais enfrentam e como tal para Madureira (2015) é fulcral os Estados atraíam a si investimento e para isso necessitam de um regime fiscal mais atrativo e competitivo.

Em contrassenso com o que foi dito, a tributação de rendimentos por parte dos Estados e as taxas aplicadas gera por si só um desincentivo ao investimento por parte dos diversos investidores e portanto, torna-se imperativo que um dos fatores que os investidores têm em conta aquando da tomada de decisões de investimento passa por conhecer as regras fiscais de cada espaço económico.

Outra das preocupações dos Estados atuais prende-se, como referem Clemens et al. (2014) ao facto de que os impostos sobre ganhos de capital ao aumentarem a receita fiscal estatal, fazem-no suportando custos económicos significativos uma vez que reduzem os retornos do investimento distorcendo as tomadas de decisões dos diversos *stakeholders* podendo assim provocar um impacto negativo na realocação de capital / empreendedorismo, mais concretamente para o efeito *lock-in*.

Os rendimentos para um Estado económico através da tributação de ganhos de capital só ocorre com a realização, ou seja, ocorre quando o investidor vende o seu investimento e portanto se os proprietários de capital retiverem o investimento na expectativa de oportunidades mais lucrativas, não gera realocação de capital e consequentemente não gera rendimento ao Estado resultando em custos significativos para o mesmo, além disso o efeito *lock-in* impede o desenvolvimento de novas empresas.

Segundo Santos (2017), as empresas hoje competem a nível nacional e internacional e portanto muitas delas tem vindo a optar pela deslocalização das suas sedes para regimes fiscais mais favoráveis, dado que não existem princípios generalistas e reguladores,

têm-se acentuado os problemas de concorrência fiscal o que em muito, prejudica o funcionamento do mercado e a livre circulação de capitais. Assim, existindo a opção das empresas em pagarem menos impostos estas preferem optar pelos países que lhes ofereçam mais vantagens fiscais e que, obviamente, maximizarão os seus lucros potenciando assim a maximização do retorno do investimento feito pelos seus acionistas. Como sabemos, as empresas têm como principal objetivo a obtenção de lucros e portanto o condicionamento fiscal que cada país oferece é um fator decisivo para a filiação destas entidades.

Neste contexto mundial, em que os países se debatem por fixar os investimentos nas suas economias, os países têm vindo a criar medidas de incentivo fiscal para a fixação e atração das grandes empresas e como tal um dos mecanismos que tem vindo a ser adotado é o regime de *participation exemption* enquanto medida de eliminação da dupla tributação económica internacional e enquanto medida de concorrência fiscal internacional. Assim, e dado que o objetivo do nosso trabalho é aferir para Portugal da relação entre fiscalidade e investimento, através da análise da medida fiscal *participation exemption*, a secção seguinte incidirá sobre o estudo deste regime fiscal introduzido em Portugal na reforma fiscal do IRC de 2014.

## **1.2 O Regime fiscal de *participation exemption***

### **1.2.1 A justificação do regime e o investimento**

Os Estados soberanos, conforme explano na secção anterior, têm vindo a desenvolver medidas fiscais e não fiscais de forma a atrair a si as grandes multinacionais e conseqüentemente o investimento, num intuito final de impulsionar a sua economia.

Dentro das medidas fiscais preparadas pelos governos, foram criados benefícios fiscais, reduções de taxa ou regimes especiais onde, neste ultimo caso, se insere o regime de *participation exemption*.

Até 2014, na Europa, apenas Irlanda, Reino Unido e Portugal não tinham implementado nos seus sistemas fiscais o regime de *participation exemption*. Dadas as estreitas relações da Irlanda e do Reino Unido com os Estados Unidos da América, Portugal era

claramente um alvo isolado na Europa no que concerne à tributação de rendimentos das filiais situadas no estrangeiro, tornando-se este regime fiscal uma medida urgente para o país como estímulo de captação de investimento.

Em Portugal, o regime só foi introduzido em 2014 através da reforma fiscal do IRC. Xavier (2013) sublinhou que, por regra, as empresas portuguesas que investiam no exterior eram tributadas duas vezes, quando, em igualdade de circunstâncias, as empresas de outros países, nomeadamente na União Europeia, eram tributadas uma única vez. Assim, estávamos perante um fator desencorajador ao investimento e promotor da saída dos grupos económicos do espaço nacional.

Portugal estava num nível de competitividade limitada face aos países homólogos dado que os mecanismos para eliminação da dupla tributação eram inaplicados, tornando assim, o investimento estrangeiro em Portugal mais oneroso comparativamente às realidades dos Estados membros. Além do mais, para Madureira (2015) era consensual a necessidade de revisão dos mecanismos para eliminar/atenuar a dupla tributação económica em Portugal, para que fosse possível promover a competitividade e internacionalização das empresas portuguesas, bem como reforçar a segurança e a confiança dos investidores com vista a atrair o investimento, tanto nacional, como estrangeiro.

Os benefícios que as empresas passam a obter, não provêm só da isenção de imposto nos rendimentos obtidos supra mencionados. Para Xavier (2013), os custos de estrutura/contexto passam a ser menores uma vez que deixa de existir a necessidade das empresas investirem noutras empresas criadas no estrangeiro muitas vezes exclusivamente para este efeito, de uma forma ainda mais profunda, tornam-se escusadas as sociedades gestoras de participações sociais, porque passam a ver extintos os benefícios que obtinham.

O regime de *participation exemption* elimina o regime fiscal excepcional das SGPS, o que para Cunha et al. (2014) era um regime que incorporava cada vez menos vantagens, bem como cláusulas anti abuso mais complexas. Assim, ao ser eliminado, torna o sistema fiscal mais simples e mais transparente, contribuindo para uma maior segurança jurídica.

A quando da reforma fiscal de 2014, a Comissão para a Reforma Fiscal do IRC, apoiada pela literatura internacional, mencionava que a taxa ótima para tributação do investimento nacional no estrangeiro é 0% por forma a atrair grandes grupos internacionais e seguir a tendência adotada pela maioria dos países Europeus numa estratégia de competitividade internacional através de um sistema *business friendly*.

Ainda segundo a Comissão da reforma fiscal, o objetivo principal da reforma era a redução calendarizada da respetiva taxa por forma a criar incentivo fiscal que conduzisse Portugal, como país periférico, a ser competitivo fiscalmente. Mais ainda, a Comissão pretendia a adoção de uma estratégia de isenção de tributação, como estratégia eficiente nomeadamente no que diz respeito a custos de contexto e transação ou até mesmo no combate à evasão fiscal, concluindo que o regime de *participation exemption* é um importante “motor” da atração de investimento em economia real e de localização de sedes de empresas e grupos multinacionais.

Não só a Comissão para a reforma do IRC alertava para a falta de competitividade do sistema fiscal Português como outros autores o vem referindo, nomeadamente, Santos (2017) e Amaro (2016) que referem que o regime supra mencionado para além de ser um mecanismo de eliminação/atenuação da dupla tributação internacional, é uma das estratégias mais importantes da reforma do IRC de 2014 por forma a almejar a competitividade fiscal que Portugal tanto anseia. O que vem ao encontro da literatura mundial em que, segundo Drebler (2012), o comportamento do investimento é influenciado pela tributação das empresas e as altas taxas de imposto dificultam o investimento enquanto taxas baixas de impostos o favorecem. A carga fiscal sobre as empresas é um dos motivos que torna Portugal menos competitivo e portanto menos atrativo para a maioria dos investidores.

Ainda segundo a Comissão, o regime de *participation exemption* assenta sobre um dos princípios gerais da economia, o princípio da territorialidade. Este princípio delimita a área geográfica sobre o qual um determinado Estado exerce a sua soberania, ou seja, o princípio da territorialidade, na opinião de Neto (2015) é usado como um critério na política económica, para almejar a neutralidade fiscal entre trocas internacionais. Este conceito aparece descrito também por Amaro (2016), que nos diz que a origem do rendimento constitui o elemento fundamental na atribuição da competência para

tributar, transpondo-nos assim para a regra geral de que quem isenta é o Estado de Residência e quem tributa é o Estado da Fonte.

Torna-se assim notável que o regime de *participation exemption* é a aplicação prática do *worldwide taxation of residents* excluindo assim o princípio da residência em prol do princípio da territorialidade, o que reveste este regime de universalidade aplicando-se ao investimento independentemente de onde o mesmo foi realizado.

Em suma o princípio de territorialidade impõe que um país recolha o imposto apenas sobre os rendimentos auferidos dentro das suas fronteiras igualando assim os custos fiscais entre os diversos países internacionais que se rejam pela mesma jurisdição para que os diversos interlocutores operem em condições de igualdade entre si (Madureira, 2015).

Azevedo (2017) aponta diversas vantagens para este método de isenção, mais especificamente: “(i) *neutralidade relativamente à importação de capital, pois todos os contribuintes no Estado da fonte são tratados de acordo com uma mesma base fiscal;* (ii) *reconhecimento dos benefícios fiscais concedidos pelo Estado da fonte;* (iii) *menor complexidade administrativa;* (iv) *eliminação do relacionamento do contribuinte com duas autoridades fiscais;* (v) *eliminação da dupla tributação – atual e potencial”*.

Como desvantagens na aplicação do método da isenção, descreve as seguintes: “(i) *redução das receitas fiscais devidas no Estado da residência;* (ii) *eventual recusa, por parte do Estado da fonte, no que concerne à concessão de determinados benefícios ou deduções;* (iii) *as perdas de um estabelecimento estável podem ser rejeitadas pelo Estado da residência;* (iv) *no caso da isenção com progressividade, requer-se relatos financeiros detalhados;* (v) *recurso a países e jurisdições com taxas reduzidas”*.

### **1.2.2 O regime fiscal de *participation exemption* em Portugal**

O regime de *participation exemption*, como exposto em supra, revelou-se um dos mecanismos mais utilizados pelos diversos países para a eliminação da dupla tributação económica internacional. Portugal, ao não ter legislação que isente total ou parcialmente o efeito da dupla tributação, mostrava uma lacuna em termos de investimento, não

sendo competitivo relativamente aos outros países Europeus. Surge, assim, a Lei nº2/2014, de 16 de Janeiro e, posteriormente, a Lei nº 82-C/2014, de 31 de Dezembro, as quais procederam à reforma do regime de tributação das sociedades, alterando o CIRC, e introduzindo um regime de *participation exemption*. Já posteriormente a Lei n.º 7-A/2016, de 30 de março veio redefinir os limites estabelecidos na Lei 2/2014, de 16 de Janeiro.

Em termos gerais é através do artigo 51.º- C do CIRC e nas alíneas a), c), d) e e) do número 1 e no número 2 do artigo 51.º, que se explanado o regime supra mencionado.

O quadro seguinte apresenta resumidamente as características do mesmo:

**Tabela 3 - O regime de participation exemption em Portugal – Reforma de 2016**

<b>Lei nº 7/2016, de 30 de Março</b>	
<b>Regime de <i>participation exemption</i></b>	
Aplicabilidade a Dividendos, mais-valias e menos-valias	
<b>Requisitos</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ % Participação: <math>\geq 10\%</math>;</li><li>➤ Período de detenção: tenha sido detida, de modo ininterrupto, durante o ano anterior à distribuição ou, se detida há menos tempo, seja mantida durante o tempo necessário para completar aquele período;</li><li>➤ Nível de tributação da subsidiária: <math>\geq 60\%</math> da taxa de IRC;</li><li>➤ Sujeito passivo não abrangido pelo regime de transparência fiscal;</li><li>➤ Subsidiária não residente em paraíso fiscal.</li></ul>

De uma forma geral, o regime de *participation exemption* isenta os dividendos e as mais-valias e menos-valias, não concorrendo os mesmos para a formação do lucro tributável, se os sujeitos passivos de IRC, com sede ou direção efetiva em território Português, cumprirem os seguintes requisitos: i) o sujeito passivo deter, direta ou

indiretamente, uma participação não inferior a 10% do capital social ou dos direitos de voto da entidade que distribui os lucros ou reservas; ii) a titularidade das partes de capital for detida, de modo ininterrupto, durante o ano anterior à distribuição ou, se detida há menos tempo, seja mantida durante o tempo necessário para completar aquele período; iii) o sujeito passivo não estar abrangido pelo regime de transparência fiscal; iv) a entidade que distribui os lucros ou reservas estar sujeita e não isenta de IRC, do imposto do jogo, de um imposto referido no artigo 2.º da diretiva n.º 2011/96/UE, do Conselho, de 30 de novembro, ou de um imposto de natureza idêntica ou similar ao IRC e a taxa legal aplicável à entidade não ser inferior a 60% da taxa do IRC; v) a entidade que distribui os lucros ou reservas não ter residência ou domicílio em país, território ou região sujeito a um regime fiscal claramente mais favorável.

Relativamente aos requisitos i) e ii), a Comissão para a Reforma de IRC de 2014 tinha proposto que a percentagem de detenção, direta ou indireta, ficasse nos 2% do capital social ou dos direitos de voto, de modo ininterrupto pelo período e 12 meses, o que, tornaria Portugal o país da Europa com a jurisdição mais atrativa para efeitos de estruturação de investimento internacional. Permitia assim a fixação de *holdings* internacionais e a eliminação de custos de contexto nomeadamente, com a abolição de sociedades intermédias constituídas noutras jurisdições claramente mais vantajosas.

No entanto, a quando da reforma de 2014 o regime introduzido na jurisdição Portuguesa atenuou este requisito para os 5% e em 2016 este valor subiu para os 10%, o que julgamos retirar alguma competitividade fiscal ao regime, conforme veremos mais à frente, em sede própria, aquando da comparação com outros países.

Quanto ao período de detenção o valor proposto pela Comissão da reforma fiscal de 2014 foi de 12 meses no entanto o valor aplicado foi de 24 meses. Já em 2016 os 12 meses sugeridos pela Comissão de reforma são aplicados substituindo assim a extensão do prazo mínimo introduzido em 2014 (24 meses) que pela sua natureza constituía um fator dissuasor ao investimento uma vez que assim ficam abrangidas mais empresas.

No que respeita aos indivíduos abrangidos pelo regime de transparência fiscal, o regime de *participation exemption* exclui a isenção a estas entidades, medida esta

indiscutível uma vez que a transparência fiscal constitui por si só um regime de eliminação da dupla tributação económica.

Já o requisito iv), apresenta o nível de tributação a que uma determinada entidade que distribui rendimento está sujeita e não isenta. Assim, a Comissão de reforma para o IRC 2014, propunha que a taxa nominal não fosse inferior a 50% da taxa nominal geral de IRC. Contudo o legislador a quando da aplicação do regime, optou pela aplicação de uma taxa não inferior a 60%.

Porém é dispensado este requisito se se verificar as condições previstas no artigo 66º do CIRC, designadamente: os respetivos lucros ou rendimentos provenham em, pelo menos, 75 % do exercício de uma atividade agrícola ou industrial no território onde estão estabelecidos; ou de uma atividade comercial, ou de prestação de serviços, que não esteja dirigida predominantemente ao mercado português; e, cumulativamente, a atividade principal da entidade não residente não consista na realização de operações próprias da atividade bancária, mesmo que não exercida por instituições de crédito; ou operações relativas à atividade seguradora, quando os respetivos rendimentos resultem predominantemente de seguros relativos a bens situados fora do território de residência da entidade ou organismo ou de seguros respeitantes a pessoas que não residam nesse território; ou operações relativas a partes sociais representativas de menos de 5 % do capital social ou dos direitos de voto, ou quaisquer participações detidas em entidades com residência ou domicílio em país, território ou região sujeitos a um regime fiscal claramente mais favorável, constante de lista aprovada pela Portaria n.º 292/2011 de 8 de Novembro, que alterou a anterior Portaria 150/2004 de 13/2 e aprovou a lista dos países, territórios e regiões com regimes de tributação privilegiada claramente mais favoráveis; ou outros valores mobiliários, a direitos da propriedade intelectual ou industrial, à prestação de informações respeitantes a uma experiência adquirida no setor industrial, comercial ou científico ou à prestação de assistência técnica; ou locação de bens, exceto de bens imóveis situados no território de residência.

Por fim o requisito v), nega a isenção a uma participada que seja residente numa zona sujeita a um regime fiscal mais privilegiado, o que vai ao encontro do próprio relatório BEPS naquilo que diz respeito ao combate da evasão fiscal e da erosão da base

tributável.

No caso dos sujeitos passivos não residentes, o legislador aprofundou o princípio da territorialidade ao permitir que o regime supra mencionado seja aplicável se se verificar todos os outros requisitos descritos anteriormente desde que o beneficiário seja residente noutra “EM da UE, em um EM do EEE que esteja vinculado a cooperação administrativa no domínio fiscal equivalente à estabelecida no âmbito da UE, ou num Estado com o qual Portugal tenha celebrado um ADT que preveja cooperação administrativa no domínio fiscal equivalente à estabelecida no âmbito da UE”(Madureira, 2015).

Contudo, deverá haver retenção na fonte quando, no momento de distribuição dos rendimentos não esteja cumprido o período estipulado. Nestes termos, o beneficiário poderá requerer o reembolso do imposto retido quando perfizer o período exigido detenção ininterrupta da participação.

### 1.2.3 Análise comparativa do regime fiscal de *participation exemption* na União Europeia

No quadro seguinte analisamos a competitividade do regime fiscal português, quando comparado com outros regimes fiscais situados na União Europeia.

**Tabela 4 - Análise comparativa do regime de *participation exemption* em Portugal, Espanha, França, Luxemburgo, Holanda e Alemanha**

Requisitos	Portugal	Espanha	França	Luxemburgo	Holanda	Alemanha
% de participação	10%	5%	5%	Não aplicável desde que a participação não caia abaixo de 10% do preço de aquisição	5%	10% ou 15%
Período de detenção	1 Ano	1 Ano ou aquisição de participação superior a 20 milhões	2 Anos	1 Ano	Não Aplicável	Não Aplicável
Nível de tributação subsidiária	Taxa $\geq 60\%$ Taxa IRC	Taxa $\geq 10\%$	Não Aplicável	Não Aplicável	Taxa $\geq 10\%$	Não Aplicável
Sujeito passivo não abrangido pelo regime de	Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável

<b>transparência fiscal</b>						
<b>% de Isenção</b>	100%	100%	95% - dividendos, resultando numa taxa máxima efetiva de 1,72%. 88% - mais-valias, se resultarem de um investimento substancial, e resultarem numa taxa máxima efetiva de 4,13 %	100%	100%	95%
<b>Subsidiária não residente em paraíso fiscal</b>	Aplicável	Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável
<b>Requisitos cumulativos</b>	Sim	Sim	Sim	Não Aplicável	Não	Não Aplicável

Fonte: Amaro, Carla Cristina pires Alves (2016) – O regime de tributação das mais-valias e das menos-valias das empresas em Portugal – Estudo comparativo do regime de Participation Exemption Portugal-Espanha-Holanda; *Tax France Highlights, 2018*; *Tax Germany Highlights, 2018*; *Tax Luxembourg Highlights, 2018*; *Tax Netherlands Highlights, 2018* e *Tax Spain Highlights, 2018*.

O quadro anterior sintetiza as especificações do regime de *participation exemption* em comparação com 5 outros países, nomeadamente Espanha e França devido à proximidade geográfica, histórica e económica com Portugal e Luxemburgo, Holanda e Alemanha por serem países com elevados níveis de atração de investimento.

Numa primeira abordagem é de facto visível que os regimes de *participation exemption* aplicados nos diversos países da amostragem apresentam o mesmo tronco comum, salvo algumas exceções, mas com significativas diferenças.

Desde logo temos dois grupos de países, os que se regem por uma série de requisitos cumulativos como Espanha e França e os que não tem requisitos cumulativos ou que nem se aplica pelo facto das regras serem únicas como é o caso do Luxemburgo Holanda e Alemanha.

Mais detalhadamente, o requisito mínimo de percentagem de participação varia nos diversos países constatando que Portugal neste momento apresenta a taxa mais alta (10%) em igualdade com a Alemanha. Até 2016 Portugal estava numa situação igualitária com a Espanha, França e Holanda (5%) mas a contra reforma aplicada pela Lei n.º 7-A/2016, de 30 de março veio diminuir o número de empresas abrangidas por este regime o que por si só é um fator que choca com objetivo primordial da reforma do IRC de 2014, ou seja a criação de medidas de competitividade e atração de investimento

e que fica muito há quem da taxa de 2% proposta pela Comissão de reforma para o IRC de 2014.

Relativamente ao período de detenção para qualificação da participação social, o legislador Português aliviou este requisito temporal de 24 para 12 meses, colocando Portugal ao mesmo nível de Espanha e do Luxemburgo, contudo, apesar da França ter um requisito de 24 meses, países como Holanda ou Alemanha não impõem qualquer limite temporal.

No caso do nível de tributação da subsidiária, constata-se que tanto a Espanha como a Holanda requerem que a participada deverá estar sujeita e não isenta a um imposto sobre sociedades de pelo menos 10%, já na França, Luxemburgo e Alemanha a legislação não requer qualquer percentagem mínima.

Qualquer um dos países apresenta taxas mais benéficas do que Portugal visto que o legislador Português impôs que a taxa não poderá ser inferior a 60% da taxa nominal do IRC. Uma vez que em 2018 a taxa de IRC é de 21%, a taxa mínima que Portugal requer situa-se nos 12.6% o que torna Portugal o país com a taxa superior comparativamente aos restantes países em análise.

A percentagem de isenção na grande maioria dos países situa-se nos 100%, no entanto a Alemanha só permite uma dedução até 95% e em Espanha permite a dedução de 95% em dividendos, resultando numa taxa máxima efetiva de 1,72% e 88% das mais-valias, se resultarem de um investimento substancial, e resultarem numa taxa máxima efetiva de 4,13 %.

Tomando em linha de conta a exigência da participada não ter residência ou domicílio fiscal em paraísos fiscais apenas Portugal e Espanha limitam o regime a este tipo de entidades. Os regimes da Holanda, França, Alemanha e Luxemburgo não preveem qualquer cláusula relativamente à sede das participadas o que torna estes regimes claramente mais atrativos/competitivos.

Importa ainda salientar que apesar do corpo comum que rege cada uma das legislações dos países relatados, existem pormenorizações que vão diferindo entre eles e que devem ser tidos em conta. Neste sentido, Portugal é o único que exclui os sujeitos passivos regidos pelo regime de transparência fiscal, no caso Espanhol, a legislação delibera que

a participada não cumpra os requisitos do regime de transparência fiscal internacional, ou, caso seja, menos de 15% dos seus rendimentos estejam sujeitos aquele regime, em França a isenção está limitada a 95% que no caso dos dividendos tem uma taxa efetiva máxima de 1,72% (5% x 34,43%) e no caso das mais-valias a taxa máxima efetiva é de 4,13% (12% x 34,43%), no caso da Holanda além dos requisitos não serem cumulativos a participação está sujeita a um “teste fiscal”, *subject to tax test*, *motive test* ou *asset test*.

Quanto ao Luxemburgo e a Alemanha as medidas fiscais relativas ao regime de *participation exemption* não apresentam muitos requisitos sendo regimes de grande abertura fiscal, isto é são regimes evasivos com uma forte concorrência fiscal.

Em bom rigor, na reforma do IRC de 2014 em Portugal uma das medidas basilares foi de facto o regime em estudo, no entanto, e comparando com outros regimes exemplificados nesta seção o regime Português fica muito aquém do espectável e do cumprimento de objetivos.

Para a Comissão de reforma do IRC o intuito desta medida almejava a competitividade fiscal com outros países mas em pé de igualdade podemos aferir que o regime Português é muito menos competitivo comparativamente com Espanha, França, Holanda, Luxemburgo e Alemanha em todos os fatores, acresce ainda o facto de que a contra-reforma aplicada pelo legislador Português teve ainda um efeito de retrocesso nas medidas em causa.

O facto da percentagem de participação ser superior a 10% torna o requisito menos abrangente e consequentemente menos atrativo o que por sua vez representa um evidente retrocesso no sistema fiscal e com muito mais enfase quando conjugados com os objetivos da Comissão de reforma quando propôs a taxa de 2%, uma taxa que seria muito mais abrangente e competitiva nomeadamente com Espanha, França e Holanda.

Apesar de tudo, Portugal compete com os seus homólogos na captação de investimento. As medidas fiscais introduzidas em 2014, aquando da reforma do IRC, são favoráveis à atração de investimento, podendo resultar um nível de confiança com os investidores e com os mercados.

Interessa, pois, aferir da competitividade deste regime fiscal na atração de investimento, após a reforma do IRC. Assim, na secção seguinte irão ser identificados objetivos, formuladas hipóteses de investigação e a metodologia de investigação.

## **Parte II – impacto do regime de *participation exemption* no investimento das empresas portuguesas**

### **2. Metodologia de investigação**

#### **2.1 Objetivos**

Este estudo tem como objetivo analisar a influência da fiscalidade no investimento empresarial em Portugal, em particular o impacto do regime de *participation exemption* introduzido pela Lei n.º 2/2014, de 16 de Janeiro e que veio isentar os dividendos e mais-valias mediante as condições discutidas acima.

Mais especificamente, pretende-se analisar se este regime fiscal teve o impacto que se projetou aquando da sua introdução no sistema fiscal Português, designadamente, pretende-se saber se esta medida fiscal específica trouxe um acréscimo de investimento às empresas portuguesas.

Além disso, pretende-se ainda saber se existe um efeito Lock in associado à detenção das participações financeiras cotadas em bolsa.

A amostra é constituída pelas empresas cotadas em bolsa *Euronext Lisbon*, e recorreremos à base de dados *SABI – System Analysis of Iberian Sheet*.

#### **2.2 Perguntas de investigação**

Com base na revisão de literatura, a presente dissertação pretende responder às seguintes perguntas de investigação:

- 1) O regime fiscal *participation exemption* é um motor de captação de mais investimento para as empresas portuguesas?
- 2) Existiram alterações significativas à estrutura acionista das empresas Portuguesas cotadas em bolsa?

- 3) Apresenta Portugal um efeito *lock in* na detenção das participações financeiras cotadas em bolsa?

### **2.3 Técnica de recolha de informação**

A informação financeira recolhida é referente às empresas cotadas em bolsa, *Euronext Lisbon* entre os períodos de 2008 e 2017 através da base de dados *SABI – System Analysis of Iberian Sheet*. A análise estatística foi preparada através do programa informático de análise estatística, STATA 14.

A nossa amostra é constituída por 46 empresas cotadas em bolsa. Foi optado pela exclusão de empresas financeiras e desportivas devido às especificidades destes sectores de atividade, quer contabilísticas, quer regulamentares. Foram ainda excluídas as empresas sem informação nas variáveis em estudo para pelo menos quatro anos consecutivos. Esta condição é essencial para testar a correlação de segunda ordem tal como expões Arellhano e Bond (1991).

### **2.4 Método de estimação**

Nesta dissertação será usado o modelo de Dados em Painel – Regressão linear múltipla. Esta metodologia, segundo Wooldridge (2002), fornece uma análise quantitativa associada a dados temporais (time series) e seccionais (cross-section) no mesmo modelo (processo pooling). Acresce saber que a metodologia de dados em painel permite o estudo de uma amostra referente a indivíduos ou entidades distintas ao longo de um determinado período de tempo, permitindo assim obter múltiplas observações sobre cada indivíduo da amostra (Hsiau, 2003).

Para Arellano e Bond (1991), Baltagi (2005) e Hsiau (2007) este modelo apresenta várias vantagens quando comparado com outros modelos, nomeadamente, maior quantidade de informação, maior variabilidade dos dados, maior controlo de endogeneidade e da colinearidade e maior controlo na complexidade de relações entre as variáveis. Assim, comparando com estimadores estáticos este método, *GMM system*, permite obter uma estimação mais completa e mais eficiente dos modelos econométricos tendo ainda a vantagem de controlar a heterogeneidade inobservável (Neves, 2018).

A equação do modelo geral a ser estimada assume a seguinte forma:

$$= + \beta_1 + \beta_2 + \dots +$$

Onde  $i$  representa a empresa,  $t$  representa o ano e  $\epsilon_{it}$  é a margem de erro.

Assim o modelo proposto é o seguinte:

$$\text{Inv}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA} + \beta_2 \text{Leverage} + \beta_3 \text{VN} + \beta_4 \text{TobinQ} + \beta_5 \text{RAI} + \beta_6 \text{Tx} + \epsilon$$

Onde a  $\text{Inv}$  é a variável independente que corresponde ao investimento em capital fixo e as variáveis explicativas são ROA, Leverage, VN, TobinQ, RAI e Tx que correspondem ao Return on assets, Alavancagem, Volume de negócios, Q de Tobin, Resultado antes de impostos e Taxa efetiva de imposto respetivamente.

O método de estimação utilizado foi *Generalized Method of Moments* (GMM), que tem como principal vantagem a supressão de heterogeneidade não observável. Além disso, este modelo tem benefícios no controlo da heterogeneidade individual e maior controlo da endogeneidade das variáveis independentes (Hermalin & Weisbach, 2003; Neves, 2018; Neves, Henriques & Vilas 2019).

Além do mais, adotar o modelo GMM System num painel desequilibrado, reduz a perda de dados, corrige a endogeneidade e controla a heterogeneidade inobservável (Arellano & Bover, 1995; Badu & Appiah, 2017 e Blundell & Bond, 1998).

## **2.5 Identificação de variáveis e formulação de hipóteses de investigação**

### **2.5.1 Descrição de variáveis**

Com base na revisão de literatura apresentada na Parte I desta dissertação foram estabelecidas as variáveis e os seus proxys, que foram compilados na seguinte tabela:

**Tabela 5 - Síntese das variáveis independentes**

Variáveis dependentes	Proxys	Fórmula
<b>Investimento</b>	Inv	Variação de ativos
Variáveis independentes		
<b>ROA</b>	ROA	$\frac{RO}{\text{Ativo total}}$
<b>Alavancagem</b>	Leverage	$\frac{\text{Capital alheio}}{\text{Ativo total}}$
<b>Volume de negócios</b>	VN	Volume de Negócios
<b>Q de tobin</b>	TobinQ	Q de Tobin
<b>RAI</b>	RAI	Resultado antes de imposto
<b>Taxa de imposto efetivo</b>	Tx	$\frac{\text{Imposto}}{RAI}$

### 2.5.1.1 Variável Dependente

Na sequência dos estudos analisados anteriormente, existe alguma diversidade no que concerne à medida de cálculo da variável dependente investimento. Autores como Djankov et al. (2010), Dackehag e Hansson (2015) e Digumber et al. (2017) utilizaram medidas macroeconómicas como a formação bruta de capital, a diferença de PIB per capita e a variação de IDE respetivamente.

Embora os autores mencionados tenham utilizados dados macroeconómicos, a maioria dos estudos, a saber, Alstadsaeter & Jacob (2014), Drebler (2012), Yagan (2015) e Federici & Parisi (2015), recorreram a medidas específicas da empresa e parece haver um consenso na forma de cálculo desta variável, utilizando a variação do total dos ativos como medida de investimento.

Assim, neste estudo o nível de investimento é calculado através da variação de ativos fixos retirado das massas patrimoniais do balanço das demonstrações financeiras da base de dados SABI.

### **2.5.1.2 Variáveis Independentes**

#### **a) Returns on assets (ROA)**

A rendibilidade é encarada como um dos fatores mais importantes na fomentação de investimento, ou seja, uma empresa com maior rendibilidade naturalmente que gera mais lucros e como conseguinte liberta mais meios líquidos que se concretizam em distribuição de dividendos ou na retenção de lucros que financiarão os investimentos empresariais (Sarrasqueiro & Caetano, 2015; Vieira, Neves & Dias, 2019).

Esta variável, *return on assets* (ROA), é uma medida com carácter económico e que mede a capacidade dos ativos em gerar lucros, mais concretamente, mede a capacidade que uma empresa tem em gerar lucros através dos seus ativos. Assim, o cálculo do ROA é feito através do rácio entre o resultado operacional (rendimentos antes das amortizações) e o total do ativo.

Na literatura empírica, frequentemente observa-se uma correlação positiva entre rendibilidade e investimento. Autores como DeAndgelo, et. al.(2004), Fama e French (2001), Sogorb-Mira (2005) e Lie (2005), concluíram que maiores níveis de rendibilidade estão associados a maiores distribuições de dividendos, o que intrinsecamente está relacionada com maiores níveis de investimento segundo Almeida, et al. (2014).

Assim, espera-se que haja um relacionamento positivo entre a ROA e o Investimento e considerando a literatura anterior formulam-se as seguintes hipóteses:

H1: O ROA está significativamente relacionado com o investimento;

H1a): O ROA está significativamente relacionado com o investimento entre 2008-2013;

H1b): O ROA está significativamente relacionado com o investimento entre 2014-2017;

#### **b) Leverage (Alavancagem)**

A alavancagem financeira permite saber a quantidade de dívida para financiar os ativos/investimentos de uma empresa. É de asseverar que os capitais alheios podem ser uma vantagem no impulsionamento da estrutura de uma empresa, ou seja, a utilização

de dívida poderá atuar no crescimento e rendibilidade através do aumento do nível de investimento proporcionando maiores rendibilidades e consequentemente maiores meios financeiros líquidos libertos.

A generalidade da literatura, nomeadamente Jordan et al. (1998), Michaelas et al. (1999) Sogorb-Mira (2005), Bonfim e Antão (2012) e Franklin, J. e Muthusamy, K. (2011) encontraram uma correlação positiva entre alavancagem e investimento fornecendo assim dados de que a utilização correta de capitais alheios impulsiona os níveis de investimento sobretudo para níveis de risco menores.

Contudo, o nível de capitais alheios poderá também tornar-se numa desvantagem. Segundo Muzaffar (2015), o excesso de uso de capitais alheios pode ter um efeito negativo no crescimento criando um problema de conflito com os acionistas, porque níveis elevados de dívida aumentam os custos financeiros diminuindo os meios financeiros libertos líquidos.

Varouj et al. (2005) num estudo realizado no Canadá com dados entre 1982 e 1999 concluíram que existe uma correlação negativa entre a alavancagem e o investimento mostrando que maiores níveis de dívida diminuem a lucratividade criando um subinvestimento ou investimentos excessivos. Neste estudo concluíram ainda que a forte correlação negativa entre investimento e alavancagem se acentua ainda mais nas empresas com oportunidades de crescimento maiores.

Outros estudos parecem corroborar a correlação negativa ou sem significado entre investimento e alavancagem como Vo, Xuan Vinh (2018), Lang et al. (1995) e Muzaffar (2015).

Tendo em conta os estudos anteriormente expostos, prevê-se que exista uma relação significativa, sem sinal definido, entre a alavancagem e o investimento.

H2: A Alavancagem tem um impacto significativo no investimento;

H2a): A Alavancagem tem um impacto significativo no investimento entre 2008-2013;

H2b): A Alavancagem tem um impacto significativo no investimento entre 2014-2017;

### **c) Volume de negócios**

Esta variável corresponde ao somatório das vendas e prestações de serviços geradas pela empresa ao longo de um ciclo económico.

Apesar de o volume de negócios nem sempre se refletir em resultados positivos, autores como Abel e Blanchard (1985) e Medeiros e Doonik (2008) encontram uma relação fortemente positiva entre os níveis de dividendos e o volume de negócios, isto porque maiores níveis de volume de negócio estão, na maioria das vezes, associados a maiores níveis de rentabilidade o que por si aumenta os meios financeiros libertos tanto em dividendos como em potenciais investimentos.

Assim, espera-se que na estimação do modelo haja um corelacionamento positivo entre investimento e o volume de negócios e portanto formulam-se as seguintes hipóteses:

H3: O Volume de negócios está positivamente relacionado com o investimento;

H3 a): O Volume de negócios está positivamente relacionado com o investimento entre 2008-2013;

H3 b): O Volume de negócios está positivamente relacionado com o investimento entre 2014-2017.

### **d) *Tobin's Q Ratio***

O Q de Tobin foi desenvolvido por Tobin em 1969 e resulta do quociente entre o valor de mercado de uma firma e o valor de reposição de seus ativos físicos evidenciando assim a capacidade que os investimentos têm em gerar lucros, noutras palavras, esta variável identifica as oportunidades de crescimento de mercado.

O Q de Tobin apresentado é uma versão modificada de q por Chung e Pruitt (1994) onde  $q = (MVE + PS + DEBT) / TA$ . MVE é o preço das ações da empresa multiplicado pelo número de ações ordinárias em circulação; PS é o valor de liquidação das ações preferenciais em circulação de uma empresa; DEBT é o valor do passivo de curto prazo da empresa líquido de seus ativos de curto prazo, mais o valor contábil da dívida de

longo prazo da empresa. Por fim, TA é o valor contábil do ativo total de uma empresa por exemplo, Sá et al. (2017).

As oportunidades de crescimento no mercado geram em si uma necessidade de investimento para fazer face às oportunidades que surgem, e portanto autores como Jensen (1986), Michaelas et al. (1999), Hall et al. (2004), Chen (2004) e Benkraiem e Gurau (2013) defendem que a variável Q de Tobin está correlacionada negativamente com a variável dependente investimento e por conseguinte formulam-se as seguintes hipóteses:

H4: O Q de Tobin está negativamente relacionado com o investimento;

H4 a): O Q de Tobin está negativamente relacionado com o investimento entre 2008-2013;

H4 b): O Q de Tobin está negativamente relacionado com o investimento entre 2014-2017.

#### **e) RAI**

Esta variável corresponde ao resultado antes de impostos e é retirada através da demonstração de resultados das demonstrações financeiras.

Enquanto valor absoluto, este indicador representa os resultados da empresa antes da carga fiscal e por conseguinte esta variável está diretamente relacionada com a lucratividade e os meios líquidos libertos.

Assim, espera-se, à semelhança das conclusões apresentadas por DeAndgelo, et al. (2004), Fama e French (2001), Sogorb-Mira (2005), Lie (2005 e Almeida, et al. (2014), uma correlação positiva ente o RAI e os investimentos e como tal formulam-se as seguintes hipóteses de investimento:

H5: O RAI está significativamente relacionado com o investimento;

H5: O RAI está significativamente relacionado com o investimento 2008-2013;

H5: O RAI está significativamente relacionado com o investimento 2014-2017.

#### **f) Taxa de imposto efetiva**

A variável usada corresponde à taxa de imposto que foi efetivamente paga, mais concretamente, corresponde ao rácio entre o valor de imposto e o RAI.

O nível de impostos conforme exposto na revisão de literatura, não reúne consensos na comunidade académica e portanto autores como Drebler (2012) e Yagan (2015) defendem que o investimento não está correlacionado diretamente com o nível de fiscalidade o que vem a defender a “nova visão” de Zodrow (1991).

Por outro lado a maioria dos estudos analisados como, Alestadsaeter (2014), Djankov, et al. (2010), Digumber et al. (2017) Federici & Parisi (2015) e Dackehag e Hansson (2015) apontam para a “visão tradicional” de Zodrow (1991), na qual existe um efeito positivo.

De acordo com a literatura anterior, formulamos as seguintes hipóteses:

H6: A taxa de imposto tem um impacto significativo no investimento;

H6 a): A taxa de imposto tem um impacto significativo no investimento entre 2008-2013;

H6 b): A taxa de imposto tem um impacto significativo no investimento entre 2014-2017.

Não previmos o sinal do relacionamento porque os estudos empíricos encontram resultados mistos.

### **3. Discussão e análise dos resultados**

Neste capítulo irão ser apresentados e analisados os resultados empíricos deste estudo. Numa primeira fase irá proceder-se à análise das estatísticas descritivas do período completo, ou seja, entre 2008 e 2017 e posteriormente irão ser analisados os subperíodos compreendido entre 2008 - 2013 e 2014 – 2017.

Após a análise das estatísticas descritivas, irão ser interpretados e discutidos os resultados fornecidos pelo GMM system tendo em conta a revisão de literatura apresentada nos capítulos anteriores e tendo em conta os resultados que esperados.

### **3.1 Período 2008-2017**

#### **3.1.1 Estatísticas Descritivas**

As principais estatísticas descritivas das variáveis independentes e dependente são apresentadas na Tabela 6

**Tabela 6 - Síntese das variáveis independentes período 2008-2017**

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio-Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
<b>Inv</b>	0,5117407	0,6712797	-0,8940912	11,44444
<b>ROA</b>	2,047136	14,74165	-224,437	45,77
<b>Leverage</b>	194,2612	292,1622	0	2 729,567
<b>VN</b>	1 253 654	3 402 188	0	1,96E+07
<b>TobinQ</b>	0,524149	1,013217	0,001	7,131
<b>RAI</b>	84 753,96	256 142,2	-693 951	1 661 833
<b>TX</b>	0,153594	0,7791415	-8	5,3371

Notas: Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas para a variável dependente e variáveis independentes deste estudo. Inv: Investimento; ROA: Rendibilidade; Leverage: Alavancagem; VN: volume de negócios; TobinQ: Q de Tobin; RAI: Resultados antes de impostos; TX: Taxa efetiva.

De acordo com os resultados apresentados na tabla da Tabela 6, constata-se que as médias da variável dependente e das variáveis independentes são, em todos os casos, positivas.

É de salientar que a variável independente da alavancagem representa cerca de 194,26 % o que nos indica que o capital alheio tem um peso bastante significativo nas empresas cotadas em bolsa da amostragem, ultrapassando até, o valor total de ativos. Assim, torna-se evidente que a principal fonte financiamento dos ativos/investimentos é o

capital alheio e portanto o financiamento por fundos internos apresenta um valor imaterial, o que por si é contraditório à “nova visão” descrita por Zodrow (1991).

Relativamente ao desvio padrão, naturalmente os valores mais significativos estão relacionados com o volume de negócios e resultados antes de impostos cujos valores são 3.402.188 e 256.142,2 respetivamente, uma vez que o universo das empresas atualmente cotadas em bolsa é cada vez menor e menos homogéneo e portanto os valores apresentam uma dispersão maior cujo valor mínimo é de 0 e máximo de 1,96E+07 para a variável dependente Volume de negócios e um valor mínimo é de -693.951 e máximo de 1.661.833 para a variável dependente resultados antes de impostos.

Quanto à variável dependente investimento a mesma apresenta um desvio padrão que se situa nos 0,6712797 e cujo valor mínimo é de -0,8940912 e valor máximo de 11,44444 o que torna esta variável a que apresenta, a seguir ao Q de Tobin, a menor discrepância em torno da média o que poderá significar que em termos de investimentos as empresas estão num nível bastante idêntico e igualmente pouco significativo, sendo que o facto do valor mínimo ser negativo poderá representar um desinvestimento nos ativos das empresas em estudo.

### **3.1.2 Resultados do GMM System**

Esta secção descreve os resultados alcançados para a estimação do modelo dos dados de painel relativo ao período da amostra global (2008-2017)

**Tabela 7 - Resultado da estimação do modelo 1 para o período de 2008 a 2017**

<b>Variáveis</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Z</b>	<b>Valor P</b>
<b>ROA</b>	0,0030922	0,0001805	17,13	0,000***
<b>Leverage</b>	0,0000918	0,0000143	6,43	0,000***
<b>VN</b>	-3,1899909	1,1499909	-2,80	0,000***
<b>Tobin Q</b>	-0,0304527	0,0010705	-28,45	0,000***

<b>RAI</b>	1,50999907	1,84999908	8,14	0,000***
<b>TX</b>	-0,0062199	0,0009112	-6,83	0,000***
<b>Wald</b>			5648,58 (7)	0,0000
<b>Sargan</b>			33,3452 (43)	0,8549
<b>m1</b>			-1,87	0,0615
<b>m2</b>			-0,32224	0,7473

Notas: A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceados constituído por 43 empresas e 253 observações. Realça-se que: i) \*, \*\* e \*\*\* indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis representam os graus de liberdade; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como  $X^2$  sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 tem distribuição normal  $N(0,1)$  e testa a hipótese nula de ausência de auto correlação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de auto correlação de primeira ordem; v) O teste m2 tem distribuição normal  $N(0,1)$  e com um p-value superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de auto correlação de segunda ordem.

Atentando na tabela anterior pode constatar-se que todas as variáveis são relevantes e explicativas do investimento da amostra não existindo nenhuma que não apresente relevância estatística na estimação do modelo, assim, é correto afirmar, que as variáveis são estatisticamente relevantes.

Relativamente à primeira variável, ROA, pode-se asseverar que a mesma é estatisticamente relevante para um nível de significância de 1% e relaciona-se positivamente com o investimento tal como era esperado e portanto poderá aceitar-se a hipótese H1. Os resultados corroboram com os resultados dos autores de DeAndgelo, et al. (2004), Fama e French (2001), Sogorb-Mira (2005) e Lie (2005) que referem que maior rentabilidade aumenta os meios financeiros líquidos com que as empresas podem autofinanciar-se e conseqüentemente investir ou aumentar a distribuição de dividendos.

A segunda variável é referente à alavancagem e tal como as outras variáveis independentes é estatisticamente relevante para um nível de significância de 1%. De acordo com Jordan et al. (1998), Michaelas et al. (1999) Sogorb-Mira (2005), Bonfim e Antão (2012) e Franklin, J. e Muthusamy, K. (2011) corroboramos a hipótese H2 na

medida em que a alavancagem potencia e fomenta os lucros líquidos através da utilização de capitais alheio, portanto à semelhança da variável ROA maiores lucros estão associados a maiores meios libertos líquidos e consequentemente maior investimento.

Quanto ao volume de negócios, não corroboramos a hipótese H3. Apesar de esta variável ser estatisticamente relevante para um nível de significância de 1%, a correlação é negativa, facto este que pode ser explicado como reformulador, ou seja, menores vendas podem estar associadas a desinvestimento e como tal poderá ser uma fonte fomentadora de inovação/investimento.

Como é observável, o Q de Tobin é estatisticamente relevante para um nível de significância de 1% e de acordo com Jensen (1986), Michaelas et al. (1999), Hall et al. (2004), Chen (2004) e Benkraiem e Gurau (2013), esta variável apresenta uma correlação negativa com o investimento o que nos permite corroborar a hipótese H4 na medida em que elevados níveis de TobinQ rácio estão associados a menores rendibilidades e menores meios libertos líquidos, e portanto, menores níveis de investimento.

Relativamente ao RAI, podemos corroborar a hipótese H5 de acordo com os autores DeAndgelo, et al. (2004), Fama e French (2001), Sogorb-Mira (2005), Lie (2005 e Almeida, et al. (2014): Assim, esta variável representa a rendibilidade antes da carga fiscal e está associada a maiores meios libertos líquidos e consequentemente maior o investimento, portanto, o resultado alcançado está dentro do que foi espectável na formulação de hipóteses.

Por fim, a variável da taxa de imposto efetiva, indicamos, como esperado, uma correlação negativa em relação ao investimento. Naturalmente, uma maior taxa de imposto está associada a menores rendimentos/lucros e concludentemente a menores investimentos podendo assim corroborar a hipótese H6 de acordo com Alestadsaeter (2014), Djankov, et al. (2010), Digumber et al. (2017) Federici & Parisi (2015) e Dackehag e Hansson (2015).

## 3.2 Subperíodo 2008-2013

### 3.2.1 Estatísticas descritivas

As principais estatísticas descritivas das variáveis independentes e dependente são apresentadas na Tabela 8

**Tabela 8 - Síntese das variáveis independentes subperíodo 2008-2013**

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
<b>Inv</b>	0,197563	0.2969655	-0,8940912	2,265667
<b>ROA</b>	2,255085	7,814917	-28.557	45,77
<b>Leverage</b>	195,5693	258,2511	0	2.170,229
<b>VN</b>	1.250.909	3.468.401	0	1,96E+07
<b>TobinQ</b>	0,5234626	1,108277	0,019	7,131
<b>RAI</b>	84.593,3	253.126,2	-193.230	1.661.833
<b>TX</b>	0,1203887	0,7634503	-8	1,004348

Notas: Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas para a variável dependente e variáveis independentes deste estudo. Inv: Investimento; ROA: Rendibilidade; Leverage: Alavancagem; VN: volume de negócios; TobinQ: Q de Tobin; RAI: Resultados antes de impostos; TX: Taxa efetiva.

Analisando a tabela supra da Tabela 8, verifica-se que as médias da variável dependente e das variáveis independentes são sempre positivas.

No cômputo geral os valores não divergem muito dos valores alcançado da amostra global referente ao período de 2008 a 2017, no entanto é observável que a variável investimento apresenta um desvio padrão menor que o da amostra global e que se situa nos 0.2769655 mostrando que a amostra é mais homogénea, além disso, o valor máximo passa a ser de 2.265667 sendo bastante inferior à do período global o que, na nossa opinião, se deve ao facto deste período da subamostra contemplar o início da crise mundial e da crise da dívida soberana que se refletiu num desinvestimento no país.

### 3.2.2 Resultados da subamostra 2008-2013

Esta secção descreve os resultados alcançados para a estimação do modelo dos dados de painel relativo ao período da subamostra 2008-2013.

**Tabela 9 - Resultado da estimação do modelo 1 para o subperíodo de 2008 a 2013**

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	Z	Valor P
<b>ROA</b>	0,0073846	0,0019023	3,88	0,000***
<b>Leverage</b>	-0,000143	0,0001019	-1,40	0,161
<b>VN</b>	1,6408	1,1208	1,47	0,142
<b>TobinQ</b>	-0,0593794	0,0112251	-5,29	0,000***
<b>RAI</b>	4,5607	1,4407	3,17	0,002***
<b>TX</b>	-0,0107614	0,0034791	-3,09	0,002***
<b>Wald</b>			3197,68 (7)	0,0000
<b>Sargan</b>			8,421114 (13)	0,8151
<b>m1</b>			-1,342	0,1796
<b>m2</b>			-1,2959	0,1950

Notas: A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceados constituído por 43 empresas e 253 observações. Realça-se que: i)\*, \*\* e \*\*\* indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis representam os graus de liberdade; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como  $X^2$  sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 tem distribuição normal  $N(0,1)$  e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m2 tem distribuição normal  $N(0,1)$  e com um p-value superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Atentando na tabela anterior podemos verificar que a maioria das variáveis são estatisticamente relevantes para um nível de significância de 1%, nomeadamente, ROA,

Q de Tobin, RAI e taxa de imposto, podendo corroborar as hipóteses H1a, H4a, H5a e H6a à semelhança da amostra global referente ao período de 2008-2017.

No entanto, os resultados alcançados mostram que o volume de negócios e a alavancagem deixam de ser variáveis relevantes para serem variáveis sem significância estatística, o que nos faz rejeitar as hipóteses H2a e H3a.

Na nossa opinião a rejeição das hipóteses H2a e H3a devem-se acima de tudo ao período em causa, ou seja, como anteriormente foi exposto, Portugal atravessou duas grandes crises, que se iniciaram com a crise mundial de 2008 e posteriormente com a crise da dívida soberana a qual ficou marcada pela intervenção da Troika, complementarmente a isto, a desacreditação das agências de rating mundiais face ao país, fizeram com que Portugal passasse por um período de relutância dos investidores externos o que, na nossa opinião, justifica o facto que recurso ao capital alheio não foi direcionado para aumentar o investimento mas sim para uso operacional aumentando os níveis de dívida e conseqüentemente os gastos financeiros conforme os estudos de Varouj et al. (2005), Vo, Xuan Vinh (2018), Lang et al. (1995) e Muzaffar (2015) concluíram.

### **3.3 Subperíodo 2014-2017**

#### *3.3.1 Estatísticas descritivas*

As principais estatísticas descritivas das variáveis independentes e dependente são apresentadas na Tabela 10

**Tabela 10 - Síntese das variáveis independentes subperíodo 2014-2017**

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio-Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
<b>Inv</b>	0,0793125	0,9117369	-0,7462813	11,44444
<b>ROA</b>	1,327023	19,84654	-224,437	33,67
<b>Leverage</b>	739,1815	6.941,271	0	90.856,07
<b>VN</b>	1.234.546	3.315.867	0	1,8007

<b>TobinQ</b>	0,5248	0,9176493	0,001	6,509
<b>RAI</b>	83.392,14	257.898,8	-693.951	1.574.762
<b>TX</b>	0,1897444	0,7909631	-5,4	5,3371

Notas: Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas para a variável dependente e variáveis independentes deste estudo. Inv: Investimento; ROA: Rendibilidade; Leverage: Alavancagem; VN: volume de negócios; TobinQ: Q de Tobin; RAI: Resultados antes de impostos; TX: Taxa efetiva.

Analisando a tabela 10, verifica-se que as médias da variável dependente e das variáveis independentes são sempre positivas.

Comparativamente aos valores alcançados na amostra global e na subamostra de 2008-2013 salienta-se a variável Leverage que atingiu valores significativamente maiores, nomeadamente no seu valor máximo que entre 2008 e 2013 se situou 2.170,229 e nesta subamostra passou a ser 90.856,07.

Assim, permite-nos concluir que as empresas cotadas em Portugal, no período pós regime passaram a recorrer significativamente ao capital alheio como fonte de financiamento dos ativos/investimentos.

### **3.3.2 Resultados da subamostra 2014-2017**

A da Tabela 11 descreve os resultados alcançados para a estimação do modelo dos dados de painel relativo ao subperíodo da amostra (2014-2017).

**Tabela 11 - Resultado da estimação do modelo 1 para o subperíodo de 2014 a 2017**

<b>Variáveis</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Z</b>	<b>Valor P</b>
<b>ROA</b>	0,003375	0,0011717	2,88	0,004***
<b>Leverage</b>	0,0002453	0,0001074	2,28	0,022**
<b>VN</b>	2.59e-09	4.21e-08	0.06	0.951
<b>TobinQ</b>	0,0415193	0,1069841	0,39	0,698
<b>RAI</b>	-9,5408	2,0807	-0,46	0,646

<b>TX</b>	0,0194937	0,0301919	0,65	0,518
<b>Wald</b>			18,85 (6)	0,0044
<b>Sargan</b>			4,775027 (4)	0,3112
<b>m1</b>			-1.8543	0.0637

Notas: A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceados constituído por 43 empresas e 253 observações. Realça-se que: i)\*,\*\* e \*\*\* indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis representam os graus de liberdade; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como X<sup>2</sup> sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem.

Olhando para a tabela 11, verifica-se que à semelhança das amostras anteriores podemos corroborar a hipótese H1b concluindo que a variável ROA é estatisticamente relevante.

Relativamente à variável Leverage ela era significativamente relevante no período da amostra global e deixou de o ser no subperíodo de 2008-2013, contudo neste subperíodo, podemos corroborar a hipótese H2b à semelhança dos autores Jordan et al. (1998), Michaelas et al. (1999) Sogorb-Mira (2005), Bonfim e Antão (2012) e Franklin, J. e Muthusamy, K. (2011) na medida em que maiores níveis de capital alheio impulsionam o nível de investimento.

Os nossos resultados mostram ainda que a variável Taxa de imposto efetiva, e, diretamente relacionada com esta variável, o RAI, deixam de ser estatisticamente relevantes neste subperíodo o que nos permite rejeitar as hipóteses H5b e H6b e como tal concluímos que a aplicabilidade prática da reforma fiscal de 2014 não sortiu o efeito desejado nas empresas Portuguesas e em ultima instancia na economia Portuguesa.

Mais concretamente, concluímos que o regime de *participation exemption* não trouxe maiores níveis de investimento às empresas registadas na amostra, o que contraria a maioria da literatura internacional, (Alestadsaeter (2014), Djankov, et al. (2010),

Digumber et al. (2017) Federici & Parisi (2015) e Dackehag e Hansson (2015)), que referencia que alterações na taxa de imposto remetem-nos para uma alteração aos níveis de investimento, no entanto os resultados alcançados vieram demonstrar que o regime de *participation exemption* não teve impacto ao nível do investimento em Portugal.

Na nossa opinião, os resultados devem-se a diversos fatores.

Em primeiro lugar Portugal atravessou um longo e acentuado período de crise que se iniciou com a crise mundial 2008 e posteriormente com a crise da dívida soberana. Ao longo desses períodos de crises os níveis de investimento foram insignificantes ou até mesmo nulos com recurso a grandes níveis de capital alheio.

Em segundo lugar os resultados alcançados poderão ser explicados através da estrutura de capital das empresas que são cotadas em bolsa.

O mercado Português é composto na sua maioria por pequenas e médias empresas sendo as empresas cotadas poucas e com tendência a decrescer nos últimos anos e portanto o regime de *participation exemption* não surtiu o efeito desejado neste tipo de entidades, além do mais, não tem existido entrada de novas empresas cotadas para a *Euronex Lisbon*, pois desde 2010 já saíram cerca de 24 empresas e as entradas foram apenas 10.

Em terceiro lugar, associado ao diminuto número de empresas cotadas, a composição das empresas é maioritariamente familiar e por conseguinte o capital está bastante agregado o que faz com que hajam poucas empresas cotadas com um valor significativo de capital disperso, desta feita, o investimento em empresas Portuguesas torna-se uma realidade pouco exequível.

Por último, os resultados sugerem que à semelhança dos estudos apresentados na revisão de literatura, nomeadamente Yagan (2015), Federici & Parisi (2015) e Digumber et al. (2017), os dados macroeconómicos deixaram de ser suficientes para explicar as variações de investimento de uma determinada economia, sendo que existem micro fatores específicos a cada mercado e a cada empresa que pesam na tomada de decisões de investimento.

### 3.4 Análise às participações societárias

Nesta secção foram observadas através do relatório e contas das empresas cotadas em bolsa as variações societárias ocorridas nas estruturas societárias das empresas e as quais sejam suscetíveis de benefício do regime de *participation exemption*, ou seja, as variações ocorridas entre 2013/2014 e 2014/ 2015 superiores a 5% e as variações ocorridas entre 2015/2016 e 2016/2017 superiores a 10%, assim, formula-se a seguinte tabela:

**Tabela 12 - Análise às variações da estrutura acionista**

Empresas Euronex Lisbon	Período 2013/2014			Período 2014/2015			Período 2015/2016			Período 2016/2017		
	a)	Δ Estrutura		a)	Δ Estrutura		a)	Δ Estrutura		a)	Δ Estrutura	
		Obs.	Δ %		Obs.	Δ %		Obs.	Δ %		Obs.	Δ %
EDP	3	1	6.70%	3	0	0.00%	3	1	2.88%	2	1	2.09%
Galp	3	1	8.34%	3	1	8.00%	2	1	5.00%	1	0	0.00%
Sonae - SGPS	5	0	0.00%	5	0	0.00%	3	0	0.00%	3	0	0.00%
Mota-Engil	2	2	16.42%	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%
Semapa	5	1	2.90%	4	1	10.15%	3	0	0.00%	3	0	0.00%
Navigator	1	0	0.00%	1	1	11.01%	1	0	0.00%	1	0	0.00%
NOS	2	1	5.14%	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%
Teixeira Duarte	3	1	2.31%	3	0	0.00%	3	0	0.00%	2	0	0.00%
INAPA	3	2	28.37%	4	0	0.00%	4	2	0.57%	2	0	0.00%
REN	5	2	15.40%	3	1	5.00%	4	0	0.00%	2	1	3.00%
CTT	1	2	41.36%	1	0	0.00%	5	0	0.00%	0	0	0.00%
Corticeira Amorim	4	0	0.00%	4	1	5.56%	3	2	10.00%	3	0	0.00%
Altri	6	0	0.00%	6	3	18.41%	5	0	0.00%	4	0	0.00%
SAG GEST	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%
Jerónimo Martins	2	0	0.00%	3	0	0.00%	3	0	0.00%	1	0	0.00%
Luz Saúde	4	3	92.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%
IBERSOL	2	1	0.76%	2	1	1.64%	2	1	0.04%	2	1	2.00%
Toyota	2	0	0.00%	2	0	0.00%	2	0	0.00%	2	0	0.00%
Sumol + Compal	2	0	0.00%	2	1	10.50%	1	0	0.00%	1	0	0.00%
Sonae Indústria	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%
Sonae Capital	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%
Impresa	2	1	23.75%	3	1	0.41%	2	0	0.00%	1	0	0.00%
Martifer	2	0	0.00%	2	1	0.85%	2	0	0.00%	2	1	0.96%
Conduril	4	0	0.00%	4	0	0.00%	4	0	0.00%	4	0	0.00%
Grupo Média Capital	2	0	0.00%	2	0	0.00%	2	0	0.00%	1	0	0.00%
Ramada	5	0	0.00%	5	0	0.00%	5	0	0.00%	4	1	0.39%
NovaBase	5	1	0.21%	6	2	8.50%	6	0	0.00%	3	1	7.22%

Sonaecom	1	1	47.90%	2	0	0.00%	2	0	0.00%	2	0	0.00%
Estoril-Sol	2	2	5.20%	2	0	0.00%	2	2	0.44%	2	0	0.00%
Cofina	6	1	12.21%	5	0	0.00%	5	0	0.00%	4	0	0.00%
VAA	2	0	0.00%	2	0	0.00%	2	0	0.00%	2	2	87.67%
GLINTT	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%
Transinsular	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.
OLI	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%
Reditus	6	1	0.20%	6	1	1.70%	5	3	3.38%	5	2	2.55%
Copam	3	0	0.00%	3	0	0.00%	3	0	0.00%	3	0	0.00%
Compta	2	0	0.00%	2	0	0.00%	2	0	0.00%	2	0	0.00%
Cipan	2	0	0.00%	2	1	51.12%	1	0	85.37%	1	0	0.00%
Lisgráfica	2	1	0.72%	2	0	0.00%	2	0	0.00%	2	0	0.00%
ISA	3	1	26.10%	2	1	6.60%	2	0	0.00%	2	1	0.60%
Águas da Curia	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%	1	0	0.00%
Litho Formas	4	0	0.00%	5	0	0.00%	5	0	0.00%	5	0	0.00%
Construtora Grão-Pará	5	0	0.00%	5	0	0.00%	5	0	0.00%	3	0	0.00%
RAIZE	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.
FENALU	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.	S.I.
PHAROL	3	0	0.00%	3	1	6.59%	2	1	3.04%	1	0	0.00%

Notas: a) Número de acionistas qualificados segundo o CIRC, 5% até 2015 e 10% após 2016; S.I.-Sem informação.

**Tabela 13 - Resumo da análise às variações da estrutura acionista**

	Nº de observações	Média
Período 2013/2014	26	7.81%
Período 2014/2015	18	3.40%
Período 2015/2016	13	2.57%
Período 2016/2017	11	2.48%
<b>Total</b>	<b>68</b>	<b>4.07%</b>

Após análise das tabelas supra mencionadas os resultados parecem corroborar os resultados obtidos pelos modelos estimados nas secções anteriores.

Nesta medida, a reforma fiscal introduzida em 2014, mais especificamente o regime de *participation exemption* não trouxe mais alterações à estrutura acionista e consequentemente ao investimento em Portugal.

Das 46 empresas em análise, não se conseguiu obter informação sobre a sua estrutura acionista de apenas 3 empresas. Da análise aos dados conseguidos para as empresas em estudo foram registadas 26 alienações de participações societárias em 2013/2014, 18

alienações para o período de 2014/2015, 13 alienações no período de 2015/2016 e 11 alienações no período de 2016/2017, o que, em boa verdade, é um número de observações bastante reduzido.

Em termos percentuais, a média de % de participações alienadas corresponde a 7,81%, 3,40%, 2.57% e 2.48% para os períodos de 2013/2014, 2014/2015, 2015/2016 e 2016/2017 respetivamente, o que indica que só uma percentagem ínfima de participações financeiras foi alienada. De salientar no entanto que, a percentagem de participações financeiras alienadas ao longo dos períodos da amostra tem vindo a diminuir, com especial ênfase no último período em análise podendo esta diminuição estar diretamente relacionada com a alteração fiscal realizada ao regime de *participation exemption* que alterou o limite ao valor da participação detida de 5% para 10% mostrando um retrocesso do regime fiscal.

Cumpre notar que em média apenas 4.07% do capital foi vendido e suscetível de isenção através do regime fiscal de *participation exemption*, sendo um valor bastante reduzido e portanto concluímos que o investimento nas empresas Portuguesas manteve-se praticamente inalterado quando comparado ao período antes da reforma fiscal.

Além do mais, o facto de a estrutura acionista não ter tido alterações significativas permite-nos ainda aferir que Portugal apresenta um efeito *lock in* na detenção das participações financeiras e que em muito prejudica a economia Portuguesa, uma vez que, o capital ao estar agregado e não ser transacionado não gera uma tributação de ganhos de capital provocando uma neutralidade nas receitas fiscais sobre os ganhos das alienações societárias, dado que, estes ganhos não foram realizados através das transações de capital.

## **CONCLUSÕES**

A presente dissertação teve como objetivo analisar a influência da fiscalidade no investimento empresarial em Portugal, em particular o impacto do regime de *participation exemption* introduzido pela Lei nº2/2014, de 16 de Janeiro e que veio isentar os dividendos e mais-valias mediante certas condições.

Mais especificamente, este estudo pretendeu analisar se este regime fiscal teve o impacto que se projetou aquando da sua introdução no sistema fiscal Português, designadamente, se contribuiu para um acréscimo de investimento nas empresas portuguesas e, é, neste sentido, que esta dissertação difere das demais e contribui para uma melhor compreensão deste regime fiscal em particular, o que poderá ser uma medida de auxílio na análise dos *stakeholders* enquanto entidades com interesse nas empresas, como de analistas e investigadores desta temática.

A amostra abrange 46 empresas não financeiras cotadas em bolsa, *Euronext Lisbon*, para o período de 2008 a 2017 e para os subperíodos de 2008-2013 e 2014-2017. Os resultados utilizaram o modelo GMM System e sugerem que a introdução do regime fiscal de *participation exemption* não trouxe alterações ao investimento em Portugal.

Através da metodologia de dados em painel foram analisadas as correlações entre a variável dependente investimento e as variáveis dependentes, ROA, Alavancagem, Volume de negócios, Q de Tobin, RAI e Taxa de imposto efetiva em três períodos diferentes, a saber, 2008 a 2017, 2008 a 2013 (antes da reforma fiscal) e 2014 a 2017 (após reforma fiscal). Complementarmente a estes estimadores, foram analisados os relatórios e contas das 46 empresas de onde foram extraídas as estruturas acionistas e averiguadas as variações das mesmas.

Dos resultados alcançados, concluímos que a taxa de imposto deixa de ser significativa após a reforma fiscal demonstrando assim que o regime em estudo não teve o impacto que se pretendia com o mesmo, além disso, em média apenas 4.07% do capital acionista das empresas foi transacionado nos períodos em análise corroborando assim, com os resultados alcançados no modelo de dados em painel e, assim, pode afirmar-se que o investimento nas empresas foi insignificante diminuindo ainda mais após 2016 e portanto o regime fiscal em estudo não sortiu o efeito desejado, o que deveu a fatores diversos, do nosso ponto de vista.

Em primeiro lugar, os resultados podem ser explicados pelas especificidades do próprio regime português de *participation exemption* uma vez que, como foi exposto na revisão de literatura, os limites deste regime diferem em muito dos restantes países Europeus, os quais, têm um regime fiscalmente mais agressivo, em que por um lado apresentam menos limites e por outro apresentam percentagens de enquadramento mais favoráveis nomeadamente na percentagem mínima de detenção da participação societária e no período de detenção da mesma. Além do mais, após 2016 o regime português sofre mais um retrocesso e altera o limite da detenção da participação societária de 5% para 10%, diminuindo assim o número de participações que possam estar sujeitas à isenção deste regime fiscal e estando longe dos 2% idealizados pela Comissão da reforma fiscal de 2014.

Em segundo lugar, Portugal atravessou duas grandes crises económicas que se iniciaram com a crise mundial de 2008 e posteriormente com a crise de dívida soberana a qual esteve associada à intervenção da Troika e portanto passou por um longo período de fraco investimento e de desacreditação dos investidores externos, sobretudo após a agência de cotação financeira *Moody's* ter atribuído em 2011 um *rating* de Ba1 a Portugal considerando a economia do país como “lixo”. Este *rating* só veio a ser retirado já em 2018 o que provocou uma relutância aos investidores externos em investir no país.

Em terceiro lugar, a maioria das empresas Portuguesas são de dimensão pequena ou médias existindo poucas empresas de grande dimensão, bem como empresas cotadas. Associado ao tipo de empresa predominante em Portugal, a sua composição é maioritariamente familiar e por conseguinte o capital está bastante agregado o que faz com que haja poucas empresas cotadas com um valor significativo de capital disperso.

Não havendo capital disperso o país está sobre o efeito *lock in* prejudicando assim a economia portuguesa uma vez que não existem ganhos de capitais realizados que possam ser tributados e que possam gerar receitas fiscais.

Assim, conclui-se que Portugal ainda tem um longo caminho a percorrer para se tornar competitivo fiscalmente em relação aos restantes países homólogos Europeus. As medidas fiscais implementadas estão aquém do desejável, do nosso ponto de vista, tornando Portugal num país ainda pouco atrativo para investir.

Na elaboração deste estudo existiram algumas limitações, a saber, o facto de nem todas as empresas em estudo conterem dados completos para todas as variáveis para os diversos anos, também foram usadas apenas variáveis retiradas das demonstrações financeiras das empresas e, por fim, o não terem sido agregados dados macroeconómicos.

Assim, em futuras investigações seria interessante incluir dados de outra natureza, nomeadamente dados macroeconómicos, bem como desenvolver e reproduzir o estudo para as empresas de pequena e média dimensão.

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Abel A., e Blanchard O. (1985). Investment and Sales: Some empirical evidence. National Bureau of economic Research.
- Almeida, L., Tavares, F. e Pereira, E. (2014). Determinantes da política de dividendos em Portugal. Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337 Blumenau, v.10, n. 4, p.162-181, out/dez.
- Alstadsaeter, Annette e Jacob, Martin (2014). Do Dividend Taxes affect Corporate Investment? – University of Oslo. Disponível em: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/100059/1/791059634.pdf>
- Amaro, Carla Cristina pires Alves (2016) – O regime de tributação das mais-valias e das menos-valias das empresas em Portugal – Estudo comparativo do regime de *Participation Exemption* Portugal-Espanha-Holanda. Coimbra: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, 2016. Tese de Mestrado.
- Antunes, João (2014). A reforma fiscal: “*Participation Exemption*”. Disponível em: <https://www.occ.pt/fotos/editor2/jnegocios24fev.pdf>
- Arellano, M., e Bond, S. (1991). Some tests of specification for Panel Data – Monte Carlo evidence and an application to employment equations. Review of Economic Studies, 58(2), 227-297.
- Azevedo, Patrícia Anjos (2017). Cadernos de Direito Actual. Acedido em 23 de Maio de 2018 em: [www.cadernosdedereitoactual.es/ojs/index.php/cadernos/article/download/164/10](http://www.cadernosdedereitoactual.es/ojs/index.php/cadernos/article/download/164/10)
- Baltagi, B. H. (2005). Econometric Analysis of Data Panel. England: John Wiley & Sons Ltd.
- Benkrain, R. e Gurau, C. (2013). How to corporate characteristics affect capital structure decisions of French SMEs?. International Journal of entrepreneurial Behavior & Research, 19(2), 149-164.
- Bonfim, D., & Antão, P. (2012). The dynamics of capital structure decisions. Banco de Portugal.

- Cardoso, Vera (2015). Lucros sem mais impostos, escreve-se “*Participation Exemption*”. Acedido em 2 de Agosto de 2017 em: <http://expresso.sapo.pt/economia/2015-06-02-Lucros-sem-mais-impostos-escreve-se-participation-exemption>
- Chen, J. (2004). Determinants of capital structure: Evidence from Chinese listed companies. *Economic Change and Restructuring*, 38(1), 11-35.
- Chung, K. H. and Pruitt, S. W. (1994), “A simple approximation of Tobin's q”, *Financial Management*, pp. 70-74.
- Clemens, J., Lammam, C. e Lo, M. (2014) – The Economic Costs of Capital Gains Taxes in Canada. Acedido em 12 de Janeiro de 2019 em: <https://www.fraserinstitute.org/sites/default/files/economic-costs-of-capital-gains-taxes-in-canada-chpt.pdf>
- Código do Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Colectivas
- Comissão para a Reforma do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas – 2013. Relatório Final. Consultado em 13 de maio de 2016 em: <http://www.occ.pt/fotos/editor2/relatorioirc.pdf>.
- Constituição da República Portuguesa
- Courinha, Gustavo Lopes (2016) – Temas de direito tributário: IRC, Iva e IRS. Eliminação da dupla tributação económica: *Participation Exemption* e crédito de imposto. Centro de estudos judiciais. Acedido em 2 de Maio de 2018 em: [http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/Administrativo\\_fiscal/eb\\_book\\_Tributario\\_II.pdf](http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/Administrativo_fiscal/eb_book_Tributario_II.pdf)
- Cunha, L., Quelhas, J. e Almeida, T. (2014) – Notas sobre o regime de *Participation Exemption* previsto no IRC. Boletim de ciências económicas – Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.
- Dackehag, M. e Hansson, A. (2015) – Taxation of Dividend Income and Economic Growth – The Case of Europe. Working papers series from Swedish Entrepreneurship Forum. Acedido em 20 de Janeiro de 2018 em: <http://portal.research.lu.se/portal/en/publications/taxation-of-dividend-income->

[and-economic-growth-the-case-of-europe\(20f655d7-0d64-4286-958a-fe58d830765c\)/export.html](http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00321.x)

- Deangelo, H., Deangelo, L., Skinner, D. (2004) - Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. *Journal of Financial Economics*, v. 72, p. 425-456. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00186-7](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00186-7)
- Devereux, Michael P. (2016) – The impact of taxation on the location of capital, firms and profit: A survey of empirical evidence. Oxford University Center for Business School.
- Digumber, S., Soondram, H. e Jugurnath, B. (2017) – Tax Policy and Foreign direct investment: Empirical Evidence from Mauritius. *International business research*. Acedido em 2 de Fevereiro de 2018 em: <https://ideas.repec.org/a/ibn/ibrjnl/v10y2017i3p42-56.html>
- Djankov, S., Ganser, T., McLiesh, C., Ramalho, R. e Shleifer, A. (2010) – The effect of Corporate Taxes on Investment and Entrepreneurship. National Bureau of Economic Research – Cambridge. Acedido em 16 de Maio de 2018 em: <http://enterprisesurveys.org/~media/FPDKM/EnterpriseSurveys/Documents/Research%20Papers/Effect-of-Corporate-Taxes-on-Investment.pdf>
- Dreber, Daniel (2012) – The Impact of Corporate Taxes on Investment: Na Explanatory Empirical Analysis for Interested Practitioners. Acedido a 14 de Junho de 2018 em: <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp12040.pdf>
- Duarte, Rui Miguel Rosa (2016) – *Participation Exemption* em Portugal: propostas normativas para a melhoria do regime e exame da sua compatibilidade com o direito da União Europeia. Lisboa: universidade Católica portuguesa, 2016. Tese de mestrado. Acedido em 26 de Junho de 2018 em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/21832/1/Tese%20Rui%20Duarte.pdf>
- Fama, E., French, K. (2001) - Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 14, n. 1, p. 67-79. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00321.x>

- Federici, D. e Parisi, V. (2015) – Do corporate taxes reduce investments? Evidence from Italian firm-level panel data. *General & Applied Economics – Research article*. Acedido em 20 de Maio de 2018 em: <https://www.cogentoa.com/article/10.1080/23322039.2015.1012435.pdf>
- Franklin, J. e Muthusamy, K. (2011). Impact of leverage on firms Investment decision. *International Journal of Scientist & Engineering Research* Volume 2, Issue 4 ISSN 2229-5518.
- Hall, G., Hutchinson, P. e Michaelas, N (2000). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5-6), 711-728.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*, 2<sup>nd</sup> edn. *Econometric Society Monograph* 36. Cambridge University Press: New York.
- Hsiao, C. (2007). Panel Data analysis advantages and challenges. *Test*, 16(1), 1-22.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jordan, J., Lowe, J. e Taylor, O. (1998). Strategy and financial policy in UK small firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 (1-2), 1-27.
- Lang, L., Ofek, E. and Stulz, R. (1995) – Leverage, Investment and Firms Growth, National bureau of economic research. Acedido em 10 de Janeiro de 2019 em: <https://www.nber.org/papers/w5165.pdf>
- Lie, Erik. (2005) - On the Timing of CEO Stock Option Awards. *Management Science*, Iowa City, v. 51, n. 5, p. 802-812.
- Madureira, Ana Margarida Pinto Valente Gomes (2015) – O Regime de *Participation Exemption*: análise critica. Porto: Universidade Católica Portuguesa, 2015. Tese de Mestrado. Acedido em 26 de Julho de 2017 em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/20453/1/O%20regime%20nacional%20de%20Participation%20Exemption%20an%C3%A1lise%20cr%C3%ADtica.pdf>

- Medeiros, O. e Doonik, B. (2008). Relação Empírica entre dividendos, volatilidade de retornos e volume de negócios no mercado de ações Brasileiro. *Brazilian Business review*, Vol.5 nº1, ISSN 1807-734X.
- Mendes, António Rocha Mendes (2013). *Participation Exemption: Novos Problemas*. Acedido em 2 de Agosto de 2017 em: [http://www.fd.lisboa.ucp.pt/resources/documents/conferencias/2013/reforma\\_ir\\_c\\_arochemendes.pdf](http://www.fd.lisboa.ucp.pt/resources/documents/conferencias/2013/reforma_ir_c_arochemendes.pdf)
- Michaelas, N., Chittenden, F. e Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small business Economics*, 12(2), 113-130.
- McCaffrey, C., Peterson, E., e Laudicina, P. (2018): Investing in a localized world: The 2018 A.T. Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index. Acedido a 26 de julho de 2018 em: <https://www.atkearney.com/foreign-direct-investment-confidence-index/full-report>
- Muzaffar, Bilal (2015). The impact of leverage on the Investment of the firms, *Asian Journal of Humanities and Social Studies* (ISSN: 2321-2799)
- Neto, Adylaise dos Santos Barbosa (2015) – Soberania Fiscal e suas Limitações na perspectiva internacional. Coimbra: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, 2015. Tese de Mestrado.
- Neves, E. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, 14(1), 2–22. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2017-0055>
- Neves, M. E., Henriques, C., and Vilas, J. (2019), “Financial performance assessment of electricity companies: evidence from Portugal”, *Operational Research*, 1-49
- OECD (2017). Relatórios Económicos da OCDE – Portugal Fevereiro 2017. Acedido a 3 de Junho de 2018 em <https://www.oecd.org/eco/surveys/Portugal-2017-OECD-economic-survey-overview-portuguese.pdf>
- Sá, T. M., Neves, E. D. and Gós, C. G. (2017). The influence of corporate governance on changes in risk following the global financial crisis: evidence from the

Portuguese stock market”, *Journal of Management & Governance*, Vol.21 N.4, pp. 841-878.

Santos, Maria da conceição Gama Garcia (2011) – Capacidade Contributiva e tributação do rendimento das pessoas colectivas. Portal Gestão. Acedido a 22 de Maio de 2018 em: <https://www.portal-gestao.com/artigos/6581-capacidade-contributiva-e-tributa%C3%A7%C3%A3o-do-rendimento-das-pessoas-colectivas.html>

Santos, Joana (2017) – As empresas utilizam a distribuição de dividendos como um meio para obterem benefícios fiscais?. Porto: Universidade Católica Portuguesa, 2017. Tese de Mestrado. Acedido em 22 de Junho de 2018 em: [https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/23619/1/CPBS\\_Joana%20Santos%20-%20TFM\\_Abril%202017.pdf](https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/23619/1/CPBS_Joana%20Santos%20-%20TFM_Abril%202017.pdf)

Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: Capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466. Acedido em 2 de Junho de 2018 em: <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344>

Silva, Patrícia Margarida Augusto (2017) – A Dupla Tributação dos lucros das empresas em Portugal e Evasão Fiscal. Coimbra: Instituto Politécnico de Coimbra, 2017. Tese de Mestrado

Sogorb-Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital venture: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*, 25(5), 447-457.

Tax France Highlights, 2018. Acedido a 5 de Setembro de 2018 em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-francehighlights-2018.pdf>

Tax Germany Highlights, 2018. Acedido a 5 de Setembro de 2018 em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-germanyhighlights-2018.pdf?nc=1>

Tax Luxembourg Highlights, 2018. Acedido a 5 de Setembro de 2018 em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-luxembourghighlights-2018.pdf?nc=1>

- Tax Netherlands Highlights, 2018. Acedido a 5 de Setembro de 2018 em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-netherlandshighlights-2018.pdf>
- Tax Spain Highlights, 2018. Acedido a 5 de Setembro de 2018 em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-spainhighlights-2018.pdf>
- Varouj, A., Ying, G. and Jiaping, Q. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence, *Journal of corporate Finance*, 11 (2005) 277-291.
- Vieira, E., Neves, E., and Dias, A. (2019). Determinants of Portuguese Firms' Financial Performance: Panel Data Evidence, *International Journal of Productivity and Performance Management*, DOI 10.1108/IJPPM-06-2018-0210
- Vieira, E., Neves, E. and Dias, A. (2019), "Determinants of Portuguese Firms' Financial Performance: Panel Data Evidence", *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 68, No. 7, pp. 1323-1342.
- Vo, Xuan Vinh (2018). Leverage and corporate investment – Evidence from Vietnam. *Financial research letters* Vol. 28 March 2019, pages 1-5
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Xavier, António Lobo (2013). Relatório final: Uma reforma do IRC orientada para a competitividade, o crescimento e o emprego. Acedido em 18 de Agosto de 2017 em: <https://www.occ.pt/fotos/editor2/relatorioirc.pdf>
- Yagan, Danny (2015). Capital Tax Reform and the Real Economy: The effects of the 2003 dividend tax cut. National Bureau of economic Research. Acedido em 20 de Maio de 2018 em: <https://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=5&sid=adb5c349-d514-42a0-807a-4b4b7c557f4c%40sessionmgr4008>
- Zodrow, G. 1991, On the traditional and new views of taxation, *National Tax Journal*, 44(1), 497-509.