



Influência do Governo das Sociedades na Elisão Fiscal das Empresas Portuguesas

por

Maria de Lurdes Ribeiro Morais

Dissertação de Mestrado em Finanças

Orientada por:

Professor Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão

Professor Doutor Francisco Vitorino Martins

2012

A Faculdade de Economia do Porto (FEP) entende não dar nenhuma aprovação ou reprovação às opiniões emitidas nesta dissertação, pelo que as mesmas são da inteira responsabilidade do autor.

NOTA BIOGRÁFICA

Maria de Lurdes Ribeiro Morais frequentou o Colégio de S. Gonçalo em Amarante tendo obtido o diploma do curso Técnico-Administrativo em Contabilidade e Gestão.

Ingressou na Escola Superior de Estudos Industriais e Gestão (ESEIG) em Vila do Conde, tendo concluído o Bacharelato e a Licenciatura em Contabilidade e Gestão.

Licenciou-se em Contabilidade e Administração ramo de Auditoria pelo Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto (ISCAP).

Especializou-se em Contabilidade e Fiscalidade pelo Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto (ISCAP).

Iniciou o Mestrado em Finanças na Faculdade de Economia do Porto, tendo concluído a parte curricular.

AGRADECIMENTOS

A Deus por toda a força e conhecimento.

À minha mãe, a quem dedico este trabalho.

Aos meus orientadores, Professor Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão e Professor Doutor Francisco Vitorino Martins, pelos sábios conselhos e disponibilidade dispensada ao longo deste trabalho.

À restante família e amigos pelo apoio e motivação.

RESUMO

Esta dissertação de mestrado tem como objetivo analisar a influência do governo das sociedades na elisão fiscal de empresas portuguesas. Cinco variáveis de governo das sociedades foram consideradas: tamanho do conselho de administração, independência do conselho de administração, a separação entre as funções de presidente do conselho de administração e de CEO, a participação acionista dos administradores executivos e a remuneração variável.

O estudo empírico efetuado tem por base os dados anuais dos relatórios de contas consolidadas de quatro empresas do Grupo Sonae, para os anos de 2005 a 2010. Os dados em painel, com 24 observações, permitiram efetuar a estimação dos parâmetros do modelo pelo método dos mínimos quadrados tendo sido também efetuada a análise da heteroscedasticidade, usando-se os estimadores consistentes de White. Os resultados obtidos são concordantes com a evidência empírica de estudos precedentes, em particular com o estudo de Minnick e Noga (2010), e evidenciam que a elisão fiscal está negativamente relacionada com o tamanho, independência e dualidade de funções e positivamente relacionada com a estrutura acionista e remuneração variável. Contudo, só as variáveis tamanho e estrutura acionista são consideradas significativamente explicativas da elisão fiscal.

Palavras chave: Governo das sociedades, conselho de administração, elisão fiscal, taxa efetiva de imposto.

ABSTRACT

This dissertation's goal is to analyze the influence of corporate governance in the tax avoidance of Portuguese companies. Five corporate governance variables were considered: board size, board independence, the separation between the functions of chairman and CEO, the shareholding of executive and variable compensation.

The empirical research was based on data from annual reports of consolidated accounts of four companies of Sonae Group for the years 2005 to 2010. The panel data, with 24 observations, allowed to perform the estimation of model parameters by the ordinary least squares method having the analysis also been done through the analysis of the heteroskedasticity consistent estimator of White. The results obtained are consistent with the empirical evidence of previous studies, particularly the study of Minnick and Noga (2010), and highlight the fact that tax avoidance is negatively related to the size, independence and duality of functions and positively related to shareholder structure and variable compensation. However, only the size and ownership structure variables are considered significantly explanatory of tax avoidance.

Keywords: Corporate governance, board, tax avoidance, the effective tax rate.

ÍNDICE

1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura.....	6
2.1. Governo das Sociedades.....	6
2.2. Elisão Fiscal.....	17
3. Hipóteses, Dados e Metodologia.....	21
3.1. Objetivo e Hipóteses de Investigação	21
3.2. Dados, Variáveis e Amostra	24
3.3. Metodologia.....	28
4. Resultados	30
4.1. Análise Estatística Descritiva das Variáveis	30
4.2. Análise Multivariável.....	44
5. Conclusão.....	52
6. Bibliografia	55
7. Anexos	65

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Sinais esperados entre a elisão fiscal e os coeficientes das variáveis	23
Tabela 2: Fontes de informação e dados recolhidos	26
Tabela 3: Elisão fiscal e subdivisão por taxas efetivas nacionais e estrangeiras	31
Tabela 4: Comparação das taxas efetivas	32
Tabela 5: Análise descritiva da composição conselho administração	34
Tabela 6: Análise da dualidade de funções	35
Tabela 7: Análise da participação acionista dos administradores executivos	37
Tabela 8: Análise da remuneração variável das empresas	39
Tabela 9: Análise do desempenho das empresas	41
Tabela 10: Média das variáveis explicativas e de controlo	42
Tabela 11: Coeficientes de correlação das variáveis	43
Tabela 12: Resultado da estimação do modelo pelo método MQO	45
Tabela 13: Teste de heterocedasticidade de White	46
Tabela 14: Resultados de estimação com correção de heteroscedasticidade de White	46
Tabela 15: Validação das hipóteses de investigação ao nível de significância de 5%	48
Tabela 16: Resultado da estimação do modelo final por OLS	49
Tabela 17: Resultado da estimação do modelo final com correção de White	50
Tabela 18: Validação das hipóteses de investigação: resultado final	51
Tabela 19: Proveniência das receitas fiscais do Estado Português	65
Tabela 20: Receitas fiscais perdidas devido aos benefícios fiscais concedidos	66
Tabela 21: Despesa fiscal em IRC por modalidade técnica de benefício	66
Tabela 22: Despesa fiscal em IRC por identificador	67
Tabela 23: Taxa média efetiva por escalão de proveitos	67
Tabela 24: Estatística descritiva da Sonae Industria S.G.P.S., S.A.	68
Tabela 25: Estatística descritiva da Sonae Sierra S.G.P.S., S.A.	68
Tabela 26: Estatística descritiva da SonaeCom S.G.P.S., S.A.	68
Tabela 27: Estatística descritiva da Sonae Investimentos S.G.P.S., S.A.	69
Tabela 28: Estatística descritiva da Sonae S.G.P.S., S.A.	69
Tabela 29: Estatística descritiva do Grupo.	69

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 : Dualidade funções no Grupo Sonae	36
Figura 2: Participação acionista dos administradores executivos no Grupo Sonae	38

ABREVIATURAS

CASH ETR – Montante de Impostos Pagos por uma Empresa;

CEO – Chief Executive Officer;

CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários;

CSC – Código das Sociedades Comerciais;

DUAL – Dualidade;

E_AC – Participação Acionista dos Administradores Executivos;

EBIT – Earnings Before Interest and Taxes;

E_FISC– Elisão Fiscal;

ETR – Taxa Efetiva Imposto ou Taxa de Tributação Efetiva;

ETR_E – Taxa Efetiva de Imposto Estrangeira ou Elisão Fiscal Estrangeira;

ETR_N – Taxa Efetiva de Imposto Nacional ou Elisão Fiscal Nacional;

GAAP ETR – Taxa Efetiva de Imposto ou Elisão Fiscal;

IFRS – Normas Internacionais de Relato Financeiro;

INDEP – Independência do Conselho de Administração;

IRC – Imposto sobre o Rendimentos das Pessoas Coletivas;

L_P – Lucro ou Prejuízo;

OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico;

OLS - Ordinary Least Squares

MQO –Mínimos Quadrados Ordinários;

RA – Resultado por Ação;

RAI – Resultados Antes Impostos;

ROA – Rentabilidade do Ativo (*Return non Assets*);

TAM – Tamanho Conselho Administração;

VN – Volume de Negócios.

1. Introdução

Enquadramento

O objetivo do presente estudo é analisar se existe ou não influência do governo das sociedades (*corporate governance*) na elisão fiscal das empresas portuguesas contribuindo para um incremento do valor da empresa não só para os acionistas como para todos os *stakeholders*¹. Caso exista influência, pretende-se também verificar quais as variáveis do governo das sociedades com significância estatística nesta relação. Para o efeito é importante começar por perceber o contexto em que ambos os temas surgem e de que forma se interligam.

O desenvolvimento dos mercados, a forte competição internacional, o aperfeiçoamento dos meios de informação e a crescente pulverização dos capitais tem impulsionado as empresas a procurarem formas mais eficientes de satisfazerem as necessidades dos acionistas (proprietários de capitais), administradores e demais *stakeholders*. É neste contexto que o governo das sociedades surge, apresentando-se como um mecanismo de harmonização dos diversos interesses existentes.

No entanto, essa harmonização foi posta em causa por graves crises financeiras decorrentes de um conjunto de escândalos, de que o mais conhecido é a falência do gigante norte-americano da área da energia Enron, em Dezembro de 2001, a que se podem equiparar casos similares, tanto nos EUA (WorldCom, Nortel, Toys e Bernard Madoff), como na Europa (Parmalat e Vivendi). Estes escândalos despoletaram dúvidas sobre a credibilidade da informação financeira e a eficiência dos sistemas de fiscalização das empresas e, conseqüentemente, trouxeram para o domínio da opinião pública um debate que há muito se vinha fazendo, nos meios académicos e nos órgãos de regulação e supervisão financeira, relativamente ao conceito de “bom governo das sociedades” e à eficácia de alguns dos seus mecanismos.

¹ Termo anglo-saxónico que significa todos os que têm interesses na empresa, isto é, acionistas, obrigacionistas, estado, clientes, fornecedores, trabalhadores e comunidade.

Preocupados com o facto de que um inadequado governo das sociedades pudesse provocar desequilíbrios organizacionais, os governos de diversos países, entre os quais Portugal, têm vindo a elaborar leis que definem as funções, composição, tamanho, estrutura e funcionamento dos órgãos de governação das empresas com o intuito de melhorar o cumprimento das suas funções, nomeadamente ao nível da supervisão e controlo de gestão e assim repor a segurança e confiança nos mercados. Neste cenário, assume papel de destaque o conselho de administração.

Adicionalmente, as crises financeiras contribuíram também para que os mesmos governos dessem uma maior importância à área fiscal e se tornassem mais rigorosos na sua gestão procurando encontrar fluxos de receitas adicionais. Atentas a essa nova realidade muitas empresas têm optado por fortalecer a sua gestão fiscal. Desse modo, num momento em que os requisitos de governo das sociedades e as normas fiscais são mais apertadas e rigorosas, não é por acaso que as questões associadas ao planeamento fiscal e riscos inerentes se tornem o centro de discussão nas reuniões dos conselhos de administração. Quando as empresas têm margens de lucro apertadas, o conselho de administração impele os gestores a pensar em formas de pagar menos impostos, aparecendo então as figuras da elisão fiscal (*evasão extra legem*) e da evasão fiscal (*evasão contra legem*).

Até ao momento na literatura académica, e apesar dos estudos já publicados, não existe um conceito comumente aceite para definir elisão fiscal/evasão fiscal uma vez que os termos apresentam diferentes significados para diferentes autores.

Entendemos por isso, e após leitura de várias obras sobre o tema, que a elisão fiscal, configura o planeamento fiscal que utiliza métodos legais, isto é, sustentados na lei (benefícios fiscais, isenções de impostos...) para diminuir a carga tributária e obter taxas de tributação menores. Por sua vez, a evasão fiscal manifesta-se no planeamento fiscal que utiliza meios ilegais (ocultação de proveitos e acréscimos de custos, interpretação abusiva das normas fiscais,...) para fugir aos impostos.

A elisão fiscal, base de referência do presente trabalho, é tanto mais importante quanto maior for a dimensão e internacionalização das empresas, pois é necessário atender a sistemas fiscais mais abrangentes, passíveis de diferentes bases de tributação, de estruturas de taxas, de medidas de incentivo e de regras e procedimentos fiscais mais complexos.

Todos estes fatores implicam a afetação de recursos para a gestão fiscal e consequentes custos. De acordo com os autores Scholes *et al.* (2009) esses custos incluem risco de incerteza, taxas implícitas e custos de transação pelo que é de ponderar sempre a relação existente entre custo e benefício. No entanto, de acordo com os mesmos autores, pressupõe-se que as empresas são entidades organizacionais racionais e que só irão enveredar pelo planeamento fiscal se daí advier poupança fiscal e, claro está, incremento de valor.

Contudo, a questão do incremento de valor por parte do planeamento fiscal não é consensual, isto porque, enquanto alguns autores como Rego e Wilson (2009), alegam dúvidas quanto à capacidade da gestão fiscal em maximizar valor em face do benefício só se realizar a longo prazo e ser incerto, outros há como Bankman (1999), Graham e Tucker (2006), Wilson (2008), Minnick e Noga (2010), para quem o planeamento fiscal, via elisão fiscal, desempenha um papel importante no governo de sociedades e contribui para a criação de valor.

Assim, a elisão fiscal pode ser vista como um fator de competitividade para a empresa na medida em que, pagando menos impostos, pode aplicar esses recursos noutros ativos ou processos ligados à sua atividade principal com o objetivo de obter um melhor desempenho económico e financeiro.

Neste seguimento, é nossa opinião que tanto o planeamento fiscal, via elisão fiscal como um bom governo das sociedades têm como princípio norteador a gestão de receitas e riscos, de modo a maximizar o valor da empresa através de uma gestão tributária eficaz, medida entre outros, pelo comportamento da taxa efetiva de imposto.

A perspetiva deste trabalho, embora partilhe o objetivo do estudo de Minnick e Noga (2010), no que concerne à influência do governo das sociedades na taxa efetiva de imposto, apresenta contudo diferenças ao nível da metodologia e das variáveis utilizadas, bem como ao nível do período temporal e empresas consideradas na amostra. Não obstante, em ambos os estudos constata-se influência do governo das sociedades na elisão fiscal das empresas.

Justificação do Tema

A literatura sobre o governo de sociedades é bastante extensa, resultado do interesse que as revelações de importantes escândalos financeiros, de negócios mal sucedidos, do pagamento de elevadas quantias aos gestores e, mais recentemente, o número elevado de fraudes contabilísticas praticadas pelos gestores, despertaram não só nos meios académicos mas também na sociedade em geral. Contudo, em menor número são os estudos que se procuraram debruçar sobre a influência do governo das sociedades na elisão fiscal das empresas via análise da taxa de tributação efetiva e os existentes centram-se nas empresas americanas, Desai e Dharmapala (2008), Minnick e Noga (2010).

Uma possível explicação para o menor número de trabalhos publicados sobre o tema da elisão fiscal, reside na preferência que é dada pelos académicos e órgãos de regulação e supervisão financeira, à pesquisa e busca de consenso de quais são as melhores práticas de governo de sociedades, bem como às causas/consequências inerentes à divergência de interesses entre as partes (mudança dos gestores, *takeovers*, ...). Da mesma forma a maioria dos trabalhos empíricos realizados têm procurado disseminar até que ponto a estrutura de propriedade, dimensão das empresas ou ambiente sociocultural das empresas afetam a criação de valor para os acionistas, relevando para um plano secundário a relação do governo das sociedades com a área fiscal.

Cientes da influência que o governo das sociedades tem na estrutura tributária das empresas, e atendendo à relevância cada vez maior da elisão fiscal na situação económico-financeira das empresas, e à mais-valia em que a mesma se traduz na criação

de valor para os acionistas foram definidos como objetivos da presente investigação, em primeiro lugar, a oportunidade de contribuir para a literatura existente ao desenvolver um tema atual e relevante; em segundo lugar, evidenciar com dados reais, via análise descritiva e multivariável das variáveis selecionadas, a influência do governo das sociedades na elisão fiscal (medida pela taxa de tributação efetiva, ou por outras palavras, taxa efetiva de imposto) de algumas empresas de um grande grupo económico português (Grupo Sonae).

Estrutura da Dissertação

Após este capítulo introdutório, em que foi efetuado o enquadramento teórico do tema, revelado o problema da pesquisa e consequentemente apresentada a contribuição pretendida com o estudo e as razões que o motivaram, a parte remanescente desta dissertação está organizada do seguinte modo: o segundo capítulo está consagrado à revisão da literatura sobre o governo das sociedades e elisão fiscal. Em particular, são apresentados estudos empíricos que analisam o efeito que a composição, o tamanho, a independência, a estrutura acionista e a remuneração nos conselhos de administração têm sobre a elisão fiscal e desempenho das empresas. O terceiro capítulo tem como finalidade apresentar as hipóteses de investigação, os dados, a seleção da amostra e a metodologia seguida na análise da influência do governo das sociedades na elisão fiscal. O quarto capítulo tem como objetivo apresentar os resultados da análise estatística descritiva e da análise multivariável. O quinto e último capítulo pretende enunciar as principais conclusões deste estudo, algumas limitações e sugestões para novos trabalhos.

2. Revisão da Literatura

2.1. Governo das Sociedades

O estudo do governo das sociedades é de grande interesse quer ao nível empírico quer ao nível académico sendo a interpretação do seu conceito essencial para a compreensão da extensão e do impacto da adoção pelas empresas das práticas que refletem a boa governação e consequentemente afetam o desempenho das empresas.

Mas afinal o que é o governo das sociedades? Não existe uma definição única de governo das sociedades, existem sim múltiplas perspetivas e definições e embora o conceito seja considerado relativamente recente na literatura académica, o primeiro estudo sobre o tema remonta ao século XVIII e foi efetuado por Adam Smith (1776). Anos mais tarde, já em pleno século XX, os autores Berle e Means (1932) conceberam a primeira definição sobre governo das sociedades ao considerá-lo um conjunto de mecanismos de controlo interno e externo que procura harmonizar os conflitos entre acionistas e gestores, resultantes da separação entre propriedade e gestão.

Mas, foi só a partir da década de setenta, com a produção de diversos estudos e artigos científicos protagonizados por autores como Jensen e Meckling (1976), Shleifer e Vishny (1997), Zingales (1998), John e Senbet (1998), Millstein (1998), Hitt, Ireland e Hoskisson (2003), Denis e McConnell (2003), entre muitos outros, que surgiram as mais variadas definições de governo das sociedades. No entanto, todas elas têm em comum o facto de considerarem o governo das sociedades como conjunto de práticas, de princípios e de mecanismos de monitorização, empreendidos pelas empresas no estabelecimento de regras de conduta e comportamento, com o propósito de garantir a prevenção/monitorização dos potenciais conflitos entre gestores, acionistas, credores e assim maximizar o valor da empresa e valorizar o retorno do investimento para os acionistas.

Segundo Babic (2003), estas definições apresentadas por vários autores ao longo dos últimos anos, induzem ao nascimento daquilo que ele designa como a separação do controlo e da gestão das empresas.

Esta separação também foi alvo de análise quer por parte do organismo de supervisão, Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), quer por parte do organismo internacional, Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE). Ambos os organismos ressaltam a preocupação com o equilíbrio de direitos e relações entre o agente e o principal tendo emitido as suas próprias definições de governo das sociedades. Para a CMVM o governo das sociedades é um sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emitentes de atividade admitidas à negociação em mercado regulamentado (CMVM, 2003). Para a OCDE (2004) o governo das sociedades é o sistema através do qual as empresas são dirigidas e controladas. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, seus acionistas e demais interessados com vista à melhoria da eficiência e do crescimento económico, bem como ao reforço da confiança dos investidores, sustentada numa fiscalização eficaz.

Após esta breve revisão de conceitos de governo das sociedades e por forma a relacionar o governo das sociedades com a área fiscal, vamos interpretá-lo como o conjunto de mecanismos de controlo e de direção que atenuam não só os problemas de agência entre gestores e acionistas mas também influenciam a tomada de decisões fiscais substanciadas em menores taxas de tributação efetivas e, conseqüentemente, numa maior geração de valor para os acionistas.

De entre os vários mecanismos que atenuam os problemas de agência entre gestores e acionistas e que têm influência no comportamento fiscal das empresas, vamos incidir a nossa atenção nos seguintes: composição e independência do conselho de administração, participação acionista dos executivos no conselho de administração, e sistema de compensação dos administradores executivos indexados ao desempenho da empresa.

Conselho de Administração

Nos últimos anos, uma boa parte do debate acerca da eficiência dos mecanismos de governo das sociedades têm-se focado na atividade dos conselhos de administração,

órgão representativo dos interesses dos acionistas e cuja responsabilidade principal, segundo Fama e Jensen (1983), é ratificar ou aprovar as decisões dos gestores e monitorizar a implementação dessas decisões.

Composição e Independência do Conselho de Administração

Vários autores têm procurado desvendar qual a composição e independência do conselho de administração, que representa melhor os interesses dos acionistas e o seu impacto no desempenho da empresa (Hermalin e Weisbach (1991, 2003, 2010), Core *et al.* (1999), Weston *et al.* (2001), Bhagat e Black (2002), Wan (2003), Coles, Daniel e Naveen (2008), Dechow *et al.* (2010). Os resultados obtidos sugerem que a composição do conselho de administração tem influência na eficácia da gestão, havendo contudo dúvidas sobre o efeito da independência² do conselho de administração no desempenho das empresas.

Autores como Hermalin e Weisbach (1991, 2003), Byrd e Hickman (1992), Jensen (1993) e Core *et al.* (1999) demonstraram que empresas com grandes conselhos de administração, nomeadamente ao nível de administradores internos apresentavam mais problemas de agência sendo por vezes considerados um obstáculo à mudança e que empresas com pequenos conselhos de administração, maioritariamente constituídos por administradores independentes tinham um melhor desempenho. Segundo Yermack (1996) e Hermalin e Weisbach (2010) o tamanho do conselho de administração está negativamente relacionado com o desempenho da empresa, facto que justificam com problemas de comunicação e coordenação entre os administradores. Recentemente, Dechow *et al.* (2010) evidenciaram que o aumento de administradores está associado a piores resultados das empresas. Por sua vez Chamberlain (2010), demonstrou que o número de administradores independentes está significativa e positivamente relacionado com o desempenho da empresa. Estas constatações teóricas tiveram reflexos práticos nas empresas americanas, com a transição de conselhos de administração

² O termo independente é um conceito intangível, significando que a presença de diretores externos não garante mais independência, em suas opiniões e atos, do que os diretores internos oferecem, sendo que a independência dos diretores surge quando os seus interesses estão perfeitamente alinhados com os dos acionistas.

maioritariamente constituídos por administradores internos nos anos de sessenta para conselhos de administração maioritariamente constituídos por administradores independentes nos anos mais recentes, refletindo a abordagem de que estes últimos podem ser mais efetivos na principal tarefa do conselho de administração que é supervisionar os executivos.

Há, contudo, outros trabalhos de investigação que oferecem indícios de que empresas com um elevado número de administradores independentes têm um desempenho fraco. Bhagat e Black (1999) e Wan (2003) evidenciaram nos seus estudos, a fragilidade da teoria anterior ao demonstrarem que conselhos de administração de reduzida dimensão e com mais administradores independentes não eram sinónimo de um bom desempenho das empresas. Aliás, estes autores comprovaram essa teoria, demonstrando a existência de situações onde um conselho altamente independente não preveniu a destruição de valor da empresa, citando inclusive o exemplo da Enron (com onze diretores independentes sobre um total de 14 diretores). Partilhando este ponto de vista, Weston *et al.* (2001) aconselhavam mesmo que os administradores independentes não tivessem qualquer relação comercial com a empresa por forma a garantir uma melhor monitorização das atividades do conselho de administração.

Com efeito, não existe uma regra que permita às empresas encontrar a estrutura ótima que permita definir qual a composição e independência do conselho de administração afeta ao melhor desempenho, pelo que cientes desse facto autores como Bhagat e Black (2002), Coles, Daniel e Naveen (2008) verificaram que o sector do negócio e as características das empresas também influenciavam a composição e independência do conselho de administração. Em nosso entendimento, estes fatores devem ser considerados aquando da análise e definição da composição do conselho de administração, particularmente porque afetam a forma como o conselho de administração efetua o planeamento fiscal das empresas.

Analisando a influência do conselho de administração no planeamento fiscal das empresas, Minnick e Noga (2010) constataram que o tamanho, a composição e a independência do conselho de administração não são variáveis significativamente

explicativas das taxas de tributação efetivas, pese embora haver uma relação positiva entre o aumento de administradores independentes e aumento do valor dos impostos pagos. Segundo os autores, tal facto resulta ou da preocupação dos administradores independentes em não querer denegrir a sua imagem profissional ou de conhecimentos de estratégia fiscal mais eficazes por parte dos administradores internos. Curiosamente verificaram que as empresas com conselhos mais pequenos e ágeis dão preferência a um planeamento fiscal de impostos estrangeiros, isto é, preconizados em legislação fiscal estrangeira, enquanto empresas com grandes conselhos e administradores independentes focam-se na gestão fiscal interna, particularmente nas taxas de imposto nacionais.

Dualidade de Funções no Conselho de Administração

Estudos como o de Demsetz (1983) e o de Fama e Jensen (1983) realçaram que, na situação em que a gestão possui um suficiente poder de voto (*insider ownership*) para assegurar permanentemente a sua posição, esta poderá tornar-se imune ao potencial disciplinador dos mecanismos de governo das sociedades, a uma ameaça de *takeover* ou à concorrência do mercado de trabalho, resultando num mau desempenho das empresas.

Neste contexto, estudos académicos e o Código de Governo das Sociedades recomendam que as funções de presidente do conselho de administração (*Chairman*) e presidente da comissão executiva (*Chief Executive Officer* (CEO)) sejam ocupados por pessoas diferentes, de forma a evitar que o CEO detenha um poder excessivo, e origine o fenómeno de ineficiência da gestão apelidado na literatura como dualidade de funções.

De facto, na opinião de Deli e Gillan (2000) e Klein (2002), sempre que o cargo de CEO e *Chairman* são ocupados pela mesma pessoa, verifica-se um efeito negativo no desempenho da empresa, justificado pelo comportamento oportunista do CEO. Opinião idêntica é partilhada por Harjoto e Jo (2008) e Bhagat e Bolton (2008), que referem que a dualidade de funções influencia negativamente o valor e o desempenho da empresa. Tal facto poderá estar relacionado com a preponderância do papel do CEO na

determinação do nível de elisão fiscal/evasão fiscal que as empresas praticam Dyreng *et al.* (2010).

Não obstante os estudos acima referidos, Minnick e Noga (2010) verificaram que a dualidade de funções do conselho de administração não é uma variável significativamente explicativa da taxa de tributação efetiva, sendo-o contudo ao nível do montante de impostos pagos.

Participação Acionista dos Executivos na Empresa

De acordo com Leland e Pyle (1977) um executivo que possui uma grande percentagem de participação acionista na empresa está mais propenso a trabalhar arduamente, ter um horizonte muito maior nos investimentos, assim como tomar decisões de investimento muito mais conscientes que permitam alinhar os interesses dos acionistas com os gestores. Opinião idêntica é partilhada por Byrd *et al.* (1998), que defendem que os grandes acionistas possuem um maior interesse na monitorização da gestão de forma a reduzir o problema de agência e aumentar o valor da empresa.

No entanto, autores como Morck *et al.* (1988) e Perrini, Rossi e Rovetta (2008) argumentam que existe uma relação negativa entre participação acionista dos administradores e o desempenho da empresa, enquanto Klein (2002) refere haver uma relação negativa entre o desempenho e o número de ações detidas pelo CEO. Lang, Lins e Miller (2004) e Dechow *et al.* (2010) sugerem que uma grande participação acionista dos administradores pode levar a um aumento dos problemas de agência devido ao efeito enraizamento da gestão.

Esta divergência de pontos de vista sobre a participação acionista dos administradores executivos na literatura sobre o governo das sociedades é sustentada no estudo recentemente efetuado por Daoud Ellili (2011), segundo o qual não existe uma relação linear entre a participação acionista dos executivos e a criação de valor. Opinião idêntica é partilhada por Bos *et al.* (2011) para quem a participação acionista dos

administradores executivos tem impacto no desempenho das empresas, embora não consigam afirmar o mesmo para os administradores não executivos.

Analisando o desempenho das empresas sob o ponto de vista fiscal, Desai *et al.* (2007a), evidenciaram que o governo das sociedades tem um papel importante na estrutura de propriedade das empresas e que esta por sua vez tem um papel importante na elisão fiscal/evasão fiscal (Desai e Dharmapala (2008).

Essa constatação foi corroborada por Gomez-Mejia *et al.* (2007) e mais recentemente por Steijvers *et al.* (2011) ao constatar que os CEO's com menor percentagem de participação acionista tem mais propensão em enveredar por atividades que impliquem um menor pagamento de impostos, ao contrário dos CEO's que detenham uma maior percentagem de participação acionista. Na opinião de Gomez-Mejia *et al.* (2007) tal acontece porque os CEO's com participações acionistas não querem a sua reputação associada a fuga de impostos e penalizações que ponham em causa o bom nome das dinastias futuras. Steijvers *et al.* (2011) concluíram ainda que há separação entre a estrutura de propriedade e gestão sempre que os CEO's não tenham nenhuma percentagem no capital da empresa, facto que pode originar conflitos de agência.

Compensação dos Executivos

As políticas de remuneração, na opinião dos autores, Jensen e Murphy (1990), Vieito *et al.* (2009), são um dos mais importantes fatores de sucesso das empresas e devem ser elaboradas para dar aos executivos incentivos para selecionar e implementar atividades que aumentem a riqueza dos acionistas, muito embora seja conhecido que a riqueza dos acionistas é afetada, não só pela remuneração, mas também pelas atividades dos administradores, empregados, condições de procura e oferta e políticas públicas. Os autores enfatizam que não é o quanto é pago ao executivo, mas sim como é pago, uma vez que um aumento na remuneração - conduzida pela melhoria no desempenho do empreendimento – não representa uma transferência de riqueza dos acionistas para os executivos. Segundo os autores, os planos ou pacotes de remuneração compõem-se de

três grandes grupos: i) salários; ii) participação nos resultados/*stock options*³; e iii) remuneração variável. Estes planos ou pacotes de remuneração devem encorajar executivos a realizar atividades que aumentem o valor da empresa ao invés de o destruir, assim como atrair os executivos certos e reter esses executivos a custos baixos (Jensen *et al.* 2004).

Também na opinião de Yermack (2004) os diretores e executivos têm dois grandes incentivos para proteger os interesses dos acionistas: a remuneração e a reputação. Se por um lado, os incentivos monetários (salário, *stock options*,...) os motivam a trabalhar para aumentar o valor dos acionistas, por outro lado, um bom desempenho dos mesmos poderá lança-los numa carreira de sucesso, em empresas com mais prestígio e dimensão.

Não obstante, a remuneração executiva despertar relativa atenção, tanto da comunidade científica (de forma específica), como da sociedade (de maneira geral), como ainda dos investidores institucionais e dos políticos, uma abordagem comumente aceite é a de que o conflito entre acionistas e executivos seria substancialmente reduzido se a remuneração do executivo estivesse mais relacionada com o desempenho da empresa, Miller (1995), Barkema e Gomez-Mejia (1998), Core *et al.* (1999), Brick *et al.* (2006), o que nem sempre acontece. Aliás Brick *et al.* (2006) demonstraram a existência de uma relação positiva entre remuneração do CEO e dos executivos e o mau desempenho das empresas.

Por sua vez, Deckop *et al.* (2006) evidenciaram que os planos ou pacotes de remuneração que contenham componentes de curto prazo (salários, bônus) estão negativamente relacionados com o desempenho das empresas enquanto os planos ou pacotes de remuneração que contenham componentes de médio/longo prazo (*stock options*,...) estão positivamente relacionados com o desempenho das empresas. Esta teoria contraria a evidenciada, anos antes, por Sanders (2001), o qual demonstrou que os

³ *Stock options*, são contratos que concedem ao seu titular o direito de comprar determinado ativo – no caso ações da empresa - a um preço preestabelecido e vendê-lo quando for oportuno – no caso das opções americanas.

executivos, especialmente, os CEO's têm um melhor desempenho se remunerados com componentes de curto prazo.

Outra conclusão sobre a compensação dos executivos e o desempenho foi evidenciada por Yermack (1997), Core *et al.* (1999) e Bebchuk *et al.* (2010) os quais referem que os CEO's de empresas com fracas estruturas de governo das sociedades⁴ são mais propensos a maximizar a sua própria riqueza, o que nos leva a concluir que estas empresas tendem a pagar mais aos seus executivos, independentemente do desempenho dos mesmos. Em nossa opinião, tal acontece devido à ausência de oposição às decisões tomadas pelos CEO's que tendem a aproveitar-se desse facto para oportunisticamente aumentarem a sua remuneração.

Numa vertente mais fiscal, estudos efetuados por autores como Desai e Dharmapala (2006), Rego e Wilson (2009), Frank *et al.* (2009), Minnick e Noga (2010), Armstrong *et al.* (2010, 2012), demonstraram que tanto o governo das sociedades das empresas como as compensações dos executivos têm um forte impacto nas taxas efetivas de imposto. Neste contexto, Desai e Dharmapala (2006) concluíram que o governo das sociedades influencia a relação entre o nível de tributação das empresas e a compensação dos gestores, e que os incentivos podem conduzir a desvios de gestão tendo os acionistas uma função de destaque na avaliação da elisão fiscal/evasão fiscal. No entanto, os resultados são orientados por uma pequena amostra, pelo que os autores propuseram que a qualidade da gestão desempenha um papel nesta relação.

Rego e Wilson (2009) conseguiram demonstrar a existência de uma relação positiva entre a remuneração do CEO e dos executivos e o comportamento fiscal mais agressivo das empresas, consubstanciado num menor pagamento de impostos. A justificação, segundo os autores, pode estar relacionada com a interpretação oportunista das leis fiscais. Os autores demonstraram também, que empresas com comportamentos fiscais mais agressivos associadas a uma estrutura fraca de governo das sociedades tendem a pagar mais aos seus CEO's. Contudo não descobriram evidências de que essa

⁴ Empresas em que o conselho de administração não tem um número relevante de diretores independentes, onde há pouca rotação do lugar do CEO, isto é, o CEO já exerce o cargo há bastante tempo, e onde não há oposição às decisões tomadas no comité das remunerações.

agressividade levasse à deterioração do desempenho futuro das empresas ou fosse o resultado de uma má governação.

Fank *et al.* (2009) verificaram existir uma relação positiva entre relatórios financeiros e relatórios fiscais agressivos, a qual é suportada por uma cultura de governo de sociedades também agressiva. Segundo os autores, as empresas podem elaborar relatórios financeiros atrativos para os investidores, isto é, com bons resultados contabilísticos e ao mesmo tempo apresentar à administração fiscal relatórios evidenciando baixos resultados fiscais. No entanto, não conseguiram comprovar que aos CEO são dados incentivos que justifiquem tal comportamento.

Armstrong *et al.* (2010) estudaram a compensação dos executivos e concluíram que esta está negativamente relacionada com as taxas efetivas de imposto, sugerindo mesmo que aos gestores são dadas compensações para “maquilharem” as demonstrações financeiras de forma a estas apresentarem um impacto favorável. Os mesmos autores em 2012, Armstrong *et al.* (2012), acrescentaram haver uma relação negativa entre os incentivos dados aos diretores fiscais e as taxas efetivas de imposto (GAAP ETR⁵), e não haver relação entre os incentivos dados aos diretores fiscais e o montante de impostos pagos. Nesta contextualização definiram diretores fiscais como os executivos responsáveis pelo planeamento fiscal das empresas ou, em alternativa, como executantes das decisões tomadas ao nível do conselho de administração.

Por sua vez, Minnick e Noga (2010) evidenciaram que a sensibilidade na compensação dos executivos melhora o desempenho global da empresa através da redução a médio/longo prazo dos impostos.

Em suma, compreender a questão dos incentivos é fundamental nas organizações formais, sendo que os incentivos inadequados significam a dissolução da organização, mudanças nos seus propósitos e, ainda mau desempenho das empresas refletido muitas das vezes no comportamento fiscal das empresas.

⁵ O GAAP ETR é o termo utilizado para o cálculo da taxa efetiva de imposto que deriva dos princípios contabilísticos geralmente aceites (Generally Accepted Accounting Principles), nos termos da norma SFAS n. 109. Em Portugal, a norma suporta é a IAS 12 – Imposto sobre o rendimento.

O Governo das Sociedades em Portugal

O governo das sociedades, em Portugal, rege-se essencialmente por dois diplomas distintos, mas interligados entre si, por um lado, o direito das sociedades, permanentemente renovado e, por outro lado, a CMVM, aplicável às empresas cotadas.

O direito das sociedades consubstanciado no Código das Sociedades Comerciais (CSC) aprovado pelo D.L. n.º 262/86, de 2 de Setembro, e com as alterações introduzidas pelo D. L. n.º 76-A/2006, de 29 de Março permite a adoção de um dos três modelos (artigo n.º 278º): i) modelo latino, com um conselho de administração ou administrador único, e um conselho fiscal ou fiscal único; ii) modelo anglo-saxónico com um conselho de administração, uma comissão de auditoria e um revisor oficial de contas, e; iii) modelo germânico, com um conselho de administração executivo ou administrador único, um conselho geral e de supervisão e um revisor oficial. De acordo com o artigo n.º 405º compete ao conselho de administração gerir as atividades da sociedade.

Além do atendimento à legislação da OCDE, as grandes empresas também adotam as práticas recomendadas⁶ pela CMVM. De entre essas práticas sobressai a necessidade de uma participação ativa e independente do conselho de administração composto na maior parte das vezes por administradores executivos e não executivos, o fornecimento de informações precisas e transparentes para o mercado e igualdade de direitos entre todos os acionistas. O conselho de administração executivo, também designado de comité executivo, cuja função é gerir a atividade das empresas de uma forma análoga a um conselho de gestão, inclui não só os executivos seniores da empresa, mas também os representantes dos acionistas dominantes. Daí o Código de Governo das Sociedades da CMVM (2010) sublinhar a necessidade do comité executivo, caso seja criado, refletir, na medida do possível, o equilíbrio existente no órgão de administração entre os administradores ligados a acionistas dominantes e os administradores independentes. Ainda de acordo com o mesmo diploma, o conselho de administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efetiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da atividade dos membros executivos. De entre os

⁶ As recomendações não têm carácter vinculativo.

administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores. A avaliação da independência dos seus membros não executivos feita pelo órgão de administração deve ter em conta as regras legais e regulamentares em vigor sobre os requisitos de independência e o regime de incompatibilidades aplicáveis aos membros dos outros órgãos sociais, assegurando a coerência sistemática e temporal na aplicação dos critérios de independência a toda a sociedade. Quanto à remuneração dos administradores executivos, recomenda a CMVM que a mesma integre uma componente variável cujo valor dependa de uma avaliação de desempenho, que considere o real crescimento das empresas, a riqueza efetivamente criada para os acionistas, a sua sustentabilidade a longo prazo e os riscos assumidos e o cumprimento das regras aplicáveis à atividade da empresa.

Tanto o CSC como as recomendações da CMVM espelham as ideias fundamentais do governo das sociedades bem como as exigências que são feitas às empresas cotadas portuguesas de cumprirem com a legislação em vigor. Foi assim, a partir destes diplomas, que o valor atribuído a esta problemática foi aumentando, conforme se encontra demonstrado em estudos efetuados por algumas consultoras (Mckinsey Company (2002), Heidrick e Struggles (2005)).

2.2. Elisão Fiscal

Elisão Fiscal e Competitividade Empresarial

A taxa de tributação efetiva (ou taxa efetiva de imposto) sobre os rendimentos é um fator de competitividade empresarial e de atração de investimento. Logo é de se esperar, que as empresas sujeitas a uma forte carga fiscal, queiram racionalmente minimizá-la de forma a tornarem-se mais competitivas, tarefa que se apresenta difícil, face ao atual cenário de globalização que acarreta a existência de um maior grupo de interesses, de políticas governamentais e consequentemente o aumento do nível de concorrência local e internacional.

Aliás a ideia da competitividade empresarial já tinha sido defendida anos antes por Guthmann (1951), Somers (1951), Croteau (1956) e Tatom (2005). Segundo Guthmann (1951) um tratamento fiscal diferenciado pode ser um fator decisivo para as empresas isentas de impostos conferindo-lhes uma vantagem em relação às outras tributadas, levantando a possibilidade, se não a certeza, de que as primeiras podem destruir as últimas, independentemente da sua eficiência comparativa. Da mesma forma, Somers (1951) afirmou que a isenção de impostos é uma poderosa arma de política económica enquanto para Croteau (1956) a isenção de impostos em geral acarreta um possível aumento de dividendos. Por sua vez, Tatom (2005) referiu que a isenção fiscal aumenta a taxa de retorno sobre o ativo (ROA).

Contudo e de acordo com literatura recente da OCDE e outros organismos internacionais sublinha-se que, em regra, as conclusões acerca da relação empírica entre a elisão fiscal e a competitividade mostram que antes da (taxa) de tributação no estado da fonte se tornar relevante, um outro conjunto de fatores de índole fiscal deve ser considerado, designadamente a transparência, a simplicidade, a estabilidade e a certeza na aplicação da legislação.

Desse modo conhecer os impostos e a legislação fiscal tanto nacional como internacional é vital para aquelas empresas que queiram pagar menos impostos de uma forma legal. Aliás, os estímulos fiscais encontram-se significativamente dependentes de múltiplos fatores, como o sector de atividade em questão, o ciclo económico, as condições estruturais e as políticas orçamentais dos países.

Neste contexto, Friese *et al.* (2006) constataram que a legislação fiscal dos países, condiciona o comportamento fiscal das empresas através da concessão de benefícios fiscais ou imposição de penalidades. Na opinião de Wilson (2009) e Lisowsky (2010) as empresas que beneficiam mais com a elisão fiscal/evasão fiscal têm diferenças entre o resultado contabilístico e o resultado fiscal, operações financeiras mais complexas e um maior número de operações no estrangeiro. Mesmo não tendo conhecimento de qualquer evidência empírica parece-nos razoável assumir que uma empresa que tenha atividade comercial além-fronteiras tem custos associados ao planeamento de impostos

superiores ao de uma empresa com atividade comercial no próprio país, devido à complexidade e abundância de regimes fiscais estrangeiros aliado à dificuldade de obter esses conhecimentos. Além do mais é nossa percepção que a maior parte dos diretores e CEO's têm experiência com impostos "nacionais" e não com impostos "estrangeiros", pelo que a percentagem de elisão fiscal é maior ao nível de impostos nacionais.

Segundo Desai *et al.* (2007b) o governo das sociedades afeta a capacidade de resposta das empresas às mudanças da legislação fiscal, pelo que quanto maiores as taxas efetivas de imposto pior o desempenho do governo das sociedades. Ainda segundo Desai *et al.* (2012) as altas taxas de imposto têm efeitos adversos a nível global e constituem um obstáculo ao investimento nos próprios países, na medida que as empresas tendem a se sediar em países com taxas de tributação efetivas menores.

Embora taxas de tributação efetivas menores sejam consideradas um fator de competitividade para as empresas, alguns autores argumentam que isenções, incentivos fiscais ou mesmo taxas de tributação efetivas menores nem sempre são o melhor, na medida em que há custos políticos e financeiros que se não forem tidos em conta poderão ameaçar a imagem das empresas, Hanlon e Slemrod (2009), Gomez-Mejia *et al.* (2007), Gedajlovic e Carnery (2010). Os autores sustentam estas afirmações alegando que um comportamento fiscal agressivo por parte das empresas, associado a menor pagamento de impostos, é visto muitas vezes pelas autoridades fiscais e tribunais como um sinal de incumprimento fiscal, isto é, de fuga aos impostos, estando portanto sujeito a penalizações e mesmo à desvalorização do valor das empresas no mercado.

Hanlon e Slemrod (2009) analisaram também a reação do mercado a notícias de empresas com ligações a paraísos fiscais e concluíram que empresas com uma boa governação têm uma reação negativa menor por parte dos mercados enquanto empresas mais orientadas para o consumidor têm uma reação negativa maior. A nosso ver essa reação depende da percepção dos investidores quanto ao nível de elisão fiscal/evasão fiscal das empresas pelo que é provável que empresas que parecem menos empenhadas em fugir a impostos tenham menos retornos negativos.

Elisão Fiscal e Características das Empresas

Na opinião de Shackelford e Shevlin (2001), os fatores organizacionais como a dimensão das empresas ainda que influenciem a agressividade dos impostos mereceram até à data pouca atenção dos estudiosos, pese embora, a existência de alguma literatura considerada inconclusiva. De facto, autores como Zimmerman (1983) e Rego (2003) afirmaram haver uma relação positiva entre a dimensão e o nível de tributação das empresas, Siegfried (1974) e Porcano (1986) afirmaram haver uma relação negativa, enquanto que Gupta e Newberry (1997) não associaram haver relação entre as duas.

Contudo, está provado que as empresas consideradas familiares⁷ podem diminuir as suas taxas de imposto ao controlarem mais eficientemente a poupança fiscal decorrente dos benefícios fiscais (Chen *et al.* (2010)). Complementarmente, estas empresas podem ainda reduzir a elisão fiscal/evasão fiscal porque são mais sensíveis aos custos decorrentes dos efeitos na sua reputação e suspeitos de desvios por parte dos acionistas minoritários. Os mesmos autores afirmaram que empresas familiares (*family firms*) praticam uma menor elisão fiscal/evasão fiscal comparativamente com empresas não familiares, na medida em que as primeiras estão dispostas a abdicar de benefícios fiscais para evitarem as preocupações dos acionistas minoritários com as atividades mascaradas de evasão fiscal. Da mesma forma, as empresas familiares dão menos importância aos resultados contabilísticos, o que é plausível uma vez que têm menos pressão do mercado de capitais, pelo que estão dispostas a seguir voluntariamente as regras fiscais, isto é, obter uma dedução fiscal e regista-la contabilisticamente. Pretendem deste modo evitar consequências piores como serem identificadas pelas autoridades fiscais como infratoras e, conseqüentemente, forçadas a pagar taxas adicionais e mesmo juros e penalidades, o que representa uma diminuição do *cash flow* e da riqueza dos acionistas.

⁷ As empresas familiares são a forma empresarial predominante nas economias de mercados atuais e caracterizam-se por ter uma estrutura acionista concentrada.

Em Portugal, empresas de grande dimensão, umas com parte de capital disperso em bolsa outras com o capital integralmente controlado pela família podem ser consideradas familiares, como é o caso do Grupo Sonae, Grupo Amorim, Salvador Caetano...

3. Hipóteses, Dados e Metodologia

Este capítulo tem por finalidade emitir as hipóteses de trabalho, apresentar os dados e a metodologia, bem como o modelo utilizado.

3.1. Objetivo e Hipóteses de Investigação

Como tivemos oportunidade de ver ao longo do segundo capítulo, alguns estudos apontam para a influência de mecanismos do governo das sociedades (conselho de administração, número de diretores independentes, estrutura acionista, compensação dos executivos) no desempenho das empresas nomeadamente via redução da taxa de tributação e, conseqüentemente, menor pagamento de impostos. É neste sentido que se desenvolvem as nossas hipóteses de trabalho.

Para autores como Hermalin e Weisbach (1991, 2010), Byrd e Hickman (1992), Core *et al.* (1999), conselhos de administração mais pequenos tendem a ter um melhor desempenho. Para Minnick e Noga (2010) o aumento de administradores independentes está associado a um aumento da taxa efetiva de imposto. Em nosso entendimento, uma das possibilidades para o melhor desempenho dos conselhos reduzidos, normalmente associados a empresas familiares, pode estar na maior capacidade e rapidez de tomada de decisões dos mesmos, nomeadamente ao nível da alocação de recursos para a área fiscal. Da mesma forma, somos da opinião que administradores independentes estão mais preocupados com a sua reputação pelo que evitam tomar decisões que os associem a “fuga de impostos”. Face ao exposto e de forma a validarmos a nossa argumentação, a nossa primeira hipótese, em relação ao conjunto de empresas em estudo, é:

H1) Existe uma relação negativa entre o tamanho e independência do conselho de administração e a elisão fiscal.

Na opinião de Deli e Gillan (2000), Klein (2002), Harjoto e Jo (2008) e Bhagat e Bolton (2008), sempre que o cargo de CEO e Charmain são ocupados pela mesma pessoa, verifica-se um efeito negativo no desempenho da empresa, justificado pelo

comportamento oportunista do CEO. Neste contexto, é nossa proposição, que a separação entre as funções pode ser vista como fonte para oferecer maior liberdade aos conselhos na discussão de assuntos que requeiram total independência, como por exemplo, a tomada de decisões no âmbito da redução do pagamento de impostos. Aliás, os impostos representam um custo para as empresas uma vez que estas ao reduzirem o seu valor aumentam o lucro, pelo que a responsabilidade dos impostos deve ser gerida com o objetivo de baixar o seu valor à semelhança de qualquer custo operacional. É também nosso entender que um conselho de administração em que se verifique dualidade de funções, normalmente associado a empresas familiares, terá provavelmente valores de retorno fiscais mais baixos. Com esta fundamentação, a segunda hipótese que nos propomos estudar é:

H2) Existe uma relação negativa entre a dualidade de funções no conselho de administração e a elisão fiscal.

De acordo com Leland e Pyle (1977), Byrd *et al.* (1998) quanto maior a participação acionista dos executivos, maior o seu empenho na criação de valor. Para os autores, Gedajlovic e Shapiro (1998), a presença de grandes acionistas na estrutura de propriedade da empresa tende a melhorar a supervisão da atividade dos gestores e influenciá-los na prossecução das estratégias por eles traçadas, relativas ao desempenho das empresas que segundo Desai e Dharmapala (2008), passam pela elisão fiscal/evasão fiscal. Coniventes com estes autores, é nossa intuição que os administradores que possuem uma participação acionista têm mais motivação para prosseguirem estratégias que criem valor, nomeadamente via alocação de recursos para a área fiscal, por forma a obter maiores retornos fiscais. Assim, a nossa terceira hipótese é

H3) Existe uma relação positiva entre a participação dos administradores na estrutura acionista e a elisão fiscal.

A literatura existente encontrou uma relação entre o plano de incentivo dos conselhos de administração (salário, bónus, ...) e o desempenho fiscal. De acordo com Rego e Wilson (2009), Minnick e Noga (2010), o aumento de remunerações melhora o

desempenho global da empresa através da redução a médio/longo prazo dos impostos. Em nosso entender, tal acontece porque os administradores têm um incentivo que os impele a obter melhores resultados, nomeadamente via diminuição das taxas de tributação. Portanto, outra das questões da pesquisa deste trabalho é a de saber se a compensação dos executivos, principais responsáveis pela alocação de recursos à área fiscal, está positivamente relacionada com um melhor desempenho fiscal, nomeadamente ao nível da minimização de impostos.

H4) Existe uma relação positiva entre o aumento das compensações do conselho de administração e elisão fiscal.

Desta forma, ante as hipóteses apresentadas, temos como variável dependente a geração de valor para os acionistas via elisão fiscal (E_FISC) e como explicativas as práticas diferenciadas de governo de sociedades, a seguir representadas:

- As características do conselho de administração, nomeadamente o tamanho (TAM) e independência (INDEP) do conselho de administração;
- Dualidade funções no conselho de administração (DUAL);
- Participação acionista dos administradores executivos (E_AC);
- Compensação do conselho de administração (REM_V)

Tendo em conta as hipóteses de estudo formuladas, apresenta-se uma tabela na qual se identificam de forma sucinta os sinais esperados dos coeficientes das variáveis:

Tabela 1: Sinais esperados entre a elisão fiscal e os coeficientes das variáveis

Sigla	Sinal Esperado
TAM	-
INDEP	-
DUAL	-
E_AC	+
REM_V	+

Adicionalmente, e com o objetivo de isolar a sua influência no relacionamento sobre as variáveis acima referenciadas, vamos utilizar as seguintes variáveis de controlo:

- Volume de negócios (VN): como *proxy* do tamanho da empresa. A análise deste indicador permite classificar as empresas quanto à sua dimensão, isto é, em micro, pequenas, médias ou grandes empresas;
- Resultado por ação (RA): como *proxy* de crescimento. Este indicador é frequentemente usado por analistas financeiros para avaliar a evolução da performance das empresas, via comparação do seu valor em vários exercícios;
- Rentabilidade do Ativo (ROA): como *proxy* do desempenho global. Este indicador permite avaliar a eficiência e capacidade de gestão dos ativos detidos pela empresa de gerar resultados operacionais. Quanto maior o valor do ROA, melhor será a performance da empresa na utilização dos seus ativos;
- Lucro/ prejuízo (L_P): como *proxy* de resultados obtidos (positivos ou negativos) pelas empresas decorrentes do normal funcionamento e natureza do negócio.

As variáveis de controlo foram selecionadas com base na influência que exercem sobre a variável dependente. Caso as variáveis de controlo possuam correlação forte com algumas destas variáveis e sejam omissas do modelo, a relação entre as variáveis desejadas para análise pode ser distorcida.

3.2. Dados, Variáveis e Amostra

Para realizar o estudo seleciona-se uma amostra, ou seja, um subconjunto de elementos que pertençam a uma população e com características comuns a todos eles. Neste caso específico, a amostra selecionada engloba as empresas do Grupo Sonae (Sonae Capital, S.G.P.S., S.A., SonaeCom, S.G.P.S, S.A., Sonae Investimentos S.G.P.S., S.A., Sonae Industria S.G.P.S., S.A., Sonae S.G.P.S.,S.A., Sonae Sierra, S.G.P.S, S.A., doravante designadas por Sonae Capital, SonaeCom, Sonae Investimentos, Sonae Industria, Sonae e Sonae Sierra respetivamente). Uma condição considerada para a seleção da amostra foi as empresas terem disponíveis os seus relatórios e contas expressas no mesmo

normativo contabilístico. Por esse facto e atendendo que a partir de 2005 entraram em vigor novas normas para a preparação financeira, isto é, as Normas Internacionais de Relato Financeiro (IAS/IFRS)⁸ foi considerado como período de análise os anos compreendidos entre 2005 e 2010 incorporando-se informação mais recente. A opção de limitar a seleção da amostra às contas consolidadas prende-se com a relevância e completude da informação, bem como pela facilidade no acesso à mesma. Da seleção da amostra inicialmente referida, optamos por excluir da análise a empresa Sonae Capital uma vez que só apresenta relatórios e contas a partir de 2007. Posteriormente, excluímos também a SonaeCom em função dos resultados obtidos nos anos de 2006, 2007 e 2008.

Apesar dos cuidados referidos com a amostra, esta não foi extraída aleatoriamente de uma população, tendo sido escolhida devido essencialmente à relevância das empresas e disponibilidade dos dados, pelo que as conclusões são essencialmente válidas dentro do universo das empresas consideradas. Alguma precaução na interpretação das conclusões é também devida ao número reduzido de observações.

Os dados necessários para a realização da análise pretendida foram recolhidos nos relatórios de contas consolidadas e nos relatórios de governo de sociedades das empresas selecionadas na amostra.

⁸ Regulamento 1606/2002/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, 19 de Julho de 2002

Tabela 2: Fontes de informação e dados recolhidos

Fontes de Informação	Variável	Sigla	Dados Recolhidos
Relatório e Contas, ano de 2005 a 2010, das empresas: - Sonae Capital (www.cmvm.pt) - SonaeCom (www.cmvm.pt) - Sonae Investimentos (www.cmvm.pt) - Sonae Industria (www.cmvm.pt) - Sonae (www.cmvm.pt) - Sonae Sierra (www.cmvm.pt)	Dependente	E_FISC	Taxa efetiva de imposto ou elisão fiscal (GAAP ETR) = (Imposto sobre o rendimento / Resultados antes impostos (RAI))
		ETR_E	Taxa efetiva de imposto estrangeira (ETR_E) = (Imposto sobre o rendimento estrangeiro / Resultados antes impostos (RAI))
		ETR_N	Taxa efetiva de imposto nacional (ETR_N) = (GAAP ETR- ETR_E)
	Controlo	VN	Volume de negócios
		RA	Resultado por ação
		ROA	Rentabilidade do Ativo (ROA) = (Resultado operacional (EBIT*) / Total Ativo)
		L_P	Lucro / Prejuízo
Relatório do Governo das Sociedades, ano de 2005 a 2010, das empresas: - Sonae Capital (www.cmvm.pt) - Sonae Com (www.cmvm.pt) - Sonae Investimentos (www.cmvm.pt) (www.sonae.pt) - Sonae Industria (www.cmvm.pt) - Sonae (www.cmvm.pt) - Sonae Sierra (www.cmvm.pt) (www.sonae.sierra.com)	Explicativa	TAM	Número membros conselho administração
		INDEP	% Administradores independentes
		DUAL	Dualidade funções
		E_AC	% Administradores executivos acionistas
		REM_V	% Remuneração variável por administrador no total das remunerações do conselho de administração
	Outras		% Administradores executivos no conselho de administração
			% Administradores não executivos no conselho de administração
			% Administradores do sexo feminino no conselho de administração
			% Administradores da mesma família no conselho de administração
			% Administradores de nacionalidade estrangeira no conselho de administração

* Earnings before interest and taxes (EBIT)

Posteriormente foram organizados numa estrutura curta de dados em painel, balanceados, e trabalhados via Excel e Eviews.

Relativamente, à variável que se pretende explicar (E_FISC) ainda não se conseguiu chegar a um modelo *standard* que permita identificar o motivo pelo qual algumas empresas apostam mais na elisão fiscal do que outras, pelo que existe alguma amplitude a este respeito na literatura. Contudo, autores como Gupta e Newberry (1997), Rego (2003) têm vindo a analisar a relação entre as características das empresas com a elisão fiscal usando variáveis como a taxa de imposto efetiva (Effective Tax Rate (ETR)). Esta variável esteve também na base de estudos desenvolvidos por Dyreng *et al.* (2008, 2010), Minnick e Noga (2010) e Chen *et al.* (2010) que mediram o impacto da elisão fiscal/evasão fiscal das empresas via análise do GAAP ETR.

O GAAP ETR é dado pelo rácio do total dos impostos sobre o rendimento (impostos correntes + impostos diferidos) a dividir pelos resultados antes de impostos (RAI), para uma determinada empresa *i* no ano *t*:

$$\text{GAAP ETR} = \frac{\text{Impostos sobre o Rendimento } i,t}{\text{RAI } i,t}$$

À semelhança de Dyreng *et al.* (2008) e Minnick e Noga (2010), é com base neste rácio que vamos medir a elisão fiscal das empresas selecionadas na amostra. Não obstante a análise à frente efetuada, o apuramento e interpretação dos dados teve de ser feita com cuidado, na medida em que os mesmos podiam camuflar situações de RAI negativos e consequentemente de um imposto diferido passível de influenciar o valor dos impostos. Aliás este foi um dos principais motivos que levou a que Dyreng *et al.* (2008) alertassem para o facto do GAAP ETR não ser a melhor medida de elisão fiscal/evasão fiscal, justificando essa afirmação com o facto de, no numerador do rácio GAAP ETR estar incluído o valor dos impostos diferidos⁹, pelo que sugeriram que a análise do GAAP ETR fosse complementada com a análise do Cash ETR, que basicamente se resume ao montante de impostos pagos por uma determinada empresa *i*, no ano *t*.

$$\text{Cash ETR} = \frac{\text{Valor impostos pagos } i,t}{(\text{RAI } i,t - \text{itens especiais } i,t)}$$

Embora possamos concordar com a teoria desenvolvida por estes últimos autores quanto à incompletude do GAAP ETR como medida de elisão fiscal, quando analisarmos, mais à frente, o comportamento anormal do GAAP ETR da SonaeCom, parece-nos todavia que se tratou de uma situação excecional e por conseguinte, vamos considerar o GAAP ETR como única medida de elisão fiscal deste estudo, ainda para mais, porque não dispomos de dados suficientes para calcular o Cash ETR. De facto, as notas às demonstrações financeiras consolidadas, dão-nos o saldo da rubrica do Estado a 31 de Dezembro em cada ano, mas não o montante de impostos pagos por ano.

⁹ Os impostos diferidos são valores que serão pagos ou devolvidos no futuro como resultado temporal das diferentes taxas contabilísticas.

3.3. Metodologia

A análise empírica em que se inclui o teste das nossas hipóteses de investigação, vai-se processar em duas fases. Uma primeira em que procedemos a uma análise descritiva das variáveis selecionadas e uma segunda em que usamos um modelo de regressão linear simples, que incorpore na análise as variáveis explicativas da elisão fiscal.

A equação do modelo para testar as hipóteses poderá ser apresentada da seguinte forma, em relação a cada ano t,

$$E_FISC_i = \beta_0 + \beta_1 TAM_i + \beta_2 INDEP_i + \beta_3 DUAL_i + \beta_4 E_AC_i + \beta_5 REM_V_i + \sum_{j=1}^7 \delta_j VCT_{ji} + \varepsilon_i \quad (3.1)$$

Em que:

E_FISC_i = Percentagem de elisão fiscal (GAAP ETR = Imposto sobre o rendimento /RAI) da i-ésima empresa;

TAM_i = Número de administradores do conselho de administração da i-ésima empresa;

$INDEP_i$ = Percentagem de administradores independentes no conselho de administração da i-ésima empresa;

$DUAL_i$ = Variável dummy indicadora da existência ou não de dualidade no conselho de administração da i-ésima empresa (se existe dualidade = 1; caso contrário = 0);

E_AC_i = Percentagem de administradores executivos acionistas da i-ésima empresa;

REM_V_i = Percentagem da remuneração variável no total das remunerações da i-ésima empresa;

VCT_{ji} = Valor das demais variáveis de controlo da i-ésima empresa, a saber:

- RA = Resultado por ação em euros da i-ésima empresa;
- ROA = Percentagem do retorno do ativo (EBIT / Ativo Total), da i-ésima empresa;
- L_P = Variável dummy indicadora do resultado da i-ésima empresa (lucro =1 e prejuízo = 0);

- Log (VN) = Logaritmo do volume de negócios da i-ésima empresa;
- SS = variável dummy (Sonae Sierra, =1; caso contrário = 0);
- SI = variável dummy (Sonae Investimentos = 1; caso contrário = 0);
- S = variável dummy (Sonae = 1; caso contrário = 0);

ϵ_i = Termo do erro aleatório da i-ésima empresa.

Para além das variáveis inicialmente referidas, optou-se por incluir mais três variáveis dummies, no modelo, como variáveis de controlo da heterogeneidade das empresas (uma variável dummy por cada uma das empresas), para que o respetivo coeficiente absorvesse a diferença estrutural atribuível ao facto de se tratarem de empresas diferentes.

Também os valores da variável volume de negócios foram transformados via logaritmo devido a se situarem numa escala completamente diferente das restantes.

4. Resultados

Recolhidos os dados relativos às diversas variáveis a utilizar na nossa análise, procede-se a seguir a uma análise da estatística descritiva das variáveis, para cada uma das empresas da amostra individualmente e para as empresas como um todo (Grupo Sonae) e à análise multivariada que incorpora a estimação dos modelos econométricos que servem de base ao teste das hipóteses aqui propostas.

Com a análise da estatística descritiva pretende-se analisar os dados recolhidos para cada uma das variáveis isoladamente, com vista a evidenciar aquelas cuja influência é mais preponderante na elisão fiscal, apurar os seus valores e verificar de que forma as variáveis estão relacionadas entre si. Complementarmente, procede-se à análise multivariada que explora a performance conjunta das variáveis com a finalidade principal de medir, explicar a relação matemática entre a variável dependente elisão fiscal (E_FISC) e as variáveis explicativas e de controlo e desta forma concluir sobre os resultados das hipóteses anteriormente formuladas.

4.1. Análise Estatística Descritiva das Variáveis

- Elisão Fiscal (E_FISC)

A nossa primeira análise incidiu no cálculo do GAAP ETR como medida de elisão fiscal (E_FISC). Complementarmente, e atendendo à dimensão e internacionalização das empresas em estudo, optamos por decompor o GAAP ETR em taxas efetivas nacionais (ETR_N)¹⁰ e estrangeiras (ETR_E) com o objetivo de verificar qual o peso das mesmas na estratégia fiscal do grupo, tendo obtido as seguintes informações:

¹⁰ Resulta da diferença entre o GAAP ETR e a ETR_E.

Tabela 3: Elisão fiscal e subdivisão por taxas efetivas nacionais e estrangeiras

Anos	Variáveis	Sonae Industria	Sonae Sierra	Sonae Com	Sonae Invest.	Sonae SGPS	Média Grupo	Mediana Grupo
2005	EV_FISC	43,30%	24,33%	25,76%	7,35%	15,60%	23,27%	24,33%
	ETR_E	-0,58%	-1,12%	0,00%	-1,71%	0,00%	-0,68%	-0,58%
	ETR_N	43,88%	25,45%	25,76%	9,06%	15,60%	23,95%	25,45%
2006	EV_FISC	35,73%	24,27%	1344,52%	5,71%	16,09%	285,26%	24,27%
	ETR_E	-1,79%	2,07%	0,00%	-0,58%	0,60%	0,06%	0,00%
	ETR_N	37,52%	22,20%	1344,52%	6,29%	15,50%	285,21%	22,20%
2007	EV_FISC	28,29%	26,78%	6910,77%	4,05%	7,40%	1395,46%	26,78%
	ETR_E	3,42%	0,92%	0,00%	-1,89%	0,79%	0,65%	0,79%
	ETR_N	24,87%	25,86%	6910,77%	5,94%	6,61%	1394,81%	24,87%
2008	EV_FISC	2,91%	3,02%	134,93%	6,31%	47,85%	39,00%	6,31%
	ETR_E	-9,38%	-5,37%	0,00%	-2,86%	-3,87%	-4,30%	-3,87%
	ETR_N	12,29%	8,39%	134,93%	9,17%	51,71%	43,30%	12,29%
2009	EV_FISC	6,60%	19,85%	45,75%	15,11%	13,85%	20,23%	15,11%
	ETR_E	-4,92%	1,79%	0,00%	-3,40%	-7,32%	-2,77%	-3,40%
	ETR_N	11,52%	18,07%	45,75%	18,50%	21,17%	23,00%	18,50%
2010	EV_FISC	3,31%	68,74%	28,83%	20,59%	33,07%	30,91%	28,83%
	ETR_E	-6,94%	12,03%	0,00%	-2,93%	-1,59%	0,12%	-1,59%
	ETR_N	10,25%	56,71%	28,83%	23,52%	34,66%	30,79%	28,83%
Média Empresa	EV_FISC	20,02%	27,83%	1415,09%	9,85%	22,31%	299,02%	20,94%
	ETR_E	-3,37%	1,72%	0,00%	-2,23%	-1,90%	-1,15%	-1,44%
	ETR_N	23,39%	26,11%	1415,09%	12,08%	24,21%	300,18%	22,02%
Mediana Empresa	EV_FISC	17,44%	24,30%	90,34%	6,83%	15,85%	34,96%	24,30%
	ETR_E	-3,36%	1,35%	0,00%	-2,38%	-0,79%	-0,31%	-1,08%
	ETR_N	18,58%	23,83%	90,34%	9,12%	18,39%	37,05%	23,54%

Da análise dos dados constantes na tabela 3, constatamos que a empresa que mais beneficiou com a elisão fiscal foi a Sonae Investimentos, a qual evidencia uma taxa de tributação média nos seis anos de 9,85%, valor muito abaixo da taxa de 25% preconizada pela legislação fiscal¹¹, e uma mediana de 6,83%. Seguidamente, estão as empresas Sonae Industria com 20,02% e a Sonae com 22,31%. Para a obtenção destes resultados contribuíram maioritariamente as taxas efetivas nacionais (ETR_N), o que denota a o interesse destas empresas no aproveitamento de todos os benefícios fiscais concedidos pela legislação fiscal nacional. Também as taxas efetivas estrangeiras (ETR_E) deram um contributo, se bem que muito menor, para o valor da elisão fiscal (E_FISC). Aliás, pela análise da tabela, verificamos que em alguns anos essa taxa apresenta valores contranatura. Para finalizar esta análise, convém atender aos valores anormais de elisão fiscal (E_FISC) obtidos pela empresa SonaeCom nos anos de 2006, 2007 e até 2008, que nos obrigaram a efetuar uma análise mais profunda das contas desta empresa a fim de descobrir os motivos dos mesmos. Constatamos então, que os valores obtidos derivam essencialmente de valores de “ativos por impostos diferidos não registados nas contas individuais e/ou resultantes de ajustamentos de consolidação”

¹¹ Nesta taxa não está incluída a taxa de derrama.

e valores de “movimentos nas diferenças temporárias entre o valor contabilístico e fiscal dos ativos”, isto é, prejuízos fiscais reportáveis para os quais não se previu a obtenção de lucros futuros para os absorver e provisões não aceites fiscalmente.

A nossa próxima análise vai comparar as taxas efetivas de elisão fiscal obtidas pelas empresas (E_FISC) com as taxas efetivas médias (ETR) declaradas pela Administração Tributária por escalões de proveitos (tabela 23). Atendendo ao valor dos proveitos de todas as empresas ser superior a 250.000.000,00€, a base de comparação serão as taxas mencionadas no último escalão. Assim, os dados obtidos foram os seguintes:

Tabela 4: Comparação das taxas efetivas

Anos	Variáveis	Sonae Industria	Sonae Sierra	Sonae Com	Sonae Invest.	Sonae SGPS	EV_FISC Grupo	ETR Ad. Fiscal
2005	EV_FISC	43,30%	24,33%	25,76%	7,35%	15,60%	23,27%	14,00%
2006	EV_FISC	35,73%	24,27%	1344,52%	5,71%	16,09%	285,26%	12,00%
2007	EV_FISC	28,29%	26,78%	6910,77%	4,05%	7,40%	1395,46%	12,00%
2008	EV_FISC	2,91%	3,02%	134,93%	6,31%	47,85%	39,00%	16,00%
2009	EV_FISC	6,60%	19,85%	45,75%	15,11%	13,85%	20,23%	20,00%
2010	EV_FISC	3,31%	68,74%	28,83%	20,59%	33,07%	30,91%	20,00%

No cômputo geral, as empresas como um todo (Grupo Sonae) tiveram taxas efetivas (E_FISC) acima da média das empresas nacionais, o que nos remete para o referido por Chen *et al.* (2010) de que as empresas familiares praticam uma menor elisão fiscal comparativamente às restantes empresas. Porém, analisando cada empresa isoladamente verificamos que as taxas efetivas da Sonae Investimentos, da Sonae Industria nos anos de 2008, 2009, 2010 e Sonae nos anos de 2007 e 2009 estão muito abaixo da taxa média efetiva nacional, pelo que concluímos que a afirmação proferida por Chen *et al.* (2010) não deve ser vista como regra geral nas empresas em apreço.

- Composição (TAM) e independência do conselho de administração (INDEP)

O Código do Governo das Sociedades da CMVM (2010), não refere o número de membros que deve ter o conselho de administração das empresas portuguesas, pelo que nos vamos cingir ao estipulado nos estatutos das empresas em análise para analisar a composição do conselho de administração. Regra geral referem os ditos estatutos, que o conselho de administração é constituído por um número par ou ímpar de membros, no mínimo de três e no máximo de onze, eleitos pela assembleia geral, entre membros

executivos e não executivos. Não obstante esta regra, nas empresas SonaeCom e Sonae Sierra, em assembleia geral extraordinária, foi aprovada a alteração aos estatutos de forma a permitir um número máximo de administradores de 12 e 13 membros respetivamente. No que respeita à questão da independência a legislação portuguesa não impõe que todos os membros da administração ou do conselho de administração de uma sociedade portuguesa sejam independentes. Contudo, nos termos do código aprovado pela CMVM, as sociedades cotadas devem contar com um número adequado de administradores independentes, o qual deverá corresponder a, pelo menos, um quarto da totalidade do conselho de administração. As empresas em estudo classificam administradores independentes como não estando associados a grupos de interesse relacionados quer com a sociedade, quer com o seu acionista de referência, para além de não terem interesses relevantes que possam interferir com a capacidade de exercer livremente a sua função.

Tabela 5: Análise descritiva da composição conselho administração

	Número Membros (TAM)	% executivos	% não -executivos	% independentes (INDEP)	% mulheres	% família	% estrangeiros
Sonae Industria							
Média	9,4	44,37%	55,63%	34,11%	0,00%	21,53%	52,91%
Mediana	9	44,44%	55,56%	33,33%	0,00%	22,22%	54,55%
Desvio Padrão	1,14	4,47%	4,47%	2,94%	0,00%	2,58%	5,92%
Mínimo	8	37,50%	50,00%	30,00%	0,00%	18,18%	44,44%
Máximo	11	50,00%	62,50%	37,50%	0,00%	25,00%	60,00%
Sonae Sierra							
Média	11,6	56,70%	43,30%	25,98%	6,84%	8,66%	25,98%
Mediana	11	54,55%	45,45%	27,27%	8,33%	9,09%	27,27%
Desvio Padrão	0,89	3,16%	3,16%	1,90%	3,87%	0,63%	1,90%
Mínimo	11	54,55%	38,46%	23,08%	0,00%	7,69%	23,08%
Máximo	13	61,54%	45,45%	27,27%	9,09%	9,09%	27,27%
SonaeCom							
Média	10,8	51,61%	68,39%	40,45%	27,48%	34,97%	51,61%
Mediana	11	41,67%	63,64%	27,27%	10,00%	20,00%	40,00%
Desvio Padrão	0,84	28,03%	19,13%	33,49%	40,54%	36,38%	27,12%
Mínimo	10	30,00%	50,00%	20,00%	8,33%	16,67%	36,36%
Máximo	12	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Sonae Invest.							
Média	4	29,67%	70,33%	0,00%	0,00%	29,67%	0,00%
Mediana	4	25,00%	75,00%	0,00%	0,00%	25,00%	0,00%
Desvio Padrão	0,71	6,81%	6,81%	0,00%	0,00%	6,81%	0,00%
Mínimo	3	25,00%	60,00%	0,00%	0,00%	25,00%	0,00%
Máximo	5	40,00%	75,00%	0,00%	0,00%	40,00%	0,00%
Sonae SGPS							
Média	9,2	44,00%	56,00%	43,06%	4,00%	28,83%	29,89%
Mediana	9	44,44%	55,56%	44,44%	0,00%	33,33%	25,00%
Desvio Padrão	0,84	9,77%	9,77%	7,48%	5,48%	8,24%	9,30%
Mínimo	8	30,00%	44,44%	33,33%	0,00%	20,00%	22,22%
Máximo	10	55,56%	70,00%	50,00%	10,00%	37,50%	40,00%
Grupo Sonae							
Média	9,1	46,16%	57,18%	27,77%	6,39%	23,71%	32,02%
Mediana	10	44,95%	55,56%	27,27%	0,00%	20,00%	27,27%
Desvio Padrão	2,67	14,59%	13,22%	20,01%	18,22%	16,95%	22,77%
Mínimo	3	25,00%	38,46%	0,00%	0,00%	7,69%	0,00%
Máximo	13	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Da análise das cinco empresas analisadas verificamos que a empresa que dispõe do conselho de administração menor é a Sonae Investimentos com uma média e mediana de quatro administradores executivos, dos quais nenhum deles tem nacionalidade estrangeira, nem sexo feminino. Curiosamente, também é esta empresa que apresenta a menor percentagem de administradores executivos no conselho de administração. Quanto às restantes empresas, os dados são em tudo muito similares, com uma média de membros no conselho de administração que varia entre os 9,2 na Sonae e os 11,6 na Sonae Sierra, apresentando esta última empresa a maior percentagem de administradores executivos no conselho de administração. Em termos de independência, verificamos que, à exceção da Sonae Investimentos, todas as outras empresas cumprem

o recomendado pela CMVM e apresentam uma percentagem superior a 25% de administradores independentes. Outro fator a realçar, é a percentagem de elementos da mesma família que fazem parte do conselho de administração, o que reforça a ideia de se tratar de uma empresa familiar, preocupada com a sucessão e onde as grandes decisões estratégicas têm na sua base a marca familiar. Analisando agora as empresas como um todo (Grupo Sonae), constatamos que a média dos administradores independentes ronda os 27,77%, enquanto a média de membros do conselho de administração se cifra nos 9,1, com predominância de administradores não executivos.

- Dualidade de funções (DUAL)

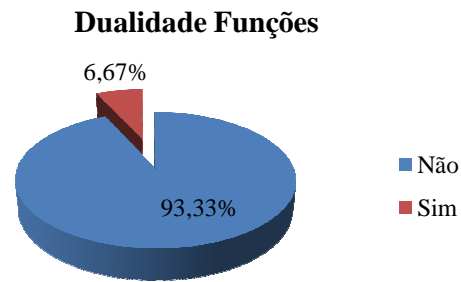
Os estudos académicos e o código do governo das sociedades recomendam que os cargos de presidente do conselho de administração e do conselho executivo sejam ocupados por pessoas distintas, de forma a evitar que o principal executivo detenha um poder excessivo. Nas empresas em apreço, verificamos que essa regra é seguida quase pela maioria, sendo a exceção à regra a Sonae, nos anos de 2005 e 2006 em que ambos os cargos foram ocupados pela mesma pessoa

Tabela 6: Análise da dualidade de funções

	Sonae Industria	Sonae Sierra	SonaeCom	Sonae Invest.	Sonae SGPS
Dualidade	0%	0%	0%	0%	33,33%

Podemos assim afirmar que, regra geral, há separação das funções executivas das estratégicas e conseqüentemente condições para o desenvolvimento de projetos que promovam a alavancagem de valor para os acionistas, pese embora, na maioria das vezes, os cargos de CEO e de presidente do conselho de administração serem ocupados por membros da mesma família.

Figura 1: Dualidade funções no Grupo Sonae



- Participação acionista dos administradores executivos na empresa (E AC)

Dito o artigo 447.º do CSC que as empresas devem divulgar o número de ações de outros títulos detidos por membros do conselho de administração bem como por pessoas com estes estreitamente relacionados, nos termos do artigo 248.ºB do Código dos Valores Mobiliários. Por sua vez, o artigo 448.º do CSC menciona a obrigação de divulgar o número de atividade detidas por acionistas com mais de 10%, 33% e 50% do capital. Outra obrigação de divulgação resulta do artigo 8.º n.º 1, alínea c) do regulamento da CMVM n.º 0572008, que refere o dever de divulgação dos acionistas que detêm mais que 2% do capital social, com indicação do número de ações detidas e percentagem de direitos de votos correspondentes.

Para efeitos deste estudo vamo-nos basear nos dados divulgados por força do artigo 447.º do CSC, de forma a aferirmos qual a percentagem de participação acionista detida por via direta pelos administradores.

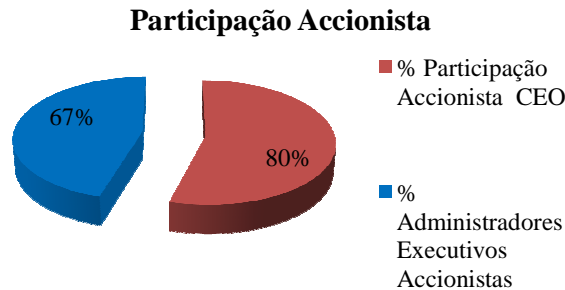
Tabela 7: Análise da participação acionista dos administradores executivos

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sonae Industria						
Participação Acionista Admin. Executivos	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Participação Acionista CEO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
% Acionistas Administradores Executivos (E_AC)	60%	40%	33%	50%	67%	75%
% Participação Acionista Capital Social	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%
Sonae Sierra						
Participação Acionista Admin. Executivos	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Participação Acionista CEO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
% Acionistas Administradores Executivos (E_AC)	67%	67%	71%	75%	67%	67%
% Participação Acionista Capital Social	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%
SonaeCom						
Participação Acionista Admin. Executivos	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Participação Acionista CEO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
% Acionistas Administradores Executivos (E_AC)	50%	80%	60%	100%	100%	75%
% Participação Acionista Capital Social	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%
Sonae Investimentos						
Participação Acionista Admin. Executivos	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não
Participação Acionista CEO	Não	Não	Não	Não	Não	Não
% Acionistas Administradores Executivos (E_AC)	67%	50%	0%	0%	0%	0%
% Participação Acionista Capital Social	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%
Sonae SGPS						
Participação Acionista Admin. Executivos	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Participação Acionista CEO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
% Acionistas Administradores Executivos (E_AC)	80%	80%	75%	75%	75%	67%
% Participação Acionista Capital Social	> 1%	> 1%	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%
Grupo Sonae						
% Acionistas Administradores Executivos (E_AC)	65%	65%	57%	77%	71%	67%
% CEO Acionista	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Média Administradores Executivos	4,6	4,6	4,6	4,4	3,4	3,6
Média Administradores Executivos Acionistas	3	3	3	3	2	2
Mínimo Administradores Executivos Acionistas	2	1	0	1	0	0
Máximo Administradores Executivos Acionistas	4	4	5	6	4	4
% Participação Acionista Capital Social	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%	< 1%

De acordo com os dados da tabela 7, as empresas em análise, regra geral, têm administradores executivos que são também acionistas, não obstante a percentagem de participação no capital social apresentar valores irrisórios na casa das decimais. Verifica-se também, que é a SonaeCom que apresenta a percentagem maior de administradores executivos que também são acionistas, enquanto por sua vez a Sonae Investimentos apresenta a percentagem menor, tendo inclusive, um valor nulo nos anos de 2007 a 2010, sinal de que nenhum administrador executivo deteve ações da empresa. Outro aspeto interessante prende-se com o facto de nesta empresa o CEO não ser acionista da empresa. No cômputo geral, podemos afirmar que no Grupo Sonae entre

57% a 77% dos administradores executivos são também acionistas. Todavia, o valor da participação é insignificante, o que nos leva a concluir que o mesmo não constitui um estímulo para os administradores.

Figura 2: Participação acionista dos administradores executivos no Grupo Sonae



- Existência remuneração variável (REM V)

A remuneração e outras compensações dos membros executivos do conselho de administração das empresas em análise dividem-se em duas componentes: a remuneração anual fixa e o prémio de desempenho. O prémio de desempenho, que pode ser a curto prazo e/ou diferido a médio prazo, é indexado à evolução de um conjunto de indicadores financeiros que da melhor forma permitem o alinhamento dos interesses dos administradores com os interesses da sociedade e dos seus acionistas e é atribuído unicamente aos administradores executivos.

Tabela 8: Análise da remuneração variável das empresas

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sonae Industria						
Total Remuneração Variável	1.331.374,00	794.795,00	785.443,00	204.623,00	445.382,00	754.000,00
Variação Total Rem.Var.		-40,30%	-1,18%	-73,95%	117,66%	69,29%
N.º Administradores Executivos	5	5	6	4	3	4
Média Rem. Var./Administrador	266.274,80	158.959,00	130.907,17	51.155,75	148.460,67	188.500,00
% Média/Ad. no Total Remunerações (E_AC)	9%	8%	6%	3%	10%	10%
Variação Rem.Var./Administrador		-40,30%	-17,65%	-60,92%	190,21%	26,97%
Sonae Sierra						
Total Remuneração Variável	1.230.412,00	2.091.368,00	2.240.151,00	2.600.810,00	1.491.000,00	2.610.000,00
Variação Total Rem.Var.		69,97%	7,11%	16,10%	-42,67%	75,05%
N.º Administradores Executivos	6	6	7	8	6	6
Média Rem. Var./Administrador	205.068,67	348.561,33	320.021,57	325.101,25	248.500,00	435.000,00
% Média/Ad. no Total Remunerações (E_AC)	8%	10%	8%	7%	7%	10%
Variação Rem.Var./Administrador		69,97%	-8,19%	1,59%	-23,56%	75,05%
SonaeCom						
Total Remuneração Variável	475.288,00	854.100,00	721.400,00	690.585,00	1.396.266,00	1.060.000,00
Variação Total Rem.Var.		79,70%	-15,54%	-4,27%	102,19%	-24,08%
N.º Administradores Executivos	4	5	5	5	3	4
Média Rem. Var./Administrador	118.822,00	170.820,00	144.280,00	138.117,00	465.422,00	265.000,00
% Média/Ad. no Total Remunerações (E_AC)	7%	8%	7%	6%	16%	11%
Variação Rem.Var./Administrador		43,76%	-15,54%	-4,27%	236,98%	-43,06%
Sonae Investimentos						
Total Remuneração Variável	1.801.492,00	855.888,00	670.800,00	606.700,00	537.040,00	481.100,00
Variação Total Rem.Var.		-52,49%	-21,63%	-9,56%	-11,48%	-10,42%
N.º Administradores Executivos	3	2	1	1	1	1
Média Rem. Var./Administrador	600.497,33	427.944,00	670.800,00	606.700,00	537.040,00	481.100,00
% Média/Ad. no Total Remunerações (E_AC)	19%	27%	66%	60%	53%	51%
Variação Rem.Var./Administrador		-28,74%	56,75%	-9,56%	-11,48%	-10,42%
Sonae SGPS						
Total Remuneração Variável	2.369.221,00	2.357.350,00	2.360.000,00	1.992.400,00	2.185.800,00	1.290.400,00
Variação Total Rem.Var.		-0,50%	0,11%	-15,58%	9,71%	-40,96%
N.º Administradores Executivos	5	5	4	4	4	3
Média Rem. Var./Administrador	473.844,20	471.470,00	590.000,00	498.100,00	546.450,00	430.133,33
% Média/Ad. no Total Remunerações (E_AC)	10%	10%	13%	12%	12%	13%
Variação Rem.Var./Administrador		-0,50%	25,14%	-15,58%	9,71%	-21,29%
Grupo Sonae						
Total Remuneração Variável	1.441.557,40	1.390.700,20	1.355.558,80	1.219.023,60	1.211.097,60	1.239.100,00
Variação Total Rem.Var.		-3,53%	-2,53%	-10,07%	-0,65%	2,31%
Média Administradores Executivos	4,6	4,6	4,6	4,4	3,4	3,6
Média Rem. Var./Administrador	313.382,04	302.326,13	294.686,70	277.050,82	356.205,18	344.194,44
% Média/Ad. no Total Remunerações (E_AC)	11%	12%	20%	18%	20%	19%
Variação Rem.Var./Administrador		-3,53%	-2,53%	-5,98%	28,57%	-3,37%

De todas as empresas em análise a que apresenta a melhor média de remuneração variável por administrador é a Sonae Investimentos seguida da Sonae enquanto a pior média é registada na Sonae Industria. Em termos de percentagem de remunerações também é na Sonae Investimentos que o valor da remuneração variável atinge os maiores valores ao representar cerca de 66%, 60%, 53% e 51% do valor total das remunerações nos anos de 2007, 2008, 2009 e 2010 respetivamente. No que se refere à evolução da remuneração não se regista uma variação positiva ao longo dos anos, mas

sim o intercalar de variações negativas e positivas, o que denota a ideia de que nestas empresas, as remunerações variáveis não são um dado adquirido com uma evolução crescente, mas que estão dependentes do desempenho dos administradores, refletidas numa série de indicadores dos quais destacamos os mencionados no ponto seguinte.

- Desempenho das empresas

O objetivo comum a todas as empresas aquando da sua constituição é a criação de valor para os acionistas, motivo porque são dados incentivos aos administradores ou gestores para o atingirem. Uma das formas de verificar se está a ser criado valor para os acionistas é analisando a evolução da situação económico-financeira das empresas. Na nossa análise e para esse efeito vamos focar-nos nos seguintes indicadores: resultados líquidos das empresas (L_P), a evolução do resultado por ação (RA), o volume de negócios (VN) e o comportamento da taxa de retorno sobre o ativo (ROA).

Tabela 9: Análise do desempenho das empresas

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sonae Industria						
Resultado por Ação (RA)	0,26	0,23	0,56	0,77	0,42	0,53
Varição Resultado por Ação		-11%	143%	38%	-46%	27%
ROA	6%	6%	9%	-1%	0%	-2%
Lucro /Prejuízo (L_P)	Lucro	Lucro	Lucro	Prejuízo	Prejuízo	Prejuízo
Volume Negócios (VN)	1.465.020.206,00	1.699.315.368,00	2.066.285.268,00	1.769.053.191,00	1.282.883.234,00	1.292.556.776,00
Sonae Sierra						
Resultado por Ação (RA)	4,56	4,93	6,61	-3,57	-3,41	0,27
Varição Resultado por Ação		8%	34%	-154%	-4%	-108%
ROA	10%	11%	10%	-3%	-3%	4%
Lucro /Prejuízo (L_P)	Lucro	Lucro	Lucro	Prejuízo	Prejuízo	Lucro
Volume Negócios (VN)	272.289.147,00	291.181.971,00	315.385.962,00	364.776.068,00	365.829.000,00	384.857.000,00
SonaeCom						
Resultado por Ação (RA)	0,01	0,04	0,10	0,01	0,02	0,12
Varição Resultado por Ação		300%	150%	-90%	100%	500%
ROA	2%	1%	0%	1%	3%	0%
Lucro /Prejuízo (L_P)	Lucro	Prejuízo	Lucro	Lucro	Lucro	Lucro
Volume Negócios (VN)	843.460.860,00	836.040.276,00	892.693.691,00	976.219.970,00	949.400.327,00	920.718.988,00
Sonae Investimentos						
Resultado por Ação (RA)	0,19	0,15	0,17	0,17	0,14	0,17
Varição Resultado por Ação		-21%	13%	0%	-18%	21%
ROA	8%	7%	7%	7%	5%	6%
Lucro /Prejuízo (L_P)	Lucro	Lucro	Lucro	Lucro	Lucro	Lucro
Volume Negócios (VN)	3.884.624.557,00	3.090.560.843,00	3.384.668.507,00	4.219.693.184,00	4.545.865.196,00	4.801.165.957,00
Sonae SGPS						
Resultado por Ação (RA)	0,27	0,13	0,15	0,04	0,05	0,08
Varição Resultado por Ação		-52%	15%	-73%	25%	60%
ROA	10%	6%	7%	2%	2%	5%
Lucro /Prejuízo (L_P)	Lucro	Lucro	Lucro	Lucro	Lucro	Lucro
Volume Negócios (VN)	6.392.514.274,00	4.383.802.736,00	4.417.300.900,00	5.353.103.945,00	5.665.177.074,00	5.914.135.459,00

Analisando os dados da tabela 9, podemos concluir que as empresas como um todo (Grupo Sonae) apresentam em termos globais uma performance positiva, tendo na sua maioria apresentado lucro. Contudo, a tendência decrescente da taxa de retorno sobre o ativo (ROA) alerta-nos para uma rentabilidade baixa do grupo, acompanhada de uma evolução desfavorável dos resultados por ação, motivos que devem fazer repensar a estratégia fiscal das empresas. Em termos individuais, verificamos mais uma vez, a boa performance da empresa Sonae Investimentos a qual apresenta resultados positivos em todos os anos em análise, o segundo maior volume de negócios, o resultado por ação mais constante e positivo e o melhor indicador ROA, pese embora, os valores obtidos evidenciem também baixa rentabilidade.

Feita esta primeira análise, vamos agora relacionar as variáveis explicativas e de controlo com a variável que se pretende explicar, para cada uma das empresas.

Tabela 10: Média das variáveis explicativas e de controlo

	E_FISC	ETR_N	ETR_E	TAM	INDEP	DUAL	E_AC	REM_V	L_P	RA	ROA	VN
Sonae Industria	20,02%	23,39%	-3,37%	9,6667	32,83%	0,0000	54,17%	7,72%	0,5000	0,4631	3,00%	1.595.852.340,50
Sonae Sierra	27,91%	26,11%	1,72%	11,5000	26,00%	0,0000	68,85%	8,44%	0,6667	1,5850	4,61%	332.386.524,67
SonaeCom	1415,09%	1415,09%	0,00%	10,8333	24,50%	0,0000	77,50%	9,16%	0,8333	0,0500	1,29%	903.089.018,67
Sonae Invest.	9,00%	12,08%	-2,23%	4,5000	0,00%	0,0000	19,44%	46,05%	1,0000	0,1650	6,52%	3.987.763.040,67
Sonae SGPS	22,31%	24,21%	-1,90%	9,1667	41,33%	0,3333	75,28%	11,55%	1,0000	1,1200	5,31%	5.354.339.064,67
Grupo Sonae	298,87%	300,18%	-1,15%	9,1333	24,93%	0,0667	59,05%	16,58%	0,8000	0,4726	4,14%	2.434.685.997,83

Os resultados obtidos indicam que a empresa que conseguiu a melhor performance em termos de elisão fiscal (E_FISC) foi a Sonae Investimentos a qual se caracteriza por ter o menor conselho de administração e menor número de independentes, seguida da Sonae Industria e a pior foi a SonaeCom, sendo que nesta última o mau resultado é consequência das taxas efetivas anómalas nos anos de 2006 a 2008.

Não obstante, as análises até agora efetuadas e por forma a obtermos dados que nos permitam tirar conclusões mais sólidas nomeadamente ao nível da média do Grupo Sonae, vamos a partir deste momento excluir a empresa SonaeCom das nossas próximas análises consequência das taxas efetivas anómalas obtidas.

Na tabela 11 passamos a analisar os coeficientes de correlação das variáveis do nosso modelo, o que nos permite identificar qual o grau de associação entre as variáveis, bem como a importância que determinadas variáveis poderão ter na explicação da variável dependente elisão fiscal (E_FISC).

Tabela 11: Coeficientes de correlação das variáveis

	EV_FISC	ETR_N	ETR_E	TAM	INDEP	E_AC	REM_V	RA	ROA	VN
EV_FISC	1									
ETR_N	0,974229	1								
ETR_E	0,62575	0,442233	1							
TAM	0,381547	0,359746	0,229609	1						
INDEP	0,291629	0,333642	-0,04739	0,697429	1					
E_AC	0,157923	0,156241	0,090025	0,746076	0,7014	1				
REM_V	-0,28432	-0,29399	-0,11302	-0,87065	-0,76225	-0,86466	1			
RA	0,165792	0,142731	0,157383	0,136592	0,03225	0,071891	-0,09627	1		
ROA	0,20142	0,108719	0,455576	-0,1536	-0,2394	-0,1903	0,199623	0,647476	1	
VN	-0,13763	-0,08649	-0,24208	-0,53242	0,004182	-0,16827	0,375098	-0,2371	0,200428	1

Da análise efetuada¹² importa referir, a forte correlação positiva entre a variável dependente elisão fiscal (E_FISC) e a variável elisão fiscal nacional (ETR_N), o que nos parece normal, atendendo ao facto da taxa efetiva de imposto nacional contribuir quase a 100% para o valor da elisão fiscal (E_FISC). Ao nível das variáveis explicativas, registam-se também casos de forte correlação. Por exemplo, verifica-se uma forte correlação positiva ente a variável tamanho do conselho de administração (TAM) e as variáveis independência do conselho de administração (INDEP) e participação acionista dos administradores executivos (E_AC), e uma forte correlação negativa entre o variável tamanho do conselho de administração (TAM) e a variável remuneração variável por administrador (REM_V). A variável independência do conselho de administração (INDEP) regista uma forte correlação negativa com a variável remuneração variável por administrador (REM_V) e esta por sua vez tem uma forte correlação negativa com a variável participação acionista dos administradores executivos (E_AC). A explicação resulta do facto de que quanto maior é o tamanho do conselho de administração maior é o número de administradores independentes, e também a percentagem acionista de administradores executivos da empresa. Já a correlação negativa entre a variável independência do conselho de administração (INDEP) e a variável participação acionista dos administradores executivos (E_AC) é justificada pelo facto dos administradores independentes nas empresas em análise serem não executivos e consequentemente não beneficiarem de remuneração variável. Curiosamente, a relação negativa entre a remuneração variável por administrador (REM_V) e a variável participação acionista dos administradores executivos (E_AC)

¹² Foram excluídas as variáveis dualidade do conselho de administração (DUAL) e lucro/prejuízo (L_P) pois são variáveis qualitativas (não métricas).

indica que quando os administradores executivos também são acionistas da empresa, têm uma remuneração variável mais baixa. Relativamente à variável de controlo, resultado por ação (RA) encontra-se positivamente e fortemente relacionada com a variável rentabilidade do ativo (ROA). Todas as outras variáveis não apresentam valores de correlação relevantes.

Contudo, a forte correlação entre as variáveis explicativas/controlo atrás referidas pode causar o problema da multicolinearidade, e uma das condições para que se possa efetuar uma análise de regressão linear múltipla é a não dependência linear perfeita entre as variáveis explicativas, ou seja, a sua não multicolinearidade. Todavia segundo Gujarati (2000), a multicolinearidade não viola nenhuma hipótese de regressão, sendo o seu único defeito o aumento do grau de dificuldade na obtenção de estimativas de coeficientes com baixos desvios-padrão, pelo que assumimos essa limitação no nosso estudo.

4.2. Análise Multivariável

Na equação de regressão (3.1), explica-se o valor da elisão fiscal (E_FISV) com base em todas as variáveis explicativas/controlo propostas. Os resultados deste estudo são obtidos usando dados em painel, no período compreendido entre 2005 e 2010 para quatro empresas do Grupo Sonae (Sonae Industria, Sonae Sierra, Sonae Investimentos e Sonae), que resultaram em 24 observações.

A estimação dos parâmetros pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) ou *Ordinary Least Squares* (OLS) permitiu concluir que as variáveis explicativas/controlo utilizadas no nosso modelo têm capacidade explicativa da variável dependente em 89,2% das suas variações, medido pelo coeficiente de determinação (R^2). Este resultado também é evidenciado pela estatística F que permite concluir pela significância global do modelo proposto (ao nível de significância de 1%), como demonstrado na tabela seguinte.

Tabela 12: Resultado da estimação do modelo pelo método MQO

Dependent Variable: E _FISC
 Method: Least Squares
 Sample: 2005 - 2010
 Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-948.6137	365.8254	-2.593078	0.0250
TAM	-7.929918	2.392064	-3.315095	0.0069
INDEP	-0.104461	0.606798	-0.172151	0.8664
DUAL	-4.070954	11.21450	-0.363008	0.7235
E_AC	0.613298	0.274998	2.230190	0.0475
REM_V	0.367767	0.410765	0.895322	0.3898
L_P	77.12085	11.98743	6.433475	0.0000
RA	-1.492605	1.542720	-0.967515	0.3541
ROA	-3.330088	1.290593	-2.580277	0.0256
LOG_VN	107.0813	38.68790	2.767824	0.0183
D1	79.23196	25.26981	3.135440	0.0095
D2	-118.2146	29.80167	-3.966712	0.0022
D3	-101.6926	29.14351	-3.489373	0.0051
R-squared	0.892305	Mean dependent var		19.80869
Adjusted R-squared	0.774820	S.D. dependent var		16.86368
S.E. of regression	8.002346	Akaike info criterion		7.300521
Sum squared resid	704.4130	Schwarz criterion		7.938634
Log likelihood	-74.60626	Hannan-Quinn criter.		7.469813
F-statistic	7.595036	Durbin-Watson stat		1.673524
Prob(F-statistic)	0.001018			

O facto de na coluna de 24 observações da variável elisão fiscal (E_FISC) e respetivas variáveis explicativas estarem quatro empresas diferentes revela heterogeneidade, o que faz com que os estimadores de mínimos quadrados deixem de ter variância mínima (eficiência), ou seja, eles não são os melhores estimadores lineares não-enviesados (BLUE), (Gujarat (2000)). Por esse motivo, e embora os dados recolhidos não sejam puramente seccionais, realiza-se um teste de hipótese, a fim de verificar a presença de heteroscedasticidade no modelo. Para o efeito utiliza-se o teste de heteroscedasticidade de White, onde a hipótese nula é a de homocedasticidade e a hipótese alternativa é a de heteroscedasticidade geral. Na tabela 13, observa-se o resultado do referido teste:

Tabela 13: Teste de heterocedasticidade de White

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	5.085458	Probability	0.0056
Obs*R-squared	20.33463	Probability	0.0610

Analisando a tabela 13 verifica-se que a hipótese nula não é rejeitada ao nível de significância de 5% ($p\text{-value} = 0,0610$) concluindo-se pela homocedasticidade, sendo contudo a hipótese nula rejeitada ao nível de significância de 10%, caso em que se conclui pela heterocedasticidade. Diante deste facto, vamos também estimar o modelo admitindo heterocedasticidade e recorrendo ao auxílio de estimadores consistentes das variâncias e covariâncias propostas por White para que os estimadores dos coeficientes de regressão possam ser consistentes. Este resultado é apresentado na tabela 14, a seguir:

Tabela 14: Resultados de estimação com correção de heterocedasticidade de White.

Dependent Variable: E _FISC
 Method: Least Squares
 Sample: 2005 - 2010
 Included observations: 24
 White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-948.6137	269.4772	-3.520200	0.0048
TAM	-7.929918	2.101803	-3.772913	0.0031
INDEP	-0.104461	0.870035	-0.120065	0.9086
DUAL	-4.070954	9.043140	-0.450170	0.6613
E_AC	0.613298	0.145911	4.203230	0.0015
REM_V	0.367767	0.234327	1.569463	0.1448
L_P	77.12085	12.01547	6.418462	0.0000
RA	-1.492605	1.207955	-1.235646	0.2423
ROA	-3.330088	1.489961	-2.235016	0.0471
LOG_VN	107.0813	25.42938	4.210929	0.0015
D1	79.23196	17.68844	4.479307	0.0009
D2	-118.2146	30.42830	-3.885023	0.0025
D3	-101.6926	19.95396	-5.096362	0.0003
R-squared	0.892305	Mean dependent var	19.80869	
Adjusted R-squared	0.774820	S.D. dependent var	16.86368	
S.E. of regression	8.002346	Akaike info criterion	7.300521	
Sum squared resid	704.4130	Schwarz criterion	7.938634	
Log likelihood	-74.60626	Hannan-Quinn criter.	7.469813	
F-statistic	7.595036	Durbin-Watson stat	1.673524	
Prob(F-statistic)	0.001018			

Da comparação das duas tabelas, em que a estimação é feita por OLS mas admitindo à vez a hipótese de homocedasticidade (tabela 12) ou a hipótese de heterocedasticidade (tabela 14), pode concluir-se pela semelhança dos testes de significância individual das variáveis explicativas consideradas.

Em termos gerais, a análise dos resultados obtidos, permite-nos observar que das variáveis de governo das sociedades introduzidas no modelo só a variável tamanho do conselho de administração (TAM) e a variável participação acionista dos administradores executivos (E_AC) são significativas, como se poderá observar através da análise das significâncias estatísticas apresentadas por estas variáveis. As outras três variáveis do governo de sociedades, independência do conselho de administração (INDEP), dualidade do conselho de administração (DUAL) e remuneração variável dos administradores (REM_V) não são significativas. Relativamente às restantes variáveis introduzidas no modelo (controlo) verificamos que todas são significativas, à exceção da variável resultado por ação (RA).

Podemos ainda afirmar, que o tamanho do conselho de administração (TAM), independência do conselho de administração (INDEP) e a dualidade do conselho de administração (DUAL) influenciam negativamente o valor da elisão fiscal, enquanto a variável participação acionista dos administradores executivos (E_AC) e remuneração variável do conselho de administração (REM_V) a influenciam positivamente. Assim, os resultados que se extraem dos modelos econométricos utilizados demonstram que todas as variáveis de governo das sociedades utilizadas produziram os efeitos esperados na variável dependente, elisão fiscal (E_FISC), confirmando assim as hipóteses de trabalho aqui veiculadas.

Tabela 15: Validação das hipóteses de investigação ao nível de significância de 5%.

Sigla	Sinal Esperado	Coefficiente estimado	Significância Estatística (p-value) *	Significância Estatística White (p-value)**
TAM	-	-7,929	Sim (0,0069)	Sim (0,0031)
INDEP	-	-0,104	Não (0,8664)	Não (0,9066)
DUAL	-	-4,070	Não (0,7235)	Não (0,6613)
E_AC	+	+0,613	Sim (0,0475)	Sim (0,0015)
REM_V	+	+0,367	Não (0,3898)	Não (0,1448)

*p-value com variância dos estimadores OLS sob a hipótese de homocedasticidade

**p-value com variância dos estimadores OLS sob a hipótese de heterocedasticidade.

A partir da análise até agora realizada e por forma a obtermos uma equação de regressão com variáveis significativas, vamos eliminar as variáveis sem significância estatística, através da metodologia *stepwise regression*, com uma abordagem *backward elimination*, ou seja, vamos eliminar à vez, uma a uma, as variáveis sem significância estatística (começando pelo *p-value* mais elevado). Após cada eliminação vai-se estimar novamente o modelo, até à obtenção do modelo final em que as variáveis são todas significativas (ao nível de significância de 5%).

Assim, após análise das variáveis do modelo, retiram-se à vez da equação (3.1.), sob a hipótese de homocedasticidade, e por esta ordem de saída, as seguintes variáveis: independência do conselho de administração (INDEP), dualidade do conselho de administração (DUAL), remuneração variável dos acionistas (REM_V) e resultado por ação (RA). O resultado final da estimação do modelo é o seguinte:

Tabela 16: Resultado da estimação do modelo final por OLS.

Dependent Variable: E _FISC
 Method: Least Squares
 Sample: 2005 - 2010
 Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-853.2993	263.0319	-3.244091	0.0054
TAM	-7.297718	2.023514	-3.606458	0.0026
E_AC	0.400040	0.141262	2.831900	0.0126
L_P	78.39376	10.15124	7.722577	0.0000
ROA	-4.222707	0.832522	-5.072185	0.0001
LOG_VN	97.39063	28.84788	3.376006	0.0042
D1	75.19019	20.28299	3.707057	0.0021
D2	-98.00015	16.87278	-5.808182	0.0000
D3	-90.65430	19.11284	-4.743110	0.0003
R-squared	0.875147	Mean dependent var	19.80869	
Adjusted R-squared	0.808558	S.D. dependent var	16.86368	
S.E. of regression	7.378544	Akaike info criterion	7.115026	
Sum squared resid	816.6438	Schwarz criterion	7.556796	
Log likelihood	-76.38031	Hannan-Quinn criter.	7.232228	
F-statistic	13.14262	Durbin-Watson stat	1.630600	
Prob(F-statistic)	0.000017			

Da mesma forma e sob a hipótese de heterocedasticidade (White), foram eliminadas à vez as seguintes variáveis por esta ordem de saída: independência do conselho de administração (INDEP), dualidade do conselho de administração (DUAL), resultado por ação (RA) e remuneração variável dos acionistas (REM_V). Feito isto, procede-se novamente à estimação do modelo, que origina os seguintes resultados:

Tabela 17: Resultado da estimação do modelo final com correção de White:

Dependent Variable: E_FISC
 Method: Least Squares
 Sample: 2005 - 2010
 Included observations: 24
 White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-853.2993	167.2293	-5.102570	0.0001
TAM	-7.297718	1.925368	-3.790298	0.0018
E_AC	0.400040	0.116484	3.434289	0.0037
L_P	78.39376	10.34048	7.581250	0.0000
ROA	-4.222707	0.922559	-4.577169	0.0004
LOG_VN	97.39063	18.34091	5.310022	0.0001
D1	75.19019	13.37060	5.623546	0.0000
D2	-98.00015	12.60813	-7.772773	0.0000
D3	-90.65430	14.41628	-6.288328	0.0000
R-squared	0.875147	Mean dependent var	19.80869	
Adjusted R-squared	0.808558	S.D. dependent var	16.86368	
S.E. of regression	7.378544	Akaike info criterion	7.115026	
Sum squared resid	816.6438	Schwarz criterion	7.556796	
Log likelihood	-76.38031	Hannan-Quinn criter.	7.232228	
F-statistic	13.14262	Durbin-Watson stat	1.630600	
Prob(F-statistic)	0.000017			

Os resultados agora obtidos evidenciam que, as variáveis explicativas utilizadas, após rejeição das quatro variáveis atrás enumeradas, têm capacidade explicativa do comportamento da variável dependente, elisão fiscal (E_FISC), em 87% da sua variação, medido pelo R².

Da análise do resultado de estimação do modelo final podemos ainda verificar que das cinco variáveis de governo de sociedades iniciais só as variáveis tamanho do conselho de administração (TAM) e participação acionista dos administradores executivos (E_AC) são consideradas como explicativas (qualquer que seja a hipótese quanto ao comportamento da variância do termo de perturbação, ou seja, quer admitindo homocedasticidade quer admitindo heterocedasticidade)

Tabela 18: Validação das hipóteses de investigação: resultado final

Sigla	Sinal Esperado	Coefficiente estimado	Significância Estatística (p-value)	Significância Estatística White (p-value)
TAM	-	-7,297	Sim (0,0026)	Sim (0,0018)
E_AC	+	+0,400	Sim (0,0126)	Sim (0,0037)

As variáveis atrás enunciadas indicam-nos que:

- Quando o tamanho do conselho de administração (TAM) aumenta um administrador, o peso da elisão fiscal diminui, em média, e em razão desse aumento, 7,3 pontos percentuais (mantendo-se as restantes variáveis constantes);
- Quanto à participação acionista dos administradores executivos (E_AC) a estimativa significa que o aumento de um ponto percentual nesta variável induz um aumento no peso da elisão fiscal de 0,4 pontos percentuais (mantendo-se as restantes variáveis constantes).

5. Conclusão

Este trabalho tem por finalidade analisar e discutir a existência ou não de influência do governo das sociedades na elisão fiscal, utilizando-se no estudo um conjunto de empresas, Sonae Industria, Sonae Sierra, Sonae Industria e Sonae, com dados anuais de 2005 a 2010. Cinco variáveis de governo das sociedades foram analisadas:

- Tamanho do conselho de administração;
- Independência do conselho de administração;
- Dualidade de funções;
- Participação acionista dos administradores executivos;
- Percentagem da remuneração variável no total das remunerações do conselho de administração.

As conclusões dos estudos referidos na literatura evidenciam uma influência do governo das sociedades na elisão fiscal das empresas, via análise da taxa efetiva de imposto. Contudo, os mesmos não evidenciam uma regra que possa ser considerada geral na escolha das variáveis do governo das sociedades com maior significância estatística na explicação da elisão fiscal, na medida em que é necessário também atender a fatores externos que influenciam o desempenho fiscal das empresas.

No estudo empírico efetuado, partiu-se do princípio de que as variáveis selecionadas tinham importância na explicação da elisão fiscal das empresas selecionadas, e que o sinal esperado seria negativo no caso do tamanho, independência e dualidade de funções e positivo no caso da estrutura acionista dos administradores executivos e remuneração variável. A formulação destas hipóteses teve como premissa a ideia de que conselhos de administração maiores, com mais administradores independentes e com dualidade entre o cargo de CEO e de presidente do conselho de administração implicassem um menor desempenho em termos fiscais e conseqüentemente pagamento de mais impostos. Da mesma forma, entendeu-se que a participação acionista e a remuneração eram estímulos suficientemente apelativos para a convergência dos interesses dos administradores com

os acionistas traduzidos em maiores retornos fiscais. Conjuntamente, analisaram-se mais sete variáveis de controlo por forma a obter resultados mais consistentes.

O estudo empírico foi efetuado com recurso a um modelo econométrico estimado pelo método dos mínimos quadrados, usando dados em painel com controlo de unidades seccionais (por serem diferentes empresas). Foi também efetuada a análise de heterocedasticidade e reestimados os modelos com os estimadores consistentes de White.

Os resultados obtidos são concordantes com as expectativas previamente definidas quanto ao sinal esperado, todavia no que respeita à significância, só duas das variáveis de governo de sociedades, tamanho e participação acionista dos administradores executivos, são estatisticamente explicativas, conforme se verificou pelos testes estatísticos em relação a essas variáveis.

Das restantes variáveis incluídas no modelo só a variável indicativa de crescimento não foi considerada significativa, o que a nosso ver se deve ao facto das empresas procurarem pagar menos impostos, independentemente, da trajetória do seu crescimento.

Naturalmente, e à semelhança de qualquer estudo, a investigação apresenta algumas limitações. Por um lado a heterogeneidade das empresas do Grupo Sonae, por outro lado o tamanho reduzido da amostra, o qual se ficou a dever à entrada em vigor de um novo normativo contabilístico a partir de 2005 que condicionou o período temporal, bem como, o diminuto número de empresas do Grupo Sonae que apresentam contas consolidadas. Por outro lado, a possível multicolineariedade de algumas variáveis. Obviamente que para se poder considerar a validade externa da investigação efetuada, mais empresas deveriam ser incluídas no estudo.

Muitas são as oportunidades de investigação futura nesta área, pelo que algumas das nossas sugestões passam por alargar o tema de pesquisa a uma amostra maior. Outra

área de interesse será analisar o papel das mulheres no governo das sociedades e consequentemente na gestão fiscal das empresas.

Em resumo, o governo das sociedades tem influência na elisão fiscal das empresas portuguesas consideradas neste estudo, embora só as variáveis tamanho e participação acionista dos administradores executivos sejam consideradas estatisticamente explicativas.

6. Bibliografia

Armstrong, C. S., Jagolinzer, A., Larcker, D. (2010), “Chief Executive Officer Equity Incentives and Accounting Irregularities”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 48, Nº 2, pp. 225 – 271.

Armstrong, C. S., Blouin J., Larcker D. (2012), “The Incentives for Tax Planning”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 53, Nº 1/2, pp. 391 – 411.

Babic, Verica (2003), “Corporate Governance in Transition Economics”. Winston. Salem, Wake Forest University, Social Science Seminar.

Bankman, J. (1999), “The New Market in Corporate Tax Shelters”, *Tax Notes* 83, pp. 1775-1794.

Barkema, H. G., Gomez-Mejia, L. R. (1998), “Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework”, *Academy of Management Journal*, Vol. 41 Nº 2, pp. 135-145.

Bebchuk, L. A., Grinstein, Y., Peyer, U. (2010), “Lucky CEOs and Lucky Directors”, *Journal of Finance*, Vol. 65, Nº 6, pp. 2363 – 2401.

Berle, A., Means, G. (1932), “The Modern Corporation and Private Property”, New York: Macmillan.

Bhagat, S., Black, B. (1999), “The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance”, *Business Lawyer*, Vol. 55, pp. 921-963.

Bhagat, S., Black, B. (2002), “The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance”, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 27, N. 2, pp. 231-273.

Bhagat, S., Bolton, B. (2008), “Corporate Governance and Firm Performance”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, Nº 3, pp. 257-273.

Bos, S., Pendleton, A., Toms, S. (2011), “Governance Thresholds, Managerial Ownership and Corporate Performance: Evidence From U.K, Working paper.

Brick, I., Palmon, O. Wald J. (2006), “CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronysm”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 403 - 423.

Byrd, J., Hickman, K. (1992), “Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids”, *Journal of Financial Economics*, Vol.32, pp. 95-221.

Byrd, J., Parrino, R., Pritish, G. (1998), “Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value”, *Financial Analyst Journal*, pp. 14-30.

Chamberlain, T. W. (2010), “Board Composition and Firm Performance: Some Canadian Evidence”, *International Advances in Economic Research*, Vol. 16, Nº 4, pp. 421 – 422.

Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., Shevlin, T. (2010), “Are Family Firms More Tax Aggressive Than Non-Family Firms?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, pp. 41-61.

CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) (2003), “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades”, Instituto Português de Corporate Governance.

CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) (2010), “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades”, Instituto Português de Corporate Governance.

Código das Sociedades Comerciais.

Coles, J., Daniel, N., Naveen, L., Naveen, L. (2008), “Boards: Does one Size Fit All?” *Journal of Financial Economics*, Vol.87, Nº 2, pp. 329-356.

Core, J., Holthausen R., Larcker, D. (1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 371-406.

Croteau, John T., (1956), “The Large Credit Union”, *The Journal of Finance*, Vol. 11, Nº 3, pp. 347-362.

Daoud Ellili, Nejla Ould (2011), “Ownership Structure, Financial Policy and Performance of the Firm: US Evidence”, *International Journal of Business & Management*, Vol. 6, Nº 10, pp.80-93.

Dechow, P., Ge W., Schrand C. (2010), “Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, their Determinants and their Consequences”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 50, Nº 2/3, pp. 344 – 401.

Deckop, J., Merriman, K., Gupta, S. (2006), “The Effects of CEO Pay Structure on Corporate Social Performance”, *Journal of Management*, Vol. 32, Nº 3, pp. 329 -342.

Deli, D., Gillan, S. (2000), “On the Demand for Independent and Active Audit Committee”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, pp. 427-445.

Demsetz, H. (1983), “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, *Journal of Law e Economics*, Vol. 26, Nº 2, pp. 375-390.

Denis, Diane K., McConnell, John J. (2003), “International Corporate Governance.” *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol.38, Nº 1, pp. 1-36.

Desai, M., Dharmapala, D. (2006), “Corporate Tax Avoidance and High-powered Incentives”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, Nº 1, pp. 427-445.

Desai, M., Dharmapala, D., Fung, W. (2007), “Taxation and the Evolution of Aggregate Corporate Ownership Concentration”, http://emlab.berkeley.edu/users/burch/incometax05/desai_dharmapala_fung.pdf,
acedido em 20/04/2011.

Desai, M., Dyck, I., Zingales, L. (2007), “Theft and Taxes”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, pp. 591-623.

Desai, M., Dharmapala, D., (2008), “Tax and Corporate Governance: An Economic Approach”, http://www.intrweb.org/londonmet/library/t77539_3,
acedido em 20/04/2011.

Desai, M., Dharmapala, D. (2009), “Corporate Tax Avoidance and Firm Value”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 91, pp. 537-546;

Desai, Mihir A. (2012), “A Better Way to Tax U.S. Businesses”, *Harvard Business Review*, Vol. 90, Nº 7/8, pp. 134 – 139.

Dyreng, S., Hanlon, M., Maydew, E. (2008), “Long-Run Corporate Tax Avoidance” *The Accounting Review*, Vol.83, Nº 1, pp. 61-82.

Dyreng, S., Hanlon, M., Maydew, E. (2010), “ The Effects of Executives on Corporate tax Avoidance”, *The Accounting Review*, Vol. 85, Nº 4, pp. 1163-1189.

Fama, Eugene, Jensen, Michael (1983),”Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, Nº 2, pp. 301-326.

Frank, M. M., Lynch, L., Rego, S. (2009), “Tax Reporting Aggressiveness and its Relation to Aggressive Financial Reporting”, *The Accounting Review*, Vol. 84, Nº 2, pp. 467 – 496.

Friese, A., Link, S., Mayer, S. (2006), “Taxation and Corporate Governance” Berlin, Germany: Springer Berlin Heidelberg.

Gedajlovic, E., Carney M. (2010), “Market Hierarchies and Families: Toward a Transaction Cost Theory of Family Firms”, *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, pp. 1-6.

Gomez-Mejla L., Haynes K., Nunez-Nicked J. K., Moyano- Fuentes J. (2007), “Socioemotional Wealth and Business Evidence from Spanish Olive Mills”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 52, Nº 1, pp. 106 – 137.

Graham, J., Tucker, A. (2006), “Tax Shelters and Corporate Debt Policy”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, Nº 3, pp. 563-594.

Gujarati, N. Damodar (2000), *Econometria Básica*, São Paulo, Makron Books, 3 ed.

Gupta, S., Newberry, K. (1997), “Determinants of the Variability in Corporate Effective Tax Rates: Evidence from Logitudinal Data”, *Journal of Accounting and Public Policy* Vol.16, pp. 1-34.

Guthmann, Harry G. (1951), “Competition from Tax-exempt Business”, *The Journal of Finance*, Vol. 6, Nº 2, pp. 161-177.

Hanlon, M., Slemrod, J., (2009), “What Does Tax Aggressiveness Signal? Evidence form Stock Price Reactions to news About Tax Shelter Involvement”, *Journal of public Economics*, Vol. 93, Nº 1/2, pp. 126-141.

Harjoto, M. A., Jo, H. (2008), “Board Leadership and Firm Performance”, *Journal of International Business and Economics*, Vol. 8, Nº 3, pp. 143-154.

Heidrick e Struggles (2005), “Corporate Governance in Europe: What’s the Outlook?” , Heidrick & Struggles International, Inc..

Hermalin, B. E., Weisbach, M. S. (1991), “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance”, *The Journal of Financial Management Association*, Vol. 20, Nº 4, pp. 101-112.

Hermalin, B. E., Weisbach, M. S. (2003), “Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature”, *Economic Policy Review* Vol. 9, Nº 1, pp. 7-27.

Hermalin, B. E., Weisbach, M. S. (2010), “The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 48, Nº 1, pp. 58-107.

Hitt, M. A., Ireland, R. D., Hoskisson, R. E. (2003), “Strategic Management Competitiveness and Globalization”, Thomson

Jensen, Michael, Meckling, William (1976), “Theory on the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 4, pp. 305-360.

Jensen, Michael C., Murphy, K. J. (1990), “Performance Pay and Top Management Incentives”, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, Nº 2, pp. 225-264.

Jensen, Michael C. (1993), “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *Journal of Finance*, Vol. 48, Nº 3, pp. 831-880.

Jensen, Michael C., Murphy, K. J. (2004), “Remuneration: Where We’ve Been, How we got to Here, What are the Problem, and How to Fix Them” Working paper. The European Corporate Governance Institute.

John, K., Senbet, L. (1998), “Corporate Governance and Board Effectiveness”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, Nº 4, pp. 371 – 403.

Klein, A. (2002), “Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, Nº 3, pp. 375-400.

Lang, M. H., Lins, K. V., Miller D. P. (2003) “ADRs, Analysts, and Accuracy, Does Cross-Listing in the US Improve a Firm’s Information Environment and Increase Market Value?”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, Nº 2, pp. 317 -345.

Leland, H.E., Pyle, D.H. (1977), “Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation”, *The Journal of Finance*, Vol. 32, Nº 2, pp. 371 – 387.

Lisowsky, P. (2010), “Seeking Shelter: Empirically Modeling Tax Shelters and Examining The Link to the Contingent Tax Liability Reserve”, *Accounting Review*, Vol. 85, Nº 5, pp. 1693 – 1720.

McKinsey & Company (2002), “Global Investor Opinion Survey”, Mckinsey & Company.

Miller, Daniel J. (1995), “CEO Salary Increases May Be Rational After All: Referents and Contracts in CEO Pay”, *Academy of Management Journal*, Vol. 38, Nº 5, pp. 1361-1385.

Millstein, Ira M. (1998), “Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Market”, França: OECD.

Minnick, Kristina, Noga, Tracy (2010), “Do Corporate Governance Characteristics Influence Tax Management?” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, Nº 5, pp.703 – 718.

Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, Nº 1/2, pp. 293 – 315.

OCDE - Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (2004), “ Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”, European Corporate Governance Institute.

Perrini, F., Rossi, G., Rovetta, B. (2008), “Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from the Italian Market”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 16, Nº 4, pp. 312 – 325.

Porcano, T. (1986), “Corporate Tax Rates: Progressive, Proportional, or Regressive”, *Journal of the American Taxation Association*, Vol. 7, Nº 2, pp. 17-31.

Rego, S. O. (2003), “Tax Avoidance Activities of U.S. Multinational Corporations”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, Nº 4, pp.805-833.

Rego, S., Wilson, R. (2009), “Executive Compensation, Tax Reporting Aggressiveness, and Future Firm Performance”, Working Paper, University of Iowa.

Sanders, W. G., (2001), Incentive, Alignment, CEO Pay Level, and Firm Performance: A Case of Heads I Win, Tails you Lose?”, *Human Resource Management*, Vol. 40, Nº 2, pp. 159-170.

Scholes, M., Wolfson, M., Erickson, M., Maydew, E, Shevlin, T. (2009), “ Taxes and Business Strategy: A Planning Approach”, Upper Saddle River, NJ, Pearson.

Shackelford, D. A., Shevlin, T. (2001), “Empirical Tax Research Accounting” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 34, Nº 1/3, pp. 321-387.

Shleifer, Andrei, Vishny, Robert W, (1997), “A survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, Vol. 52, Nº 2, pp. 737-783.

Siegfried, J. J. (1974), “Effective Average U.S. Corporation Income Tax Rates”, *National Tax Journal*, Vol. 27, Nº 2, pp. 245-259.

Smith, Adam (1776), *The Wealth of Nations*, A Penn State Electronic Classics Series Publication.

Somers, Harold M. (1951), “Competition from Tax-Exempt Business: Discussion”, *The Journal of Finance*, Vol. 6, Nº 2, pp. 178-186.

Steijvers, Tensie, Niskanen, Mervi (2011), “Tax Aggressive Behavior in Private Family Firms - The Effect of the CEO and Board Directors”, Proceedings of the European Conference on Management, Leadership & Governance, pp. 379-386.

Tatom, John A, (2005), “Competitive Advantage: A Study of the Federal Tax Exemption for Credit Unions”, Networks Financial Institute at Indiana State University,

Vieito, J.P., Cerqueira, A., Brandão, E., Khan, W. (2009), “Executive Compensation: The Finance Perspective”, *Portuguese Journal of Management Studies*, Vol. 14, Nº 1, pp. 3-32.

Wan, Kam-Ming (2003), “Independent Directors, Executive Pay, and Firm Performance”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=392595, acedido em 18/06/2011.

Weston, J. Fred, Mitchel, Mark, L, Mulherin, J. Harold (2001), “Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance”, Prentice Hall, 4th ed

Wilson, R. J. (2009), “An Examination of Corporate Tax Shelter Participants”, *Accounting Review*, Vol. 84, Nº 3, pp. 969-999.

Yermack, D. (1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, Nº 2, pp. 185-211.

Yermack, D. (1997), “Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company news Announcements”, *Journal of Finance*, Vol. 52, Nº 2, pp.449-476.

Yermack, D. (2004), “Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors”, *Journal of Finance*, Vol.59, Nº 5, pp. 2281 – 2308.

Zimmerman, J. L. (1983), “Taxes and Firm Size”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, Nº 2, pp. 119-149.

Zingales, L. (1998), “Corporate Governance”, in Newman, P.(ed), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton, 497-502.

7. Anexos

- **Evolução da Receita Fiscal em Portugal**

No que concerne à evolução da receita fiscal de Portugal proveniente dos encargos tributários, no período compreendido entre 1995 e 2010, não se verificaram alterações significativas como se constata na tabela seguinte.

Tabela 19: Proveniência das receitas fiscais do Estado Português

Anos	Receitas Fiscais em % PIB	Impostos Directos (ID)			Impostos Indirectos (II)	
		IRS em % Receitas Fiscais	IRC em % Receitas Fiscais	Outros ID em % Receitas Fiscais	IVA em % Receitas Fiscais	Outros II em % Receitas Fiscais
1995	19,30%	27,08%	11,48%	0,40%	33,12%	27,92%
1996	19,60%	28,01%	13,37%	0,36%	30,97%	27,28%
1997	19,70%	26,35%	15,44%	0,41%	32,16%	25,64%
1998	19,90%	25,38%	16,49%	0,41%	32,24%	25,49%
1999	20,20%	25,08%	16,50%	0,40%	33,08%	24,94%
2000	20,20%	26,23%	17,40%	0,42%	33,76%	22,19%
2001	19,50%	27,36%	15,57%	0,37%	34,25%	22,45%
2002	20,30%	25,46%	15,54%	0,73%	34,92%	23,34%
2003	20,00%	25,81%	13,18%	0,38%	36,94%	23,70%
2004	19,10%	26,07%	13,71%	0,06%	36,43%	23,73%
2005	19,80%	25,47%	12,23%	0,15%	38,35%	23,80%
2006	20,40%	25,23%	13,28%	0,14%	38,01%	23,34%
2007	21,00%	25,40%	15,96%	0,07%	37,03%	21,55%
2008	20,70%	26,22%	16,72%	0,05%	37,72%	19,28%
2009	18,20%	29,20%	14,81%	-0,01%	35,51%	20,49%
2010	18,10%	29,16%	13,54%	0,22%	36,33%	20,76%

Fonte: www.pordata.pt e Relatório OE2010 e elaboração própria

Em termos de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC)¹³, verificou-se uma ligeira subida da receita fiscal a qual passou de 11,48% em 1995 para 13,54% do total das receitas fiscais em 2010, sendo aliás de realçar que no período em causa, se registou uma acentuada descida da taxa nominal de IRC, a qual passou de 36% para 12,5% e 25%¹⁴ em 2010 respetivamente. Para essas percentagens na receita fiscal de IRC contribuíram também os benefícios fiscais concedidos pelo Estado Português o que indica, sem sombra de dúvida o interesse das empresas em usufruírem dos mesmos para baixar a sua carga fiscal.

¹³ Este imposto serviu de base ao cálculo da elisão fiscal do nosso estudo.

Tabela 20: Receitas fiscais perdidas devido aos benefícios fiscais concedidos

IMPOSTOS	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005-2010
	Milhões €	Milhões €	Milhões €	Milhões €	Milhões €	Milhões €	Milhões €
IRS	382,3	229,8	362,0	304,6	325,2	351,4	1.955,3
IS	0,2	1,1	0,4	0,2	0,2	0,2	2,3
IA/ISV	56,8	59,6	95,5	143,8	102,9	111,3	569,9
IVA	99,2	118,3	100,0	132,2	161,9	177,5	789,1
ISP	210,8	240,1	261,0	226,8	260,7	286,8	1.486,2
IABA	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	2,9
IT	0,5	0,5	0,8	1,0	1,0	1,2	5,0
SUBTOTAL	750,5	650,0	820,1	809,0	852,3	928,8	4.810,7
IRC	259,0	255,8	238,6	469,5	246,1	298,9	1.767,9
IRC-Isenção Temporária (Madeira)	1.326,1	1.356,1	1.683,0	2.044,1	1.308,7	1.308,7	9.026,7
SUBTOTAL - IRC	1.585,1	1.611,9	1.921,6	2.513,6	1.554,8	1.607,6	10.794,6
TOTAL	2.335,6	2.261,9	2.741,7	3.322,6	2.407,1	2.536,4	15.605,3

Fonte: Relatórios do OE2005, OE2006, OE2007, OE2008, OE2009 e OE 2010 e elaboração própria.

Segundo o Relatório do OE2010, só no período compreendido entre 2005 e 2010, o estado perdeu 15.605 milhões de euros de receitas fiscais, sendo cerca de 69% só de IRC.

Tabela 21: Despesa fiscal em IRC por modalidade técnica de benefício

Rubrica	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Milhões €	Milhões €	Milhões €	Milhões €	Milhões €	Milhões €
Benefícios fiscais por dedução ao rendimento	89,1	89,1	83,6	95,2	64,3	62,0
Benefícios fiscais por dedução ao lucro tributável	4,5	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Benefícios fiscais por dedução à coleta	97,8	97,8	77,4	256,3	116,8	180,0
Redução de taxa	42,5	42,5	40,1	59,7	42,7	37,3
Isenção definitiva e/ou não sujeição	25,1	25,1	37,5	58,3	22,3	19,5
Subtotal	259,0	255,8	238,6	469,5	246,1	298,8
Isenção temporária	1.326,1	1.356,3	1.683,0	2.044,1	1.308,7	1.308,7
Subtotal	1.585,1	1.612,1	1.921,6	2.513,6	1.554,8	1.607,5
Resultado da liquidação - art. 86 do CIRC	-4,7	-4,7	-6,4	-5,6	-4,1	-4,0
Total com isenção temporária	1.580,4	1.607,4	1.915,2	2.508,0	1.550,7	1.603,5

Fonte: Relatórios do OE2005, OE2006, OE2007, OE2008, OE2009 e OE 2010 e elaboração própria.

A maior fatia dos benefícios fiscais usufruídos pelas empresas, resultaram das isenções temporárias concedidas pelo Estado Português, seguida pelos benefícios fiscais por dedução à coleta¹⁵ (despesas com Investigação e Desenvolvimento (I&D), os benefícios fiscais por dedução ao rendimento (majorações aplicadas aos donativos, quotizações, criação para jovens e desempregados longa duração, 50% dos dividendos de atividade adquiridas no âmbito e privatizações,...).

¹⁵ As empresas em atividade em Portugal podem subtrair à colecta fiscal anual pelo menos 1/3 da despesa com Investigação e Desenvolvimento (I&D), beneficiando do quadro de incentivos fiscais mais favorável do espaço europeu – Fonte: <http://www.cotecportugal.pt>

Tabela 22: Despesa fiscal em IRC por identificador

Rubrica	2006	2007	2008	2009	2010
	Milhões €	Milhões €	Milhões €	Milhões €	Milhões €
Deduções ao rendimento			95,2	64,3	62,0
Divid. Das Ações adquiridas no âmbito das Privatizações	0,2	1,6	5,4	0,0	0,0
Criação de Emprego para Jovens	46,3	55,1	36,3	27,6	27,0
Mecenato	2,2	3,1	2,9	2,6	2,5
Deduções à coleta			256,3	116,8	180,0
Projectos de investimento à Internacionalização	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1
Grandes Projectos de Investimento	9,4	15,4	35,3	5,1	5,1
Despesas com Investigação e Desenvolvimento	2,6	18,3	27,4	38,9	50,0
Redução de taxa			59,7	42,7	37,3
Isonções Definitivas			58,3	22,3	19,5
Pessoas Coletivas de Utilidade Pública	2,9	2,4	3,5	3,1	3,0
Isonções Temporárias			2.044,1	1.308,7	1.308,7
Zona Franca da Madeira	1.356,3	1.426,6	1.925,8	1.090,2	1.090,2
Outros Benefícios	191,9	399,1	59,6	42,7	37,0
Total	1.612,1	1.921,6	2.513,6	1.554,8	1.607,5

Fonte: Relatórios do OE2005, OE2006, OE2007, OE2008, OE2009 e OE 2010.

As empresas via elisão fiscal, só no período compreendido entre 2005 e 2010, diminuíram a sua carga fiscal em cerca de 10.767 milhões de euros perfazendo uma taxa de IRC efetiva abaixo da estipulada legalmente para cada ano, como constatado na tabela abaixo:

Tabela 23: Taxa média efetiva por escalão de proveitos

Escalões Total de Proveitos	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Desconhecido	20%	24%	16%	23%	38%	1%
< 0	21%	22%	24%	34%	47%	-
= 0	20%	14%	13%	25%	25%	0%
[1 A 150.000 [	17%	18%	23%	24%	20%	19%
[150.000 A 500.000 [	20%	21%	24%	25%	21%	12%
[500.000 A 1.000.000 [	21%	21%	23%	24%	22%	22%
[1.000.000 A 1.500.000 [	21%	21%	23%	24%	22%	17%
[1.500.000 A 2.500.000 [	21%	20%	22%	22%	22%	21%
[2.500.000 A 5.000.000 [	20%	20%	21%	21%	21%	19%
[5.000.000 A 12.500.000 [	18%	17%	19%	20%	20%	23%
[12.500.000 A 25.000.000 [	17%	17%	19%	17%	17%	22%
[25.000.000 A 75.000.000 [	16%	17%	18%	20%	17%	23%
[75.000.000 A 250.000.000 [	16%	13%	14%	13%	17%	20%
[Mais de 250.000.000 [	14%	12%	12%	16%	20%	20%
Taxa Média Efectiva IRC	17%	16%	16%	18%	19%	17%
Taxa Geral IRC	25%	25%	25%	25%	12,5% / 25%	12,5% / 25%

Fonte: w w w .portal das finanzas .gov .pt. e elaboração própria

- **Estatísticas Descritivas**

Tabela 24: Estatística descritiva da Sonae Industria S.G.P.S., S.A.

Sample: 2005 - 2010

	E_FISC	ETR_N	ETR_E	TAM	INDEP	DUAL	E_AC	REM_V	L_P	RA	ROA	VN
Mean	20.02145	23.38786	-3.366408	9.666667	32.83333	0.000000	54.16667	7.716950	0.500000	0.463067	2.995267	1.60E+09
Median	17.44169	18.57816	-3.356527	9.500000	33.00000	0.000000	55.00000	8.515515	0.500000	0.475800	2.725403	1.58E+09
Maximum	43.30000	43.88000	3.419074	11.00000	38.00000	0.000000	75.00000	10.03161	1.000000	0.774600	9.458255	2.07E+09
Minimum	2.907380	10.24972	-9.382716	8.000000	27.00000	0.000000	33.33333	3.074694	0.000000	0.230800	-1.743378	1.28E+09
Std. Dev.	17.94079	14.54937	4.640994	1.211060	3.970726	0.000000	15.97741	2.704048	0.547723	0.204226	4.632584	3.06E+08
Skewness	0.187990	0.435722	0.155025	-0.054820	-0.180421	NA	-0.041033	-0.847490	0.000000	0.270471	0.228518	0.378334
Kurtosis	1.286814	1.505143	1.896437	1.611570	1.965168	NA	1.631182	2.377437	1.000000	1.952619	1.449434	1.863639
Jarque-Bera	0.769092	0.748503	0.328496	0.484940	0.300271	NA	0.470099	0.815136	1.000000	0.347406	0.853284	0.465966
Probability	0.680760	0.687804	0.848532	0.784687	0.860591	NA	0.790532	0.665266	0.606531	0.840546	0.721342	0.792167
Sum	120.1287	140.3272	-20.19845	58.00000	197.0000	0.000000	325.0000	46.30170	3.000000	2.778400	17.97160	9.58E+09
Sum Sq. Dev.	1609.360	1058.421	107.6941	7.333333	78.83333	0.000000	1276.389	36.55938	1.500000	0.208541	107.3042	4.69E+17
Observations	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6

Tabela 25: Estatística descritiva da Sonae Sierra S.G.P.S., S.A

Sample: 2005 - 2010

	E_FISC	ETR_N	ETR_E	TAM	INDEP	DUAL	E_AC	REM_V	L_P	RA	ROA	VN
Mean	27.90856	26.11329	1.720275	11.50000	26.00000	0.000000	68.84921	8.438935	0.666667	1.565000	4.605399	3.32E+08
Median	24.52500	23.82500	1.352262	11.00000	27.00000	0.000000	66.66667	8.215440	1.000000	2.415000	6.946573	3.40E+08
Maximum	68.74241	56.70847	12.03395	13.00000	27.00000	0.000000	75.00000	10.30073	1.000000	6.610000	10.57081	3.85E+08
Minimum	3.021888	8.389710	-5.366822	11.00000	23.00000	0.000000	66.66667	6.834433	0.000000	-3.570000	-3.348221	2.72E+08
Std. Dev.	21.79846	16.31415	5.752118	0.836660	1.673320	0.000000	3.564809	1.385865	0.516398	4.439395	6.468876	4.5867552
Skewness	1.101380	1.134786	0.826233	1.122263	-1.122263	NA	1.007269	0.258290	-0.707107	-0.168809	-0.411704	-0.172742
Kurtosis	3.367707	3.318070	3.048002	2.632653	2.632653	NA	2.327787	1.581366	1.500000	1.339088	1.391897	1.406653
Jarque-Bera	1.246841	1.313030	0.683236	1.293211	1.293211	NA	1.127559	0.569844	1.062500	0.718088	0.815999	0.664528
Probability	0.536108	0.518656	0.710620	0.523821	0.523821	NA	0.569054	0.752073	0.587870	0.698344	0.664979	0.717298
Sum	167.4514	156.6797	10.32165	69.00000	156.0000	0.000000	413.0952	50.63361	4.000000	9.390000	27.63240	1.99E+09
Sum Sq. Dev.	2375.865	1330.758	165.4343	3.500000	14.00000	0.000000	63.53930	9.603102	1.333333	98.54115	209.2318	1.05E+16
Observations	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6

Tabela 26: Estatística descritiva da SonaeCom S.G.P.S., S.A

Sample: 2005 - 2010

	E_FISC	ETR_N	ETR_E	TAM	INDEP	DUAL	E_AC	REM_V	L_P	RA	ROA	VN
Mean	1415.093	1415.093	0.000000	10.83333	24.50000	0.000000	77.50000	9.159225	0.833333	0.050000	1.289044	9.03E+08
Median	90.33958	90.33958	0.000000	11.00000	26.00000	0.000000	77.50000	7.537495	1.000000	0.030000	1.121640	9.07E+08
Maximum	6910.767	6910.767	0.000000	12.00000	30.00000	0.000000	100.0000	16.03414	1.000000	0.120000	3.357568	9.76E+08
Minimum	25.76000	25.76000	0.000000	10.00000	18.00000	0.000000	50.00000	5.948778	0.000000	0.010000	0.000000	8.36E+08
Std. Dev.	2741.288	2741.288	0.000000	0.752773	4.593474	0.000000	20.43282	3.863774	0.408248	0.048166	1.245496	5.6502749
Skewness	1.658825	1.658825	NA	0.228269	-0.379757	NA	-0.086678	1.044688	-1.788854	0.611707	0.631864	-0.022630
Kurtosis	3.934715	3.934715	NA	2.107266	1.718762	NA	1.622468	2.613185	4.200000	1.614150	2.285835	1.557913
Jarque-Bera	2.970122	2.970122	NA	0.251350	0.554608	NA	0.481912	1.128780	3.560000	0.854330	0.526760	0.520416
Probability	0.226489	0.226489	NA	0.881901	0.757824	NA	0.785876	0.568707	0.168638	0.652356	0.768450	0.770891
Sum	8490.556	8490.556	0.000000	65.00000	147.0000	0.000000	465.0000	54.95535	5.000000	0.300000	7.734264	5.42E+09
Sum Sq. Dev.	37573307	37573307	0.000000	2.833333	105.5000	0.000000	2087.500	74.64376	0.833333	0.011600	7.756299	1.60E+16
Observations	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6

Tabela 27: Estatística descritiva da Sonae Investimentos S.G.P.S.,S.A

2005 - 2010

	E_FISC	ETR_N	ETR_E	TAM	INDEP	DUAL	E_AC	REM_V	L_P	RA	ROA	VN
Mean	8.995256	12.08004	-2.228287	4.500000	0.000000	0.000000	19.44444	46.04795	1.000000	0.165000	6.524730	3.99E+09
Median	6.828356	9.114161	-2.377678	4.000000	0.000000	0.000000	0.000000	52.20986	1.000000	0.170000	6.545551	4.05E+09
Maximum	20.58858	23.51670	-0.580000	7.000000	0.000000	0.000000	66.66667	66.06524	1.000000	0.190000	7.569063	4.80E+09
Minimum	0.571000	5.941330	-3.396245	3.000000	0.000000	0.000000	0.000000	19.45775	1.000000	0.140000	5.295482	3.09E+09
Std. Dev.	7.445123	7.223160	1.034638	1.378405	0.000000	0.000000	30.58080	18.72343	0.000000	0.017607	0.8066583	6.64E+08
Skewness	0.554098	0.746048	0.487568	1.003956	NA	NA	0.799970	-0.502307	NA	-0.120420	-0.242230	-0.163100
Kurtosis	1.965005	1.896436	2.037327	2.950139	NA	NA	1.760710	1.645339	NA	2.082206	2.096545	1.624732
Jarque-Bera	0.574828	0.861050	0.469407	1.008349	NA	NA	1.023913	0.711088	NA	0.225087	0.262733	0.499442
Probability	0.750201	0.650168	0.790805	0.604004	NA	NA	0.599322	0.700792	NA	0.893558	0.876896	0.779018
Sum	53.97153	72.48025	-13.36972	27.00000	0.000000	0.000000	116.6667	276.2877	6.000000	0.990000	39.14838	2.39E+10
Sum Sq. Dev.	277.1492	260.8702	5.352379	9.500000	0.000000	0.000000	4675.926	1752.835	0.000000	0.001550	3.252883	2.21E+18
Observations	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6

Tabela 28: Estatística descritiva da Sonae S.G.P.S., S.A.

Sample: 2005 - 2010

	E_FISC	ETR_N	ETR_E	TAM	INDEP	DUAL	E_AC	REM_V	L_P	RA	ROA	VN
Mean	22.30951	24.20947	-1.898286	9.166667	41.33333	0.333333	75.27778	11.54747	1.000000	0.120000	5.308032	5.35E+09
Median	15.84500	18.38626	-0.794417	9.000000	41.00000	0.000000	75.00000	11.95884	1.000000	0.105000	5.441262	5.51E+09
Maximum	47.84549	51.71260	0.787449	10.00000	50.00000	1.000000	80.00000	12.95601	1.000000	0.270000	9.800006	6.39E+09
Minimum	7.399883	6.612433	-7.321280	8.000000	33.00000	0.000000	66.66667	9.780427	1.000000	0.040000	2.209097	4.38E+09
Std. Dev.	15.13554	16.33693	3.176129	0.752773	7.840068	0.516398	4.878145	1.332725	0.000000	0.085323	2.826485	8.13E+08
Skewness	0.848956	0.762207	-0.856649	-0.228269	0.057486	0.707107	-0.807762	-0.432787	NA	0.876143	0.370739	-0.167969
Kurtosis	2.271427	2.329204	2.320392	2.107266	1.340493	1.500000	2.751911	1.524424	NA	2.602041	2.157080	1.605320
Jarque-Bera	0.853431	0.693451	0.849315	0.251350	0.691795	1.062500	0.667867	0.731636	NA	0.807220	0.315076	0.514497
Probability	0.652649	0.706999	0.653994	0.891901	0.707595	0.587870	0.716101	0.693629	NA	0.667905	0.854244	0.773176
Sum	133.8570	145.2568	-11.38977	55.00000	248.0000	2.000000	451.6667	69.28481	6.000000	0.720000	31.84819	3.21E+10
Sum Sq. Dev.	1145.423	1334.477	50.43899	2.833333	307.3333	1.333333	118.9815	8.890777	0.000000	0.036400	39.94508	3.31E+18
Observations	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6

Tabela 29: Estatística descritiva do Grupo Sonae

Sample: 2005 - 2010

	E_FISC	ETR_N	ETR_E	TAM	INDEP	DUAL	E_AC	REM_V	L_P	RA	ROA	VN
Mean	298.8655	300.1767	-1.154543	9.133333	24.93333	0.066667	59.04762	16.58211	0.800000	0.472613	4.144495	2.43E+09
Median	22.45929	22.85835	-0.580000	10.00000	27.00000	0.000000	66.66667	10.00671	1.000000	0.160000	5.263305	1.58E+09
Maximum	6910.767	6910.767	12.03395	13.00000	50.00000	1.000000	100.0000	66.06524	1.000000	0.610000	10.57081	6.39E+09
Minimum	0.571000	5.941330	-9.382716	3.000000	0.000000	0.000000	0.000000	3.074694	0.000000	-3.570000	-3.348221	2.72E+08
Std. Dev.	1272.041	1271.719	3.833139	2.674701	14.65919	0.253708	27.52781	17.06381	0.406838	1.932883	4.016032	2.00E+09
Skewness	4.934845	4.935632	0.825119	-1.013698	-0.520956	3.474396	-1.101820	1.976141	-1.500000	1.274828	-0.218786	0.559309
Kurtosis	26.05764	26.06329	6.393919	2.986467	2.576383	13.07143	3.469721	5.407954	3.250000	6.612587	2.026303	1.826817
Jarque-Bera	786.3317	786.6966	17.80246	5.138148	1.581292	187.1492	6.345836	26.77348	11.32812	24.43941	1.424445	3.284581
Probability	0.000000	0.000000	0.000136	0.076606	0.453552	0.000000	0.041881	0.000002	0.003468	0.000005	0.490553	0.193536
Sum	8965.965	9005.300	-34.63630	274.0000	748.0000	2.000000	1771.429	497.4632	24.00000	14.17840	124.3348	7.30E+10
Sum Sq. Dev.	46924571	46900799	426.0957	207.4667	6231.867	1.866667	21975.62	8444.032	4.800000	108.3450	467.7268	1.16E+20
Observations	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30