INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

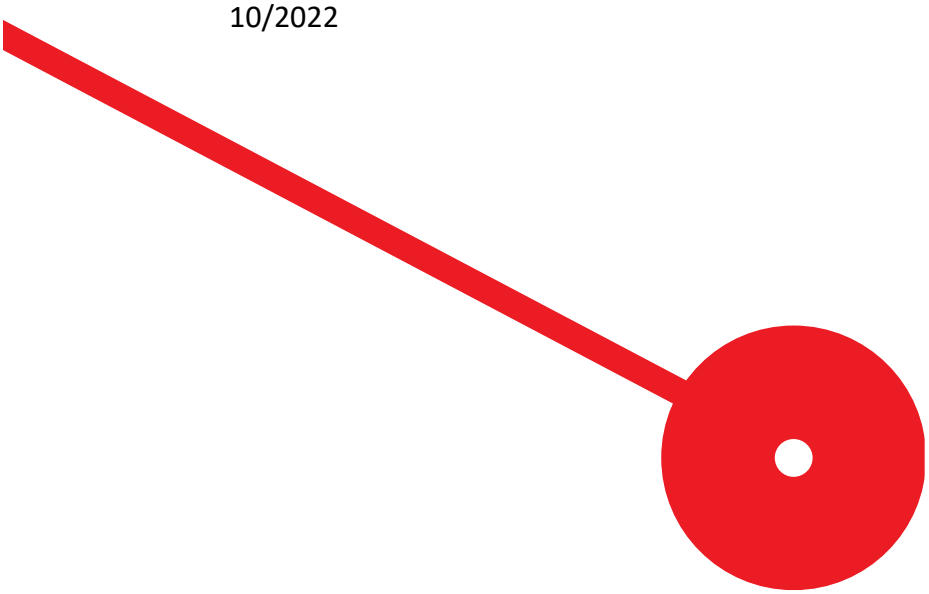
M MESTRADO
CONTABILIDADE E FINANÇAS

O Impacto da Responsabilidade Social na Performance de Empresas da Europa Ocidental Cotadas em Bolsa

Roberto Carlos Nogueira da Rocha

Versão final (Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)

10/2022



Roberto Carlos Nogueira da Rocha. O Impacto da Responsabilidade Social na Performance de Empresas da Europa Ocidental Cotadas em Bolsa 10/2022

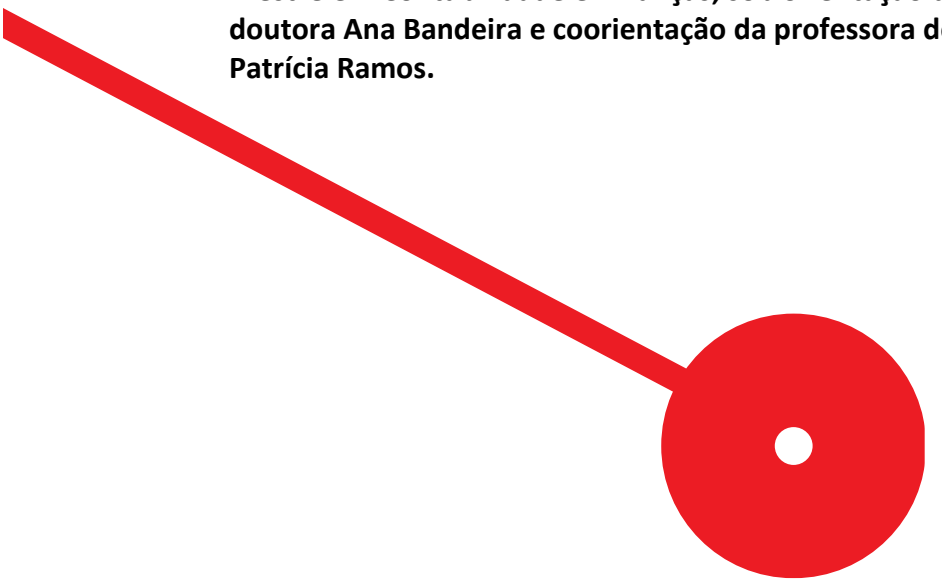
INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M MESTRADO
CONTABILIDADE E FINANÇAS

O Impacto da Responsabilidade Social na Performance de Empresas da Europa Ocidental Cotadas em Bolsa

Roberto Carlos Nogueira da Rocha

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação da professora doutora Ana Bandeira e coorientação da professora doutora Patrícia Ramos.



Roberto Carlos Nogueira da Rocha. O Impacto da Responsabilidade Social na Performance de Empresas da Europa Ocidental Cotadas em Bolsa
10/2022

Agradecimentos

Depois de um trajeto longo, com diversos desafios, incertezas, muita aprendizagem e crescimento, finalizo a última página do meu percurso académico. Nesta dissertação fica espelhado o esforço e dedicação despendidos ao longo destes últimos dois anos. No entanto, a realização desta apenas foi possível com o apoio e o incentivo de diversas pessoas, às quais deixo aqui um especial agradecimento.

Começo por agradecer à minha orientadora, professora doutora Ana Bandeira, que me acompanhou ao longo de todo este trajeto. Nos momentos em que me senti mais desorientado e desmotivado, a professora ajudou-me sempre a encontrar o melhor caminho com vista a atingir o sucesso. Agradeço todo o seu apoio, a disponibilidade, pelas suas sugestões e críticas que enriqueceram este trabalho.

Não menos importante, deixar também um especial agradecimento à professora doutora Patrícia Ramos, que foi uma ajuda fundamental para a parte empírica desta dissertação. Agradecer toda a sua boa disposição e tempo dispensado em todas as reuniões que tivemos. O seu apoio foi fundamental para desenvolver a investigação com a máxima qualidade e rigor.

Agradecer também à minha família, em especial aos meus pais e irmãos, cujo o apoio e motivação deles foi fundamental para concretizar esta dissertação. Não menos importante, quero deixar um agradecimento à minha namorada, Ângela Jesus, que esteve sempre presente e ajudou-me não só superar momentos mais difíceis, como também a usufruir dos momentos mais felizes.

Por fim, agradecer ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, por estes anos repletos de conhecimento de qualidade, transmitido por todos os docentes que tive o prazer de conviver ao longo destes últimos dois anos.

Resumo:

A presente dissertação visa analisar o impacto da responsabilidade Social (RS) na performance de 216 empresas europeias cotadas em bolsa, num período temporal de 2017 a 2021. O principal objetivo desta investigação é apurar de que forma o desempenho operacional, financeiro e de mercado das empresas é influenciado pelas práticas socialmente responsáveis.

A metodologia adotada é de natureza quantitativa, com recurso à estimação de modelos dinâmicos para dados em painel. Este estudo irá utilizar, a rentabilidade dos ativos (ROA), com vista a avaliar a performance operacional, a rentabilidade dos capitais próprios (ROE), para avaliar a performance financeira e por fim, para avaliar a performance de mercado, será utilizado o rácio *Tobin's Q*. Por outro lado, as pontuações ESG (*Environment*, *Social* e *Government*) e as pontuações *GC Score* (*United Nations Global Compact Score*), baseadas no Pacto Global das Nações Unidas, serão usadas com o objetivo de quantificar a RS.

Este estudo revela que a RS apresenta não só uma influência negativa no desempenho financeiro e operacional das empresas, mas também um impacto positivo no desempenho de mercado. Esta influência é ainda maior quando se distingue as melhores das piores pontuações. A dimensão ambiente, social e governo apresentam uma relação negativa com o ROA e o ROE, e positiva com o *Tobin´s Q* (com exceção da dimensão ambiente que não apresenta relação com esta variável). Por outro lado, a dimensão da anticorrupção e ambiente do *GC Score*, relaciona-se negativamente com o *Tobin´s Q*, a dimensão dos direitos humanos relaciona-se negativamente com o ROE e o ROA, e por fim, a dimensão do direito de trabalho apresenta uma relação positiva com a performance financeira. Importa destacar que tamanho da empresa influencia positivamente esta relação, enquanto a idade tem uma influência negativa.

Esta investigação oferece contribuições importantes para a literatura, dado que a partir das pontuações ESG e do *GC Score*, desenvolve-se uma análise completa do impacto da responsabilidade social na performance empresarial, visto que aborda este impacto não só sobre o desempenho financeiro, operacional e de mercado, mas também por meio de outras variáveis relevantes, como a idade e o tamanho.

Palavras chave: Responsabilidade Social; ESG; *GC Score*; Performance Empresarial; Empresas Europeias; *Stakeholders*

Abstract:

This dissertation aims to analyse the impact of Social Responsibility (SR) on the performance of 216 European companies listed on the stock exchange, in a time period from 2017 to 2021. The main objective of this investigation is to determine how the operational, financial and market performance of companies is influenced by the socially responsible practices.

The methodology adopted is in the quantitative scope, where dynamic models for panel data will be estimated. This study will use the return on assets (ROA), in order to evaluate the operational performance, the return on equity (ROE), to evaluate the financial performance and finally, to evaluate the market performance, it will be used the Tobin's Q ratio. On the other hand, ESG (Environment, Social and Government) scores and GC Scores (United Nations Global Compact Score), based on the United Nations Global Compact, will be used in order to quantify SR.

This study reveals that RS has not only a negative influence on the financial and operational performance of companies, but also a positive influence on market performance. This influence is even greater when the best scores are distinguished from the worst. The environment, social and government dimensions are negatively related to ROA and ROE, and positively to Tobin's Q (except for the environment dimension, which is not related to this variable). On the other hand, the anti-corruption and environment dimension of the GC Score is negatively related to Tobin's Q, the human rights dimension is negatively related to the ROE and ROA, and finally, the labour law has a positive relationship with financial performance. It is important to highlight that company size positively influences this relationship, while age has a negative influence.

This investigation offers important contributions to the literature, since from the ESG scores and the GC Score, a complete analysis of the impact of social responsibility on business performance is developed, as it addresses this impact not only on financial, operational and market performance, but also through other relevant variables, such as age and size.

Key words: Social responsability; ESG; GC Score; Business Performance; European Companies; Stakeholders

Índice geral

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO 1

CAPÍTULO II – REVISÃO DE LITERATURA 6

2.1 Responsabilidade Social Empresarial 7

2.1.1 Evolução do conceito 8

2.1.2 As suas dimensões 12

2.2 Influência na performance das empresas 14

2.2.1 Impacto nos *stakeholders* 15

2.2.2 O efeito positivo, negativo e neutro da responsabilidade social 17

2.2.3 Importância da divulgação social e da sua normalização 27

Capítulo III – METODOLOGIA 33

3.1 Caraterização da amostra 35

3.2 Processo de recolha de dados 35

3.3 Variáveis, hipóteses formuladas e modelos de regressão 37

3.3.1 Variáveis dependentes 37

3.3.2 Pontuações ESG e *GC Score* 38

3.3.3 Variáveis Adicionais de Controlo 41

3.3.4 Hipóteses formuladas 43

3.3.5 Modelos de Regressão 44

Capítulo IV – ESTUDO EMPÍRICO E DISCUSSÃO DE RESULTADOS 49

4.1 Estatísticas descritivas 50

4.2 Apresentação de resultados 53

4.2.1 Teste F, *Breush-Pagan* e *Haussman* 54

4.2.2 Discussão dos resultados dos modelos 55

Capítulo V – CONCLUSÃO 81

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 86

APÊNDICES 98

Apêndice I – Lista de empresas selecionadas para a amostra..... 99

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Frequência relativa ajustada ESG 62
Gráfico 2: Frequência relativa ajustada GC Score 64
Gráfico 4: Frequência relativa ajustada da dimensão Ambiente (ESG) 67
Gráfico 3: Frequência relativa ajustada dada dimensão Social (ESG) 67
Gráfico 5: Frequência relativa ajustada da dimensão Governo (ESG) 67

Índice de Tabelas

Tabela 1: Principais conclusões do impacto da RS na performance das empresas 24
Tabela 2: Dimensões e temas das pontuações ESG 39
Tabela 3: GC Score e suas categorias 41
Tabela 4: Representatividade do país na amostra 50
Tabela 5: Setores da amostra 51
Tabela 6: ESG e suas dimensões 51
Tabela 7: GC e suas dimensões 52
Tabela 8: Dados das variáveis económicas e idade 53
Tabela 9: Resultados do Teste F, Breush-Pagan e Haussman 54
Tabela 10: Resultados do Modelo I 56
Tabela 11: Resultados do Modelo II 60
Tabela 12: Resultados do modelo III 63
Tabela 13: Resultados do Modelo IV 65
Tabela 14: Resultados do Modelo V 69
Tabela 15: Resultados do Modelo VI 74
Tabela 16: Resultados dos Modelos VII e VIII 77
Tabela 17: Resultados dos Modelos IX e X 79

Índice de Figuras

Figura 1: Modelo Piramidal de Responsabilidade Social 11
Figura 2: Triple Botton Line 13

Lista de abreviaturas

AC – Anticorrupção

APCER – Associação Portuguesa de Certificação

AT – Ativos Totais

CEO – *Chief Executive Officer*

ENV – *Environment* (ambiente)

ESG – *Environmental, Social* e *Governance* (ambiente, social e governo)

GC *Score* – *United Nations Global Compact Score*

GRI – *Global Reporting Initiative*

M€ – Milhões de euros

ONU – Organização das Nações Unidas

PME´s – Pequenas e médias empresas

p.p. – Pontos percentuais

ROA – *Return on Assets* (Rentabilidade dos Ativos)

ROE – *Return on Equity* (Rentabilidade do Capital Próprio)

RS – Responsabilidade Social

RSE – Responsabilidade Social Empresarial

TQ – *Tobin´s Q*

UNGC – United Nations Global Compact (Pacto Global das Nações Unidas)

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

A preocupação que uma organização tem em relação ao bem-estar da sociedade e à proteção do meio-ambiente tem vindo a ser debatida nos últimos anos, tendo ganho principal ênfase no século XXI (Perić & Turalija, 2017). Em suma, as empresas têm sentido uma enorme pressão da sociedade para adoção de práticas socialmente responsáveis, o que implica com que estas comecem a ter a perspetiva de que a responsabilidade social (RS) pode ser uma estratégia para obter melhores resultados económicos. A RS associada a uma boa comunicação, permite à empresa atingir alguns benefícios que são bastante importantes para a criação de valor (Faria, 2018; Tarigan *et al.*, 2019). Porém, vários autores defendem que a RS apenas arrecada custos elevados e por vezes só prejudica a performance económica das empresas (Oh & Park, 2015; Fernández, Hatane, Stacia & Widjaja, 2013). Outros autores referem que esta não tem impacto na criação de valor para os acionistas e apresenta uma influência negativa nos colaboradores (Guadaño & Pedroza, 2018).

Mediante estas divergências de conclusões, o principal objetivo desta dissertação é apurar o impacto das práticas socialmente responsáveis na performance das empresas.

Numa primeira instância, a amostra a utilizar seriam as pequenas e médias empresas portuguesas, uma vez que estas compõem 99% do tecido empresarial português. Contudo, existiu uma enorme dificuldade na obtenção de dados económicos, bem como na avaliação da responsabilidade social deste grupo de empresas. Portanto, recorreu-se às empresas cotadas em bolsa, visto que os dados económicos eram acessíveis e a maioria destas estava integrada num índice de responsabilidade social, o que facilitava a avaliação das práticas socialmente responsáveis. Assim sendo, e com vista a incluir empresas portuguesas na amostra, optou-se pela recolha dos dados relativos a 216 empresas da Europa Ocidental cotadas em bolsa.

Para quantificar a responsabilidade social de uma empresa, este estudo recorreu às pontuações ESG[1]. Através de diversos indicadores, estas pontuações avaliam o desempenho da empresa em três dimensões: ambiental, social e de governo. Mais tarde, esta informação é divulgada por agências de *rating*, com uma pontuação que varia,

[1] As pontuações ESG são modelos desenvolvidos por organizações especializadas (normalmente agências de classificação), cujo a finalidade é atribuição de pontuações, que variam normalmente numa escala entre 0 e 100 (Baldi & Pandimiglio, 2022).Estas pontuações têm como objetivo avaliar de forma transparente e objetiva o desempenho, o compromisso e a eficácia de uma empresa no campo social, ambiental e do governo (Refinitiv, 2022).

normalmente, entre 0% e 100%. Destacar que quanto maior for a pontuação, melhores resultados tem a empresa em termos da responsabilidade social.

Apesar de na literatura consultada, a quantificação da RS ser maioritariamente feita por meio das pontuações ESG, o GC *Score*[2] (*United Nations Global Compact Score*), que tem por com base os quatro princípios fundamentais do Pacto Global das Nações Unidas (direitos humanos, direito do trabalho, meio ambiente e anticorrupção), também pode ser uma das métricas utilizadas para esse efeito, pelo que também será considerada nesta dissertação.

No que diz respeito à performance das empresas, nesta investigação pretende-se explorar a relação entre a responsabilidade social e a performance financeira, operacional e de mercado das empresas. Para que isto seja possível, foram recolhidos os valores que as empresas europeias obtiveram, entre 2017 e 2021, nos rácios *Return on Equity* (performance económica), *Return on Assets* (performance operacional) e *Tobin´s Q* (performance de mercado). As variáveis de controlo adicionais deste estudo serão a idade, medida pelo número de anos da empresa desde a sua fundação, o setor de atividade (Bens de consumo, Comunicações, Consumidor discricionário, Energia, Finanças, Imobiliária, Indústria, Materiais, Saúde, Tecnologia e Utilidades) e o tamanho da empresa, que irá ser medido pelo logaritmo do total de ativos.

Para alcançar o objetivo desta investigação, irá ser estimado modelos dinâmicos para dados em painel. Inicialmente, a análise é realizada tendo em consideração a existência de uma relação direta entre as métricas de RS (ESG e do *GC Score*), e a performance financeira, operacional e de mercado das empresas. Posteriormente, é averiguado quais as diferenças no desempenho das empresas que obtêm uma melhor pontuação, comparativamente às que obtém piores resultados. O mesmo raciocínio é feito com as dimensões ambiental, social e governo do índice ESG. Para as categorias dos direitos humanos, direito do trabalho, meio ambiente e anticorrupção do *GC Score*, o processo é diferente, dado que foi apurada a relação direta com o desempenho das empresas. O principal objetivo desta relação é perceber como cada dimensão e categoria

[2] O *GC Score* proporciona uma avaliação normativa das empresas com base nas quatro dimensões do Pacto Global das Nações Unidas (direitos humanos, direito do trebalho, meio ambiente e anticorrupção). Tanto as dimensões como o GC Score recebem valores que variam entre 0% e 100%. Destacar que esta iniciativa apela às empresas e às partes interessadas para conduzir os negócios com responsabilidade e procurar oportunidades que promovam os objetivos de desenvolvimento sustentável (Arabesque S-Ray, 2021).

influencia a performance das empresas. As conclusões das análises às dimensões ESG e *GC Score*, irão permitir identificar o tipo de atividades onde a empresa deve aplicar os seus esforços, isto é, aquelas que apresentam uma relação positiva com o desempenho empresarial.

Por fim, é objetivo também deste estudo compreender como as variáveis de controlo adicionais (tamanho e idade) influenciam a performance das empresas, quando associadas ao índice ESG e ao *GC Score*. Assim sendo, foram estimados modelos que estabelecem uma interação entre as variáveis de controlo adicionais e as pontuações ESG e *GC Score*. Posteriormente avaliou-se o impacto desta interação na performance das empresas da amostra.

Relativamente à literatura existente, este estudo contribui, desde logo, com uma análise do impacto da responsabilidade social sobre a performance financeira, operacional e ambiental. Em suma, esta investigação utiliza dois índices de responsabilidade social – ESG e *GC Score* – para quantificar o desempenho das empresas neste tema. Adicionalmente, esta investigação é de grande relevância, dado que utilizou não só as pontuações do índice geral ESG mas também abordou as pontuações das suas dimensões. Isto permitirá abordar o impacto da responsabilidade social na performance das empresas de uma forma mais ampla, possibilitando de igual forma a identificação dos comportamentos que efetivamente têm impacto positivo ou negativo no desempenho financeiro, operacional e de mercado das empresas. Além disso, a utilização das variáveis de controlo adicionais com vista a identificar como estas influenciam a relação entre a RS e a performance das empresas, é outro ponto forte desta investigação, dado que poucos autores adotaram este processo.

Destacar ainda que uma das grandes contribuições desta pesquisa é o facto de esta considerar várias dimensões da responsabilidade social, em contraste com outros estudos, que preferem uma abordagem holística ou se focam em uma dimensão em particular. Mais precisamente, esta dissertação utilizou também as pontuações do *GC Score*, que foram pouco exploradas na literatura consultada. A partir destas pontuações, é possível verificar o impacto das práticas associadas à RS na performance das empresas sobre outros campos que o índice ESG não explora de forma explícita, tais como os direitos humanos, o direito do trabalho e a anticorrupção. Importa ainda salientar que este estudo incide sobre mercado da Europa Ocidental, onde a literatura relativamente a este tema ainda é escassa.

Esta dissertação está estruturada em três grandes capítulos. O capítulo um é constituído pela revisão de literatura, onde é apresentada, inicialmente, a evolução do tema da responsabilidade social empresarial, bem como das suas dimensões. Posteriormente, são apresentadas as principais conclusões existentes na literatura relativamente ao impacto da responsabilidade social na performance das empresas, onde é abordado a influência sobre os *stakeholders,* o efeito positivo, negativo e neutro da responsabilidade social e a importância da sua divulgação e normalização. No capítulo dois é abordada a metodologia adotada na investigação desta dissertação. Mais precisamente, nesta parte é apresentada a caracterização da amostra, o processo de recolha de dados e as hipóteses formuladas. A explicação das variáveis dependentes, independentes e de controlo, bem como dos modelos de regressão criados a partir destas variáveis, é também realizada neste capítulo. No último grande capítulo, são apresentados os resultados do estudo empírico realizado. Inicialmente são expostas as estatísticas descritivas e posteriormente são apresentados os resultados dos testes T, *Breush-Pagan* e *Haussman* e dos modelos de regressão. Por fim, é feita a análise e o debate dos resultados obtidos.

CAPÍTULO II – REVISÃO DE LITERATURA

Ao longo deste capítulo é apresentada a revisão da literatura sobre o impacto da responsabilidade social na performance das empresas. No entanto, inicialmente será exposta a evolução do conceito da responsabilidade social empresarial e as suas dimensões, e apenas posteriormente será abordado esse tema.

Destacar que o impacto da responsabilidade social nas empresas será abordado em diferentes frentes. Isto é, inicialmente é exibida a relação entre a responsabilidade social e os *stakeholders*, uma vez que esta relação poderá afetar a performance das empresas. Depois é abordado o efeito positivo, negativo e neutro da responsabilidade social na performance das empresas. Por fim, é também explorado o papel que a divulgação social e a normalização desempenham no âmbito da performance empresarial.

2.1 Responsabilidade Social Empresarial

De acordo com o "Livro Verde", concebido pela Comissão das Comunidades Europeias (2001), a responsabilidade social empresarial (RSE) envolve processos que levam em consideração as novas expectativas e preocupações dos *stakeholders* num contexto globalizado, os critérios sociais que influenciam de forma crescente as decisões individuais ou empresariais de investimento, a crescente preocupação sobre os impactos das atividades económicas no meio ambiente e, por fim, a transparência dos meios de comunicação social. Como é possível constatar, os gestores das empresas devem ir além da mera satisfação dos acionistas e atuar no sentido em estabelecer relações equilibradas com todas as partes interessadas (Guadaño & Pedroza, 2018). Isto implica que as empresas assumam um papel mais abrangente na sociedade, pois além de atenderem a questões financeiras, devem assumir responsabilidade em questões de ordem social, ética e ecológica.

De facto, a noção de que as organizações têm responsabilidades perante a sociedade além de obter lucros para os acionistas existe há séculos (Carroll & Shabana, 2010). Nos tempos atuais, as empresas estão cada vez mais envolvidas na sociedade e mostram um interesse crescente pela responsabilidade social (Arsić, Stojanović & Mihajlović, 2017). Tiep, Huan & Hong (2021) defendem inclusive que a RS deve ser entendida como o coração do negócio das empresas, uma vez que permite com que estas atinjam vantagens competitivas. Esta é uma consequência dos valores, da responsabilidade e da preocupação com a sustentabilidade e com a sociedade, que a

empresa transmite ao seu meio envolvente, permitindo assim, melhorar a sua reputação e atingir um melhor desempenho.

Neste sentido, um número cada vez mais expressivo de organizações têm apostado em assumir um compromisso maior com a responsabilidade social nas suas declarações de missão, visão e valores (Schiebel & Pöchtrager, 2003). Além disso, nos últimos anos, assistimos a esforços significativos por parte das empresas em desenvolver práticas socialmente responsáveis, pautando a sua decisão na melhoria dos seus resultados e nos consequentes benefícios para os acionistas e os restantes *stakeholders* (Guadaño & Pedroza, 2018).

O campo da responsabilidade social aumentou consideravelmente nas últimas décadas e atualmente inclui uma abundância de teorias, abordagens e terminologias (Yevdokimova, Zamlynskyi, Minakova , Biriuk & Ilina, 2019). Deste modo, ao longo deste capítulo, será analisado como RS tem evoluído ao longo das últimas décadas, tanto a nível de conceito como de dimensões.

2.1.1 Evolução do conceito

O interesse por assuntos relacionados com a responsabilidade social, começou a acentuar-se por volta dos anos 50 do século XX, e tem crescido exponencialmente tanto na literatura académica (com principal enfase nos Estados Unidos da América), como na prática organizacional (Carroll, 1999).

Bowen's (1953, referenciado por Carroll, 1999), constatou que os comportamentos das empresas afetam a vida dos cidadãos de diversas formas sendo, por isso, necessário apurar quais as responsabilidades que estas empresas têm de assumir. Para este autor, a RS corresponde às obrigações dos empresários em tomar decisões desejáveis em termos de objetivos e valores da sociedade.

Esta é uma ideologia mantida durante os anos 60 do século XX, reforçada inclusive por Davis (1960, referenciado por Agudelo, Jóhannsdóttir & Davídsdóttir, 2019). Este autor enfatiza que durante esta década as mudanças sociais, económicas e políticas faziam uma pressão significativa para que os empresários reavaliassem o seu papel na sociedade e, por consequência, definissem uma política de responsabilidade social. Em suma, as entidades que usufruem do seu poder sem levar em consideração o impacto do meio ambiente, poderão prejudicar a sua relação com os *stakehoders* em

termos de confiança e respeito (Martínez, Fernández & Fernández, 2016). Cochran (2007) defende que a Guerra do Vietname dos anos entre 1960 e início dos anos 1970 mudou completamente o ambiente dos negócios nos Estados Unidos da América e no mundo, ao instaurar uma era de grupos ativistas e Organizações Não Governamentais que se preocupam com as consequências dos negócios e com as suas práticas, denunciando aquelas que consideram antiéticas ou irresponsáveis.

Friedman (1970, referenciado por Rahman, 2011), um conceituado economista e detentor Prémio Nobel de Economia (1976), apresenta uma visão diferente sobre a responsabilidade social. Para este economista, a única responsabilidade que uma empresa tinha para com a sociedade era a maximização dos seus proveitos de acordo com os limites da lei e com os mínimos constrangimentos éticos, ou seja, sem recurso a fraude ou enganos. Este autor salienta que uma empresa afeta a seu desempenho económico ao centrar os seus recursos em ações sociais, em vez de aplicá-los à produção.

Por outro lado, Carroll (1979) apresentou uma versão mais consciente, defendendo que as responsabilidades de uma empresa são mais abrangentes, não se limitando somente às responsabilidades económicas e legais, mas também a uma gama mais vasta de obrigações perante a sociedade. Mais concretamente, este autor realça que na literatura não existia um consenso com vista à explicação do conceito de responsabilidade social, no entanto os autores incidiam principalmente sobre três temas. O primeiro tema está relacionado com o lado económico, jurídico ou voluntário da responsabilidade social de uma empresa. O segundo tema aborda as questões sociais, como por exemplo a discriminação e o meio ambiente. Por fim, o último tema está mais relacionado com a filosofia da resposta da empresa para aplicar uma política de responsabilidade social. Como todas estas três visões são importantes, Carroll (1979) decidiu relaciona-las com vista a obter uma definição de responsabilidade social que aborde plenamente todas as obrigações que as empresas têm para com a sociedade. Assim sendo, para este autor a RS é caraterizada em quatro categorias: económica, legal, ética e discricionária. A responsabilidade económica, considerada pelo autor a mais importante, consiste na disponibilização de bens e serviços pretendidos pela sociedade e obter lucro com a venda destes. Já a responsabilidade legal está presente quando as empresas operam dentro dos limites da lei. A responsabilidade ética engloba alguns aspetos éticos que a sociedade tenciona que uma organização cumpra, que vão além das exigências legais. Por último, a responsabilidade discricionária corresponde a atitudes

voluntárias por parte da empresa que não são exigidas por lei, nem esperadas pela sociedade.

Como podemos constatar, as contribuições dos anos 50, 60 e início dos anos 70 do século XX ajudaram a compreender o papel que a responsabilidade social desempenha no processo de harmonia da empresa, com o meio ambiente e com os *stakeholders* (Martínez *et al.*, 2016).

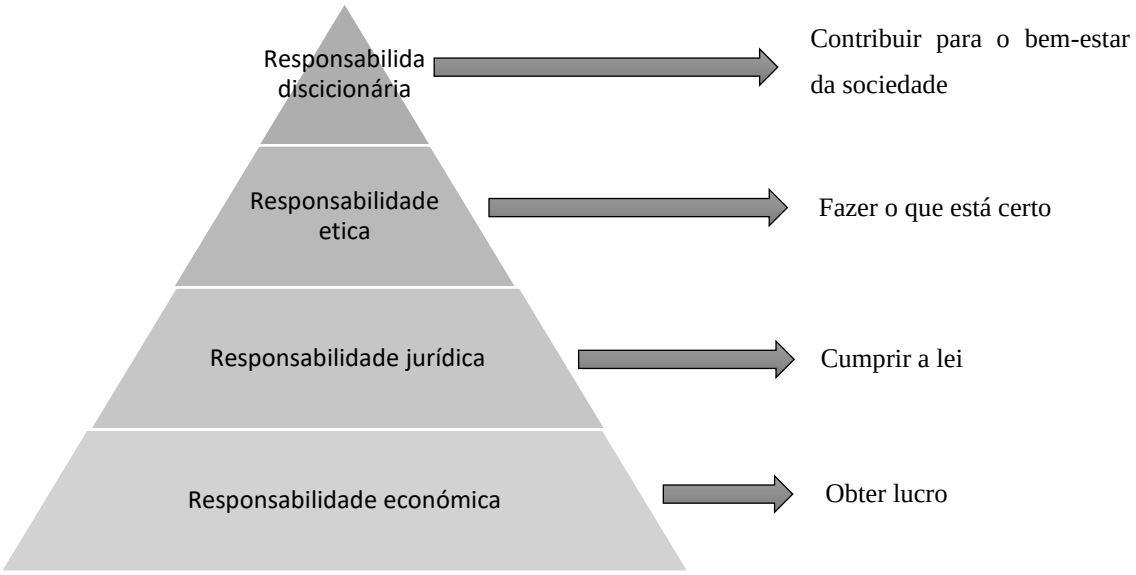
Não obstante, na década de 80 e 90 do século XX surgiu uma grande dispersão teórica com vista a analisar os benefícios e vantagens da implementação de ações de responsabilidade social pelas empresas (Martínez *et al.*, 2016). Nestas décadas, as preocupações em desenvolver definições novas ou refinadas da RS deram lugar a conceitos, a teorias, a modelos ou a temas alternativos (Carroll, 1999). Um dos modelos desenvolvidos nessa época foi da autoria de Tuzzolino e Armandi (1981, referenciados por Carroll, 1999). Este modelo é baseado na hierarquia de necessidades de Maslow, onde os autores são da opinião de que as organizações têm necessidades fisiológicas, de segurança, de afiliação, de estima e de autorrealização que se assemelham às dos humanos. Este mecanismo permite, segundo os autores, avaliar o desempenho organizacional socialmente responsável, bem como definir uma estrutura analítica com vista a facilitar a operacionalização da RS.

Neste período, a Teoria dos *Stakeholders* foi introduzida como uma dimensão na literatura da Responsabilidade Social Empresarial (RSE) (Freeman, 1984, referenciado por Rahman, 2011). De acordo com Freeman & Dmytriyev (2017), esta teoria postula que a essência do negócio reside principalmente na construção de relacionamentos e na criação de valor para todos os *stakeholders*. Para Freeman, (1984, referenciado por Rahman, 2011), a participação ativa dos *stakeholders* é fundamental para uma implementação bem-sucedida da RSE. Tanto a Teoria dos *Stakeholders*, como a RS enfatizam a ideia de que as empresas devem assumir responsabilidades com as comunidades e com a sociedade (Freeman & Dmytriyev, 2017). No entanto, o alcance destas responsabilidades é diferente, sendo que a Teoria dos *Stakeholders* tende a centrar sua atenção nas comunidades locais onde a empresa opera, enquanto a RS é mais abrangente (Freeman & Dmytriyev, 2017).

Na década de 90 do século XX, surge um modelo com grande relevância na literatura da responsabilidade social apresentado por Carroll (1991). O modelo

apresentado é denominado de "Modelo Piramidal" e consiste numa pirâmide constituída por 4 níveis. Os dois primeiros patamares próximos da base são comuns e obrigatórios para todas as empresas. A base da pirâmide incorpora a noção básica de qualquer negócio, ou seja, obter lucro (responsabilidade económica), e o patamar seguinte está relacionado com o cumprimento da lei, dado que esta é a codificação da sociedade de comportamentos aceitáveis e inaceitáveis (responsabilidade jurídica). Perto do topo da pirâmide, é possível encontrar as responsabilidades éticas que estão associadas ao que é certo, justo, e à minimização dos danos aos *stakeholders*. Por fim, no cimo da pirâmide, encontra-se as responsabilidades discricionárias (filantrópicas), onde se espera que as empresas contribuam com recursos financeiros e humanos para a comunidade e melhorem a qualidade de vida.

Figura 1: Modelo Piramidal de Responsabilidade Social



Fonte: Elaboração própria adaptado de Carroll (1991)

O século XXI é considerado a era da indústria emergente da responsabilidade social, visto que tem sido marcado por imensos movimentos, iniciativas, regulamentos e relatórios internacionais ligados a este tema. De acordo com Perić & Turalija (2017), uma das iniciativas foi o Pacto Global, criado pela ONU em 2010, que define os 10 princípios da RSE, incindindo sobre 4 principais temas: direitos humanos, práticas de trabalho e emprego, meio-ambiente e anticorrupção. A principal finalidade deste pacto é incentivar as empresas a serem socialmente responsáveis e apoiar os valores básicos por meio de suas operações (Perić & Turalija, 2017). A criação da norma ISO 26000 foi outra das

iniciativas que comprovam a relevância da RSE. Esta norma tem como principal objetivo auxiliar as empresas em operar de forma socialmente responsável, contribuindo assim para o bem-estar da sociedade (Perić & Turalija, 2017). Em suma, de acordo com Rahman (2011), grandes organizações na contemporaneidade têm o tema da responsabilidade social bem presente na filosofia da empresa, seja através de um departamento dedicado, ou através da contratação de consultores especializados. Relativamente ao meio académico, este autor também revela que várias universidades e investigadores têm contribuído, durante este século, com uma nova literatura no campo da RS.

Como podemos constatar, o conceito da RS tem vindo a ser discutido ao longo das últimas décadas, sendo também um assunto cada vez mais presente no ambiente das empresas. Estas possuem a noção de que a RS é a resposta aos desafios económicos, sociais e ambientais, e a sua colocação em prática permite atingir um grande número de benefícios, como iremos ver mais adiante na presente dissertação.

2.1.2 As suas dimensões

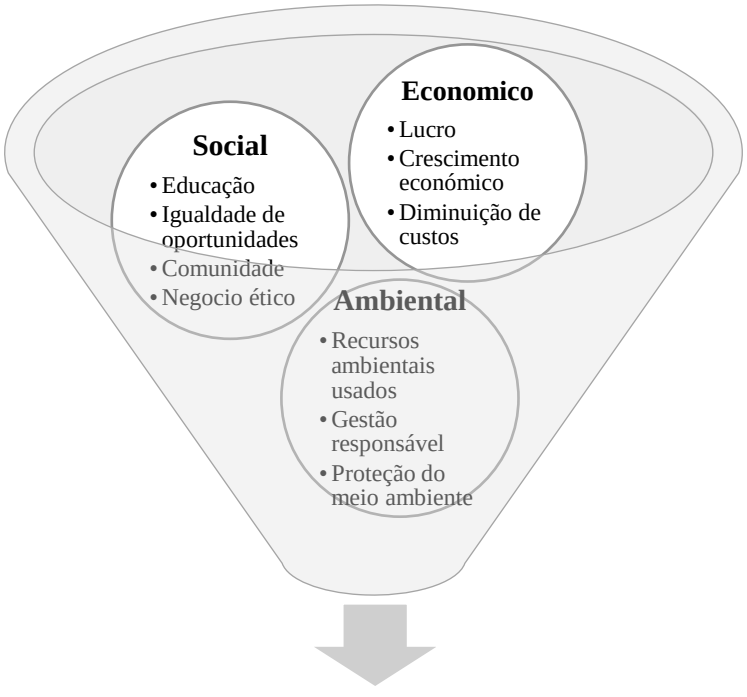
Nos seus primórdios, a responsabilidade social já era abordada por alguns autores como um fenómeno com diversas dimensões. Carroll (1979) foi dos primeiros autores a ter uma visão tridimensional deste tema, tal como vimos anteriormente. No entanto, ao longo dos últimos anos, vários autores procuraram melhorar e adaptar o modelo tridimensional de Carroll (1979) a diversos cenários.

A responsabilidade social pode estar essencialmente relacionada em duas grandes dimensões: interna e externa. A dimensão interna está integralmente relacionada com o microambiente da empresa, onde são abordados temas referentes à saúde e segurança no local de trabalho, gestão responsável por parte do *Chief Executive Officer* (CEO), gestão dos recursos humanos, gestão dos recursos naturais e a implementação de um negócio ético (Fernandes, Afonso & Monte, 2012). Por outro lado, a dimensão externa aborda as variáveis que influenciam a sociedade, os *stakeholders* e a preocupação com o meio ambiente (Fernandes *et al.*, 2012).

Numa outra perspetiva, Fernandes *et al.* (2012) verificaram no seu estudo que os objetivos da responsabilidade social são definidos pelas empresas de acordo com três dimensões, ou seja, a dimensão social, ambiental e económica. Estas dimensões são usadas pela estrutura *triple bottom line* como forma de avaliar o desempenho financeiro, social e ambiental das empresas, através de diversos indicadores que estão associados

acada uma dessas dimensões (Hall & Slaper, 2011). Mais precisamente, Żak (2015) salienta que o *triple bottom line* é um desafio para muitas empresas dado que implica que estas assumam responsabilidades muito mais amplas do que simplesmente aquelas estão relacionadas com a produção de produtos ou com a prestação de serviços (dimensão económica). De acordo com este mesmo autor, o *triple bottom line* agrega também a adoção por parte das empresas de medidas sociais, tais como a satisfação dos interesses da sociedade, e de medidas ambientais, associadas essencialmente com a proteção do meio ambiente e com quantidade de recursos naturais que uma empresa utiliza nas suas operações. Em particular, a dimensão ambiental ganhou importância na RS, a partir do momento em que a sociedade exerceu uma pressão significativa sobre as organizações para que estas refletissem sobre suas atitudes prejudiciais para o meio ambiente. Mediante esta situação, Arsić *et al.* (2017) salientam que as empresas começaram a definir uma estratégia de negócio onde consideram a proteção ambiental, dado que a partir desta dimensão podiam fidelizar clientes e desenvolver uma vantagem competitiva.

Figura 2: Triple Botton Line



Triple Botton Line

Fonte: Elaboração própria, adaptado de Żak (2015).

Além destas três dimensões, na literatura encontramos outras que têm assumido alguma importância no tema da responsabilidade social, tais como a dimensão dos *stakeholders* e a dimensão da voluntariedade. Relativamente aos *stakeholders*, Arsić *et al.* (2017) defendem que uma política de responsabilidade social envolve um tratamento cuidado das partes interessadas, dado que estas são influenciadas positivamente pelas práticas socialmente responsáveis das empresas. A dimensão da voluntariedade provém da dimensão discricionária da responsabilidade social abordada por Carroll (1979). Mais concretamente, de acordo com Arsić *et al.* (2017) esta dimensão está associada à vontade e proatividade das empresas em adotar comportamentos positivos que superam as normas e regras impostas (como por exemplo a superação mínimo de padrões prescritos relacionados à qualidade ou segurança do produto, apoio à comunidade, apoio a instituições de caridade, apoio a funcionários, entre outras atividades).

Ao longo dos últimos anos, a responsabilidade social foi um tema bastante discutido, tendo os autores contribuído para a literatura com novas definições e dimensões. Por outro lado, outros autores procuram explicar a influência que a responsabilidade social tem nas empresas, sejam estas pequenas ou de grande dimensão. Na secção seguinte, será abordada esta questão.

2.2 Influência na performance das empresas

A implementação da RS por parte das empresas provém de diversas razões. Enquanto algumas empresas implementam a RS por curiosidade ou para estarem alinhadas com sua verdadeira vocação social, a maioria adotam comportamentos socialmente responsáveis para aumentar o seu desempenho económico-financeiro (Juárez, 2017).

O efeito da responsabilidade social no desempenho das empresas é um tema cada vez mais importante para uma vasta gama de *stakeholders*, como investidores e gestores. Na literatura, esta relação tem sido amplamente estudada, com os vários autores a terem conclusões variadas (Okafor, Adusei & Adeleye, 2021).

Um grande número de estudos foi realizado para examinar o impacto direto da responsabilidade social empresarial no desempenho da empresa, mas essa relação direta parece ser espúria e imprecisa (Ali, Danish & Asrar-ul-Haq, 2020).

De facto, alguns autores revelam uma relação negativa, motivada essencialmente pelos elevados custos associados à divulgação das práticas socialmente responsáveis (Oh & Park, 2015, referenciados por Guzman *et al.*, 2016). No entanto, esta divulgação é essencial para as empresas poderem tirar o máximo proveito económico a partir da RS (Faria, 2018). Importa também salientar que diversos autores salientam que as práticas socialmente responsáveis motivam um desempenho económico superior, devido aos diversos benefícios que lhe estão associados, como uma melhor reputação e imagem (Ali *et al.*, 2020; Cho, Chung & Young, 2019; Giannarakis, Konteos, Zafeiriou & Partalidou, 2016; Guzman *et al.*, 2016). Por outro lado, existem autores que constaram uma relação neutra entre a responsabilidade social e o desempenho empresarial. Não obstante, independentemente da relação entre estas duas variáveis, a imposição de uma política de responsabilidade social é praticamente mandatária para as empresas, devido à elevada pressão que sentem da sociedade e dos seus *stakeholders* (Dobrea & Găman, 2011).

Assim sendo, nas secções seguintes será abordado a relação entre a RS e os *stakeholders*, o efeito da responsabilidade social na performance das empresas e por fim a importância da divulgação social e da normalização.

2.2.1 Impacto nos *stakeholders*

A RS está cada vez mais presente no dia a dia das empresas e, nos países desenvolvidos, este tema é bastante conhecido e indispensável para o desenvolvimento sustentável das organizações (Adda, Azigwe & Awuni, 2016).

As empresas encaram a RS como uma forma de desenvolverem uma vantagem competitiva e de estabelecer fortes vínculos com os seus *stakeholders* (Tiep *et al.*, 2021). Esta é uma consequência do facto dos comportamentos socialmente responsáveis estarem associados não só a uma melhor reputação/visibilidade, mas também a um maior reconhecimento por parte dos *stakeholders*, o que se reflete numa melhor relação com os mesmos e, consequentemente, em melhores resultados organizacionais (Adda *et al.*, 2016). Perante este cenário, a importância que a RS tem assumido nos negócios é de considerar, dado que vários autores defendem que a qualidade dos relacionamentos que uma organização mantém com as suas partes interessadas relevantes é crucial para o seu sucesso e sobrevivência (Adda *et al.*, 2016).

Dentro do grupo de *stakeholders*, é possível encontrar alguns que são mais afetados pelas práticas de RS da empresa do que outros.

Os investidores, por norma, mostram-se atraídos por empresas com uma gestão de qualidade, uma vez que, a forma como os ativos destas empresas são geridos pode influenciar a riqueza proporcionada a este grupo de *stakeholders* (Okafor *et al.*, 2021). Por outro lado, estes estão cada vez mais comprometidos com as causas sustentáveis e sociais que as empresas defendem. Okafor *et al.*, (2021) defendem que as empresas que alinham as suas estratégias organizacionais com os objetivos sociais e ambientais têm um caso de investimento substancial e por consequência garantem retornos apreciáveis. Em suma, este grupo de *stakeholders* é atraído por empresas bem administradas, sendo isso uma consequência de como os ativos das empresas são implantados para gerar riqueza para os acionistas.

Não obstante, dentro dos *stakeholders*, os colaboradores são aqueles que estão mais atentos às práticas de RS das empresas, sendo que as suas perceções relativamente a esse tema, têm influência sobre os seus comportamentos, tais como a lealdade, a motivação, a produtividade e a satisfação no local de trabalho (Comissão Europeia, 2008, referenciada por Adda *et al.*, 2016). Duarte & Neves (2011) constataram que o envolvimento da empresa em ações de RS, aumenta, não só a satisfação dos colaboradores por pertencer a essa organização, mas também promove a ambição destes em participar nessas ações.

Por outro lado, Sameer (2021) defende que, numa empresa onde os colaboradores não são felizes e sofrem discriminação, tendem a sentirem-se insatisfeitos no local de trabalho. Esta situação poderá ter consequências negativas no desempenho dos colaboradores e, por isso, afetar negativamente a produtividade da empresa. De forma a evitar este cenário, as organizações podem apresentar uma política de RS que leve em consideração os interesses dos seus colaboradores. Além disso, num estudo realizado pela consultora Boyden (2017) no Reino Unido a cerca de 500 participantes, foi possível constatar que os colaboradores têm a ambição de pertencer a uma empresa com práticas socialmente responsáveis. Contudo, importa salientar que essa ambição é mais visível na geração dos *Millennials* (pessoas nascidas entre 1980 e 1995), dando assim a perspetiva que a geração mais jovem está mais atenta às práticas de RS das empresas e que isso influencia os seus comportamentos. De facto, Tiep *et al.* (2021) salientam que uma política de RS permite a uma empresa poupar nos seus recursos que estavam destinados, por exemplo, a aumentar a satisfação e motivação dos colaboradores.

Outro grupo de *stakeholders* que está atento às práticas de RS das empresas são os consumidores. Na verdade, a RS é normalmente associada a questões legais, éticas e sociais, e vista internamente como um mecanismo de autorregulação, que monitoriza se a empresa está a cumprir com as suas responsabilidades perante a sociedade (Stanaland, Lwin & Murphy, 2011). No entanto, a adoção de comportamentos socialmente responsáveis por parte da empresa, levam a uma melhoria na sua imagem e na sua reputação, traduzindo-se assim num aumento da preferência dos consumidores e consequente aumento das vendas (Tiep *et al.*, 2021). Em suma, Thanh, Huan, Hong & Tran (2021) defendem a mesma ideia, e salientam que o desempenho empresarial é geralmente positivo, dado que os esforços em adotar comportamentos socialmente responsáveis, em geral, aumentam a criação de valor de uma empresa.

O reconhecimento da importância da RS na formação das perceções e avaliações dos consumidores de uma empresa tem vindo a ser cada vez mais valorizado, principalmente pelos consumidores da geração Y (*Millennials*) que, comparativamente às outras gerações, apresentam uma maior atenção pelas práticas de RS (Luger, Hofer & Floh, 2021).

No entanto, quando as empresas definem uma política de RS com vista a obter benefícios económicos, as opiniões dos autores divergem se esta correlação é mesmo positiva, tal como iremos verificar a seguir.

2.2.2 O efeito positivo, negativo e neutro da responsabilidade social

A RS pode ser um meio pelo qual uma empresa pode criar valor económico (rentabilidade) e social (benefícios para a sociedade), e assim atingir o sucesso sustentável. De facto, Okafor *et al.* (2021) testemunharam nas grandes empresas, como a Apple, a Amazon, o Cisco Systems ou a Microsoft, um aumento considerável na receita em linha com os gastos com a RS. Além do mais, as empresas que lucram com a RS são mais propensas a sobreviver num mercado competitivo e a sustentar os seus esforços para enfrentar os problemas sociais (Magrizos *et al.*, 2021). Thanh *et al.* (2021) constataram, inclusive, que as empresas conseguem aumentar a retenção de clientes, o seu desempenho e a continuidade dos negócios, quando estas adotam comportamentos socialmente responsáveis que levam em consideração os interesses da sociedade, do meio ambiente e dos *stakeholders*. Rossi, Chouaibi, Chouaibi, Jilani & Chouaibi (2021) também

verificaram no seu estudo a 225 empresas europeias, que quando a RS é medida pelo índice ESG, existe relação positiva e significativa entre esta e a performance empresarial. Cheng, Lin & Wong (2015) vão mais longe, e afirmam que a RS é capaz melhorar o desempenho financeiro de uma empresa no ano corrente, e certas atividades socialmente responsáveis podem até ter um efeito significativo nos próximos anos. Por outro lado, Wuttichindanon (2017) constatou que as empresas optam por utilizar a RS com o objetivo de esta ter influência sobre os seus *stakeholders*, não dando assim tanta importância à relação que a RS possa ter com o desempenho económico.

No entanto, nem todos os autores defendem uma correlação positiva entre a RS e a performance das empresas.

Num estudo realizado por Fernández, Boga & Faria (2014) a 380 empresas do norte litoral de Portugal, foi possível apurar que as ações socialmente responsáveis das empresas não produzem um impacto significativo nos resultados económicos. Por consequência, os autores verificaram que o mercado desta região é indiferente às práticas de RS e, por isso, as empresas com uma política de RS ativa não se situam em patamares superiores comparativamente com as que não desenvolvem práticas socialmente responsáveis. No cenário das Pequenas e Médias Empresas, Erazo, García, Rama & Quezada (2020), verificaram que estas, por vezes, não realizam qualquer ação de responsabilidade social, devido às despesas adicionais que lhe estão associadas, bem como aos respetivos recursos limitados que dispõe. Mediante esta conjuntura, estes autores são da opinião de que os gestores devem colocar muito mais ênfase em qual iniciativa específica a implementar, de modo a poderem tirar o máximo proveito possível dessa ação e, assim, não desperdiçar recursos.

Oh & Park (2015), referenciados por Guzman *et al.* (2016), defendem que existe uma correlação negativa entre a RS e a performance das empresas, uma vez que os custos da implementação de práticas de RS são mais elevados comparativamente aos resultados obtidos. Hirigoyen & Poulain-Rehm (2015) defendem também uma relação negativa entre a RS e o desempenho das empresas. Mais concretamente, através de uma amostra com 329 empresas listadas em três áreas geográficas (Estados Unidos, Europa e região da Ásia-Pacífico) para os anos de 2009 e 2010, estes autores verificaram que uma política de RS mais ativa não resulta num melhor desempenho financeiro e até piora o desempenho de mercado. No entanto, estes autores também verificaram que quando a empresa apresenta um bom desempenho financeiro, esta investe menos na RS de modo a

obter resultados ainda mais favoráveis. Buallay (2019) identificou uma das possíveis causas que justificam a relação negativa entre a RS e a performance empresarial. Isto é, para este autor, esta relação inversa está presente quando os administradores das empresas utilizam a RS para benefício próprio, o que resulta em maiores custos para as entidades, custos esses que poderão, inclusive, ser suportados pelas partes interessadas e por consequência reduzir o valor de mercado, o património líquido e a eficiência dos ativos.

Contudo, Dobrea & Găman (2011) defendem que apesar do objetivo principal da maioria das organizações seja obter lucro e por vezes as ações de RS apenas implicarem custos elevados (e os seus benefícios sejam apenas notórios a longo prazo), a pressão que as empresas enfrentam nos dias de hoje para adotar práticas socialmente responsáveis, forçaram a redefinir o seu horizonte de negócios. Assim, para atingir o sucesso é essencial a empresa definir um programa de RS que leve em conta as ações necessárias para satisfação dos *stakeholders*, a promoção do bem-estar social e a proteção do ambiente.

Além disso, Okafor *et al.* (2021) salientam que a RS pode ser uma das formas adotadas pelas empresas com vista a obterem melhores resultados, dado que o compromisso de uma empresa com a proteção do clima e com a proteção ambiental, aumenta não só os seus lucros como também as suas vendas. Estes autores verificaram no seu estudo a 97 empresas do índice S&P 500 entre o período de 2017 e 2019, que devido à RS, a margem média de lucro líquido das empresas analisadas cresceu de 10,7% para 18,50%. Na mesma linha de pensamento, Hategan, Sirghi, Curea-Pitorac & Hategan (2018), através do seu estudo a 53 empresas romenas, concluíram que uma política de RS aumenta catorze vezes a probabilidade de uma empresa registar lucro. Importa salientar que, de acordo com Hategan *et al.* (2018), as empresas que apresentam lucro, têm a probabilidade oito vezes superior de adotar comportamentos socialmente responsáveis, comparativamente às empresas que apresentam prejuízo. No entanto, mesmo estas empresas, continuam a deter uma política de RS. Esta é uma consequência do facto da população mundial estar cada vez mais preocupada com a redução das mudanças climáticas e com os seus efeitos sobre o meio ambiente (Okafor *et al.*, 2021).

Todavia, existiram outros autores (Cho *et al.*, 2019; Dobrea & Găman, 2011; Guzman *et al.*, 2016) que contrariaram a visão de que a responsabilidade social prejudica a performance das empresas. Por exemplo, Guzman *et al.* (2016) e Ali *et al.* (2020) defendem uma relação indireta positiva entre a RS e o desempenho empresarial. Ou seja, as atividades socialmente responsáveis permitem às empresas melhorar a imagem dos

seus produtos e serviços, e isso poderá traduzir-se num aumento significativo das vendas e, consequente, o aumento do nível de desempenho dos negócios (Guzman *et al.* 2016). Por outro lado, a empresa desenvolve uma imagem positiva entre os *stakeholders*, diminuindo assim os custos gerais (Ali *et al.*, 2020). Adicionalmente, Giannarakis *et al.* (2016) também constataram, no seu estudo a empresas listadas na *Standard & Poor's 500* entre o período de 2009 e 2013, que o envolvimento das empresas em iniciativas de RS transmite uma imagem de confiança ao seu meio envolvente, o que por sua vez afeta positivamente o desempenho financeiro das empresas. Perante este cenário, os gestores que ambicionam melhorar significativamente o desempenho empresarial, devem procurar incorporar a RS não apenas como uma estratégia, mas como parte das atividades diárias da empresa (Guzman *et al.*, 2016).

Importa ainda ressalvar que na literatura existem autores que identificaram uma relação nula entre a RS e a performance empresarial. Num estudo realizado por Nollet *et al.* (2016) a empresas que integram o índice S&P500 entre os anos de 2007 e 2011, foi possível concluir que não existe uma relação significativa entre RS e desempenho financeiro, sendo que as empresas apenas usam RS como uma estratégia para criar valor adicional para seu produto, e não para ter influência no desempenho financeiro. Crisóstomo, Freire & Vasconcellos (2011) chegaram a uma conclusão idêntica e verificaram no seu estudo a 73 empresas brasileiras, que não existe qualquer efeito da RS no desempenho das empresas, quando este é medido por indicadores ROA (*Return on Assets*) e ROE (*Return on Equity*). Ao nível do *Tobin´s Q* (rácio do valor de mercado dos ativos da empresa sobre o seu custo de substituição), Bannier, Bofinger & Rock (2019), verificaram no seu estudo a empresas europeias e norte americanas, que estas não são afetadas pelo índice ESG em termos de desempenho de mercado. Uma conclusão idêntica foi obtida por Madorran & Garcia (2016) num estudo realizado a amostra de empresas espanholas do índice bolsista IBEX 35. Estes autores constataram que nos modelos utilizados, a relação entre RS e o desempenho financeiro não se mostrou significativa.

No entanto, a relação entre a responsabilidade social e o desempenho das empresas não deve ser analisado de forma isolada, dado que existe várias variáveis que podem mediar esta relação. Minutolo, Kristjanpoller & Stakeley (2019), num estudo a 467 empresas no S&P 500 de 2009 a 2015, concluiram que o tamanho das organizações pode ser uma dessas variáveis. Mais precisamente, estes autores constataram que quando o desempenho das empresas é medido pelo *Tobin´s Q*, as influências da divulgação da

RS são maiores para as grandes empresas, em oposição aos efeitos da divulgação da RS no *Tobin´s Q* e na rentabilidade do ativo para empresas menores. O setor de atividade onde a empresa opera, bem como o local onde se encontra na cadeia de suprimentos, influenciam também significativamente a adoção de comportamentos socialmente responsáveis (Comissão Europeia, 2021a). Ou seja, nos casos em que os clientes priorizam este tema, a empresa preocupa-se igualmente em definir uma política de responsabilidade social. Por outro lado, nos casos em que os clientes não são afetados pelas práticas socialmente responsáveis, é improvável que as empresas também se interessem. A idade também se mostra como uma variável a ter em conta quando pretendemos analisar a adoção de práticas socialmente responsáveis pelas empresas. Isto porque de acordo com Sun (2021), que realizou um estudo a 2 610 empresas no período 1992-2016, as empresas mais velhas podem ter um melhor desempenho em termos de RS do que as empresas mais jovens, dado que detém uma maior manobrabilidade para investir os seus recursos financeiros em atividades extras, como é o caso da RS.

A impacto da responsabilidade social na performance das empresas pode de igual forma depender do tipo de atividade socialmente responsável que a empresa adota. Cho *et al.* (2019) verificaram, por exemplo, que nem todas as atividades apresentam um impacto significativo na performance das empresas. Mais precisamente, estes autores constataram que as atividades socialmente responsáveis associadas ao mercado de trabalho, ao meio ambiente, à comunidade e ao local de trabalho não exercem efeitos estaticamente significativos no ROE, no ROA e no *Tobin´s Q* das empresas gregas listadas no *Athens Stock Exchange*. Numa outra perspetiva, Pham, Tran, Le, Vo, Pham & Nguyen (2022) verificaram no seu estudo a 56 empresas norte americanas e chinesas que, as empresas com um bom desempenho ambiental poderão atingir níveis mais elevados no desempenho empresarial. Isto apenas é possível por meio de custos mais baixos e uma receita mais alta, que é consequência de uma boa reputação proveniente das boas práticas. No entanto, nem todos os autores defendem esta relação. Kamatra & Kartikaningdyah (2015), defendem, contudo, que tanto o desempenho social como o desempenho ambiental levam a um melhor desempenho económico, no entanto, o desempenho ambiental tem um efeito muito menor do que o desempenho social. Num cenário mais pessimista em relação às atividades ambientais, Makni, Francoeur & Bellavance (2009) constataram no seu estudo a 179 empresas canadenses de capital aberto, que a dimensão ambiental da RS influencia negativamente a performance empresarial, mais

concretamente a rentabilidade dos ativos, a rentabilidade do património líquido e os retornos de mercado. Mais concretamente, Riyadh, Sukoharsono & Alfaiza (2019), constataram no seu estudo a 250 empresas de energia entre 2016 e 2018, que os comportamentos socialmente responsáveis, tais como a redução da poluição, os pacotes de benefícios aos funcionários, as doações, os patrocínios à comunidade, entre outros, diminuem os lucros da empresa e poderão levar à desvantagem competitiva. Esta é uma visão sustentada por alguns investidores que encaram os comportamentos socialmente responsáveis como uma forma de diminuir o desempenho financeiro futuro da empresa e, consequentemente, gerar retornos menores.

Nejati *et al.* (2017) defendem que as práticas de RS relacionadas à sociedade são as que menos contribuem para aumentar o desempenho competitivo. Noutra perspetiva, Sameer (2021) defende que uma empresa apresenta um desempenho negativo, quando divulga as suas práticas de RS relacionadas com o meio ambiente. Isto acontece devido aos elevados custos que estão associados à divulgação deste tipo de práticas, que acabam por superar os benefícios que estas poderiam trazer para as empresas. Papagrigoriou, Kalantonis, Matsali & Kaldis (2021) são da mesma opinião e concluíram que não existe correlação significativa entre a RS e o desempenho financeiro das empresas, ainda que uma grande parte da amostra divulgue atividades de RS.

Alareeni & Hamdan (2020) constataram, através de uma análise à performance financeira (ROE), operacional (ROA) e de mercado (Tobin's Q) das empresas do S&P 500, que a divulgação corporativa de aspetos ambientais, sociais e de governo (ESG) afetam positivamente as medidas de desempenho das empresas. Li *et al.* (2018) encontraram a mesma relação, mas desta vez num estudo realizado a 350 empresas listadas no índice FTSE. Yoo & Managi (2022) chegaram a uma conclusão idêntica, através de uma grande amostra de empresas públicas do Reino Unido, do banco de dados da *Bloomberg* entre o período de 2004 a 2013. Mais precisamente, estes autores concluem que as divulgações de ESG podem aumentar o valor da empresa por meio de uma maior transparência, responsabilidade e confiança das partes interessadas. Além disso, estes autores defendem que as empresas que apresentam um valor elevado no *Tobin's Q*, adotam um maior número de ações relacionadas com a ESG, dado que possuem um elevado valor de mercado e, portanto, maior uma capacidade financeira.

Contudo, importa salientar que quando a análise é realizada tendo em consideração isoladamente as dimensões da RS, a relação que cada uma destas estabelece

com a performance empresarial é diferente. Mais precisamente, Alareeni & Hamdan (2020) e Li *et al.* (2018) verificaram que a divulgação ambiental e social afeta negativamente o desempenho operacional e financeiro das empresas. Este cenário pode ocorrer devido ao facto destas práticas socialmente responsáveis implicarem mais custos e, como consequência, prejudicarem o desempenho operacional e financeiro (Li *et al.*, 2018). Não obstante, ao nível do desempenho de mercado, ambos os autores verificaram uma relação positiva entre o *Tobin´s Q* e as práticas sociais e ambientais. Em suma, a divulgação de aspetos relacionados com a gestão da empresa está positivamente relacionada com o desempenho operacional e de mercado, e negativamente com o desempenho financeiro (Alareeni & Hamdan, 2020). Por outro lado, Buallay (2019) constatou uma relação ligeiramente diferente nas empresas da União Europeia entre as mesmas variáveis. Mais precisamente, este autor tal como Alareeni & Hamdan (2020) e Li *et al.* (2018), verificaram que a dimensão ambiental da pontuação ESG está positivamente relacionada com o *Tobin's Q*. No entanto, no que se refere à variável de performance ROE, Buallay (2019) constatou que a rentabilidade financeira é influenciada positivamente pelas divulgações ambientais. No que se refere à divulgação de informações relacionadas com a dimensão do governo da pontuação ESG, esta afeta positivamente o *Tobin's Q* e negativamente o desempenho financeiro e operacional. Isto significa que a divulgação deste tipo de informações, apesar de diminuir a eficiência dos ativos (ROA) e a rentabilidade do património (ROE), em contraste, aumenta o desempenho de mercado. Ainda no âmbito na dimensão do Governo, Pham *et al.* (2022) constataram uma relação inversa entre estas pontuações e o desempenho do negócio. Esta relação é motivada essencialmente pela utilização dos recursos das empresas para fins injustificados que não promovem uma boa causa, mas apenas satisfazem os desejos dos membros do conselho de administração. Isto afeta diretamente os acionistas, o que poderá levar a um problema de agência e por consequência prejudicar o valor da empresa.

Num estudo realizado por Faria (2018), envolvendo uma amostra de 344 questionários a empresas portuguesas, foi possível constatar que os gestores não percebem até que ponto as suas atividades de prevenção do ambiente beneficiam a performance das suas empresas. Esta é uma situação que também já foi verificada por outros autores a nível internacional. Elouidani & Zoubir (2015), que desenvolveram um estudo a 20 entidades listadas na bolsa de valores de *Casablanca*, concluíram que as empresas que se dedicam a áreas da assistência social e de proteção do meio ambiente,

obtêm resultados operacionais inferiores, e por isso prejudicam o seu valor na bolsa. Na mesma linha de pensamento, Arsić *et al.* (2017) verificou que as atividades de proteção ambiental implicam despesas adicionais para as empresas e os benefícios financeiros destas não são imediatamente visíveis , nem facilmente mensuráveis. Por estes motivos, muitas empresas apresentam uma a fraca participação em ações de RS (Gangi, Meles, Monferrà & Mustilli, 2020). Como alternativa, as organizações podem optar por focar a sua política de RS nos colaboradores e clientes, dado que estes dão um maior contributo para o alcance de um desempenho competitivo superior, comparativamente à gestão de práticas ambientais (Madueño *et al.*, 2016).

Por outro lado, Elouidani & Zoubir (2015) são da opinião de que os investimentos na RS são realizados com um horizonte a longo prazo, isto é, as empresas não devem esperar uma melhoria de desempenho financeiro nos primeiros anos de uma abordagem à RS. Madueño *et al.* (2016) constataram este cenário nas práticas associadas à proteção do meio ambiente e observaram inclusive que os seus efeitos não são visíveis pelos *stakeholders* no curto prazo. Outros autores defendem que a RS só compensa depois de um certo limite de investimentos, sendo que, antes desse ponto ser alcançado, as despesas adicionais de RS diminuem a performance empresarial (Nollet, Filis & Mitrokostas, 2016). Além do mais, Riyadh *et al.* (2019) também salientam que os gestores, através de uma análise de custo-benefício, poderão evitar a adoção de determinados comportamentos socialmente responsáveis que poderão apresentar um efeito negativo no desempenho.

Como foi possível constatar, o centro do problema na RS em termos económicos é perceber se esta influência positivamente, negativamente ou não apresenta qualquer relação com a performance das empresas. O quadro seguinte mostra um resumo das principais conclusões em relação a este tema.

Tabela 1: Principais conclusões do impacto da RS na performance das empresas

Autor(es) e ano	Título da investigação	Principais Conclusões
Okafor *et al.* (2021)	*Corporate social responsibility and financial performance: Evidence from U.S tech firm*	**Relação positiva:** As empresas que despendem mais recursos financeiros com a RS, aumentam a sua receita e os seus lucros.
Hategan *et al.* (2018)	*Doing Well or Doing Good: The Relationship between Corporate Social Responsibility and Profit in Romanian Companies*	**Relação positiva:** Os principais resultados destacam que as empresas mais ativas na RS, são as mais rentáveis em termos económicos.

Thanh *et al.* (2021)	*Effects of corporate social responsibility on SMEs' performance in emerging market*	**Relação positiva:** Os resultados sugerem um impacto positivo quando este é mediado pela reputação e pela intenção de compra dos clientes.
Cheng *et al.* (2015)	*Corporate social responsibility reporting and firm performance: evidence from China*	**Relação positiva:** Os autores verificaram que as ações sociais como as doações estão positivamente associadas a um melhor desempenho no ano seguinte.
Guzman *et al.* (2016)	*Corporate Social Responsibility and Business Performance: The Role of Mexican SMEs*	**Relação Positiva:** Os autores concluem que um maior nível de adoção e implementação de uma política de RS permite atingir níveis mais elevados no desempenho empresarial.
Ali *et al.* (2020)	*How corporate social responsibility boosts firm financial performance: The mediating role of corporate image and customer satisfaction*	**Relação positiva:** Este estudo conclui que a RS permite à empresa uma imagem positiva entre os *stakeholders* e diminuindo os custos gerais.
Giannarakis *et al.* (2016)	*The impact of corporate social responsibility on financial performance*	**Relação positiva:** O envolvimento por parte das empresas em iniciativas socialmente responsáveis tem um efeito significativamente positivo no desempenho financeiro.
Cho *et al.* (2019)	*Study on the Relationship between CSR and Financial Performance*	**Relação positiva:** Os resultados do estudo confirmam que o desempenho da RS tem uma correlação positiva parcial com os lucros e o valor da empresa.
Kamatra & Kartikaningdyah (2015)	*Effect Corporate Social Responsibility on Financial Performance Novrianty*	**Relação positiva:** O desempenho social e o desempenho ambiental levam a um melhor desempenho económico.
Madueño *et al.*, 2016	*Relationship between corporate social responsibility and competitive performance in Spanish SMEs: Empirical evidence from a stakeholders' perspective*	**Relação positiva:** Os resultados mostram que os desenvolvimentos de práticas de RS contribuem para aumentar o desempenho competitivo tanto direta quanto indiretamente, por meio da capacidade de gestão dos *stakeholders*.
Nejati *et al.* (2017)	*Social Responsibility and Performance: Does Strategic Orientation Matter for Small Businesses?*	**Relação positiva:** A abordagem a longo prazo das pequenas empresas em relação à RS, tem influência positiva no seu desempenho financeiro, por meio de uma melhor reputação.
Alareeni & Hamdan (2020)	*ESG impact on performance of US S&P 500-listed firm*	**Relação positiva:** A divulgação ambiental, social e de governo afetam positivamente os indicadores de performance empresarial ROE, ROA e *Tobin´s Q*.
Faria (2018)	O relato da informação financeira de responsabilidade social como contributo para a performance das empresas portuguesas	**Relação positiva:** A divulgação de informação socialmente responsável, impulsiona os resultados econômicos, a criação de valor e melhora a performance das empresas empresa

Li *et al.* (2018)	*The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power*	**Relação positiva:** O nível de divulgação ESG e o valor da empresa estão positivamente relacionados.
Yoo & Managi (2022)	*Disclosure or action: Evaluating ESG behavior towards financial performance*	**Relação positiva:** As divulgações de ESG podem aumentar o valor da empresa por meio de uma maior transparência, responsabilidade e confiança das partes interessadas.
Oh & Park (2015), referenciados por Guzman *et al.* (2016)	*The relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance in Korea*	**Relação negativa:** Os custos da implementação de práticas de RS são mais elevados comparativamente aos resultados obtidos.
Makni *et al.* (2009)	*Causality Between Corporate Social Performance and Financial Performance: Evidence from Canadian Firms*	**Relação negativa:** A dimensão ambiental da RS influencia negativamente a performance empresarial.
Hirigoyen & Poulain-Rehm (2015)	*Relationships between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: What is the Causality?*	**Relação negativa:** A RS impacta negativamente no desempenho financeiro, e por outro lado o desempenho financeiro impacta negativamente a responsabilidade social.
Sameer (2021)	*Impact of corporate social responsibility on organization's financial performance: evidence from Maldives public limited companies* *Impact of corporate social responsibility on organization's financial performance: evidence from Maldives public limited companies*	**Relação negativa:** As práticas de RS relacionadas com o meio ambiente influenciam negativamente o desempenho financeiro das empresas
Elouidani & Zoubir (2015)	*Corporate social responsibility and financial performance*	**Relação negativa:** As atividades de assistência social e de proteção do meio ambiente afetam negativamente os resultados das empresas
Nollet *et al.* (2016)	*Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach*	**Relação negativa:** Os resultados do modelo linear sugerem que existe uma relação negativa significativa entre o desempenho social corporativo e rentabilidade do capital.
Fernández *et al.* (2014),	Impacto da responsabilidade social sob a óptica empresarial do norte litoral de Portugal	**Relação neutra:** A responsabilidade social cria impacto nas ações das empresas, no entanto não tem influência significativa nos resultados económicos das empresas.
Riyadh *et al.* (2019)	*The impact of corporate social responsibility disclosure and board characteristics on corporate performance*	**Relação neutra:** Este estudo mostrou que o impacto da divulgação da responsabilidade social no desempenho das empresas não é significativo.
Papagrigoriou *et al.* (2021)	*Modern Business Activities and Firms' Performance: The Case of Corporate Social Responsibility, Evidence from the Greek Listed Firms in the Athens Stock Exchange*	**Relação neutra:** Os resultados do estudo revelam que não há correlação significativa entre RS e desempenho financeiro das empresas, embora grande parte da amostra divulgue atividades de RS.

Riyadh *et al.* (2019)	*The impact of corporate social responsibility disclosure and board characteristics on corporate performance*	**Relação neutra:** Este estudo mostrou que o impacto da divulgação da responsabilidade social corporativa no desempenho corporativo não é significativo.
Crisóstomo *et al.* (2011)	*Corporate Social Responsibility, Firm Value and Financial Performance in Brazil*	**Relação neutra:** Foi encontrada uma correlação negativa entre a RS e o valor da empresa. Além disso, foi também identificada uma relação neutra caracteriza o efeito mútuo entre RSC e desempenho financeiro.
Bannier *et al.* (2019)	*Doing Safe by Doing Good: ESG investing and corporate social responsibility in the U.S. and Europe*	**Relação neutra:** As empresas europeias e norte americanas não são afetadas pelo índice ESG em termos de desempenho de mercado.

Fonte: Elaboração própria.

Por fim, importa salientar que a influência da RS na performance empresarial é influenciada pela divulgação que cada empresa realiza. Em suma, as empresas apenas terão acesso a todos os benefícios económicos associados à RS, inclusive melhoria de desempenho empresarial, quando as suas práticas são devidamente comunicadas e quando são utilizados canais de divulgação adequados (Faria, 2018; Madueño *et al.*, 2016), tal como iremos ver no secção seguinte.

2.2.3 Importância da divulgação social e da sua normalização

A divulgação da RS, ao longo dos anos, tem assumido uma particular importância no mundo dos negócios. Mais precisamente, na União Europeia, por exemplo, é percetível a movimentação das diferentes autoridades governamentais para estabelecer e implementar relatórios de sustentabilidade com vista a fortalecer as relações com a sociedade e as comunidades empresariais (Buallay, 2019). Em suma, os *stakeholders*, tais como investidores, acionistas, credores e devedores, estão cada vez mais atentos aos relatórios sustentabilidade, o que por consequência afeta as suas decisões em torno da empresa (Buallay, 2019).

Tal como já referenciado anteriormente, a RS permite à empresa impulsionar os seus resultados económicos, criar valor e melhorar a sua performance. Todavia, para atingir estes benefícios é necessário que a empresa faça o relato da informação socialmente responsável (Faria, 2018).

Segundo Fernández *et al.* (2014), a informação contabilística que é divulgada pelas empresas é na sua maioria de natureza financeira. Contudo, estes autores são da

opinião que a contabilidade tem o dever de utilizar a RS como ferramenta de gestão estratégica das suas ações. De acordo Lys, Naughton, & Wang (2015, referenciados por Faria, 2018) as normas contabilísticas e de relato financeiro existentes não levam em consideração os aspetos relacionados com a sustentabilidade, o ambiente e a RS. Assim sendo, algumas empresas apresentam dificuldades no relato, na mensuração e no reconhecimento de aspetos sociais, o que justifica assim a ausência de comunicação de práticas de RS (Fernández *et al.*, 2014).

As empresas, perante estas dificuldades e também com objetivo de promoverem a sua imagem e o seu estatuto social, optam por fazer a divulgação das suas práticas socialmente responsáveis paralelamente ao relato financeiro através de outros meios, como, por exemplo, os relatórios de sustentabilidade (Faria, 2015, referenciado por Faria 2018). No entanto, Huang & Wang (2021) são da opinião de que uma empresa provavelmente iniciará relatórios de RS após um anúncio de violação de regulamentos pelos supervisores. Assim, a divulgação da RS é vista por estes autores como uma forma de disfarçar as más reputações.

Com vista a avaliar o trabalho sustentável das empresas bem como tornar os relatórios de sustentabilidade mais credíveis, muitas optam por os fazer de acordo com as *Global Reporting Initiative standards* (GRI) (Chen *et al.*, 2015). As normas GRI contêm um conjunto de princípios para as organizações definirem com rigor o conteúdo de seus relatórios. Como consequência, estas normas permitem a qualquer organização relatar os seus impactos económicos, ambientais e sociais de uma forma padronizada e comparável, tornando assim os relatórios de sustentabilidade mais consistentes, com mais qualidade e mais confiáveis (Global Reporting Initiative, 2020).

A comunicação das práticas de RS tem impacto positivo nas relações que a empresa estabelece, uma vez que promove uma cultura organizacional socialmente responsável e auxilia na construção de relacionamentos confiáveis com as partes interessadas (Chaudhri, 2016). Contudo, o relato da RS deve ser realizado com alguma cautela. Tanto Viererbl & Koch (2022) como Chaudhri (2016), são da opinião de que um elevado grau de comunicação de práticas socialmente responsáveis, apenas apresentam um efeito positivo nas perceções dos destinatários, se as empresas também se envolverem num número elevado de atividades de RS. Caso estas comuniquem de forma exagerada sobre o seu envolvimento em apenas algumas atividades, o efeito positivo da comunicação não ocorre ou até se pode tornar negativo. Assim sendo, mesmo que as

empresas tenham a noção de que a comunicação da RS pode ser uma ferramenta de construção de uma boa imagem, é, todavia , essencial a existência de um equilíbrio, subtileza e modéstia na comunicação das atividades de RS (Chaudhri, 2016; Viererbl & Koch, 2022).

Num estudo realizado pela Comissão Europeia (2021a), foi possível concluir que as empresas da União Europeia apresentam uma fraca divulgação de conteúdos ligados à responsabilidade social. Mais concretamente, estas empresas não relatam o suficiente e muitas vezes omitem informações que os investidores e outras partes interessadas consideram importantes. No caso das PME's, este estudo também constatou que estas não compartilham com os *stakeholders* a sua visão estratégica de RS pois os custos do relato superam os benefícios. Relativamente às informações que são relatadas, estas por vezes podem ser difíceis de comparar entre empresas, e os seus usuários geralmente não têm certeza se podem confiar nelas. Isto porque existem fortes evidências de que as empresas persuadem o relato social, de modo a puderem retirar o máximo de benefícios deste (Comissão Europeia, 2021a).

Apesar da fraca divulgação de RS por parte das empresas, estas dispõem de diferentes meios, modelos e apoios para comunicar as suas práticas socialmente responsáveis. A certificação SA8000 – Social *Accountability* 8000, pode ser um desses meios, dado que se trata de uma norma voluntária e auditável por uma terceira parte, que aborda questões relacionadas com os direitos dos trabalhadores, as condições no local de trabalho e um sistema de gestão apropriado e eficaz *(Social Accountability International*, 2014). Destacar também a ISO 26000, norma desenvolvida pela APCER (Associação Portuguesa de Certificação), que tem como objetivo orientar as organizações com questões relacionadas com a responsabilidade social. De entre outros temas, a ISO 26000 auxilia as empresas na comunicação de compromissos, desempenho e outras informações referentes à responsabilidade social (SGS, 2010). Além desta norma, a APCER desenvolveu a ISO 14001, cujo objetivo está mais orientado para a proteção do meio ambiente. Mais concretamente, esta norma orienta as organizações num enquadramento para "proteger o ambiente e responder às alterações das condições ambientais, em equilíbrio com as necessidades socioeconómicas" (APCER, 2016, p.38). Ambas as normas são uma forma que as empresas utilizam com vista a comprovar, perante os *stakeholders,* a sua preocupação com a RS e o meio ambiente.

Além destas normas, existe a AA1000 – *AccountAbility* 1000, um dos principais modelos internacionais padronizados de responsabilidade social empresarial (Grüninger & Ikeda, 2014). Esta norma orienta as organizações no processo de identificação, priorização e resposta aos desafios da sustentabilidade, com a finalidade de melhorar o seu desempenho de longo prazo (AccountAbility, 2018). Durante este processo e com a orientação para os *stakeholders*, a AA1000 – *AccountAbility* 1000, associa as questões sociais e éticas à gestão estratégica e operações da organizações (Grüninger & Ikeda, 2014).

Com vista à implementação e divulgação da RS, o Pacto Global das Nações Unidas (UNGC)[3] é também uma escolha estratégica para muitos gestores de empresas. Esta situação deve-se ao facto da participação no UNGC implicar menores custos comparativamente a outros padrões de RS, e por outro lado de existir evidências positivas nas empresas no âmbito do seu lucro, volume de vendas, reputação, satisfação dos funcionários e satisfação dos clientes (Erro & Sánchez, 2012; Orzes, Moretto, Moro, Rossi, Sartor, Caniato & Nassimbeni, 2018; Orzes, Moretto, Moro, Rossi, Sartor, Caniato & Nassimbeni, 2020). Em suma, Cetindamar & Husoy (2007) consideram que, apesar da participação no UNGC não resultar em vantagens de custo significativas, esta tem, no entanto, uma influência forte e positiva no desempenho no mercado das empresas, além de proporcionar benefícios éticos e económicos. Contudo, a questão da inexistência de mecanismos de monitoramento e fiscalização (por exemplo, auditorias de terceiros) sobre as empresas que defendem a adoção UNGC, coloca em questão se efetivamente estas estão a adotar comportamentos socialmente responsáveis (Orzes *et al.*, 2020).

No entanto, Orzes *et al.* (2018) também dão conta que algumas variáveis contextuais, tais como o nível de desenvolvimento, as características culturais do país onde a empresa opera, a perceção do país em relação às Nações Unidas, a inclinação do país à RS, o tamanho da empresa, entre outras variáveis, poderão afetar essa relação positiva. Assim, os gestores, antes de adotar a iniciativa UNGC, podem ser incentivados a realizar uma análise das características do país de implementação, com o objetivo de prevenir impactos negativos no desempenho da empresa.

[3] O UNGC é apresentado como uma iniciativa voluntária cujo objetivo é alinhar as estratégias e operações das empresas aos princípios que envolvem direitos humanos, trabalho, meio ambiente e combate à corrupção (Orzes *et al.*, 2018).

A União Europeia também tem apresentado esforços com vista à melhoria da divulgação das práticas socialmente responsáveis das empresas. Exemplo disso foi a proposta da Diretiva de Relatórios de Sustentabilidade Corporativa que afeta os bancos, seguradoras, grandes empresas e todas as empresas listadas nos mercados regulamentados da União Europeia, com exceção das microempresas (Comissão Europeia, 2021b). Com esta Diretiva, as empresas com mais de 250 trabalhadores ou empresas cotadas, terão de traduzir a sua política ambiental, social e de gestão em documentos de informação normalizados, justificados e certificados. Como consequência, as informações relatadas serão assim mais precisas e confiáveis para cidadãos, consumidores e investidores. Apesar desta Diretiva implicar custos adicionais a curto prazo, existe um interesse crescente dos *stakeholders* por informações de sustentabilidade, o que de certa forma obriga as empresas a colocar uma maior enfase na divulgação social (Comissão Europeia, 2021b). Assim sendo, esta norma apresenta uma solução ordenada e eficiente das informações essenciais que as empresas devem divulgar.

Na última década, a atenção relativa às questões de sustentabilidade tem crescido exponencialmente, o que levou a uma atenção redobrada na divulgação de informações das empresas sobre práticas ambientais, sociais e de governo (ESG) (Li, Gong, Zhang & Koh , 2018). Mediante esta conjuntura, o mercado de classificação de pontuações ESG desenvolveu-se consideravelmente nos últimos anos e é usado pelas principais empresas de consultoria de negócios em todo o mundo (Alareeni & Hamdan, 2020).

É importante destacar que a divulgação de informações ESG promove a diminuição da informação assimétrica entre empresas e os *stakeholders*, fortalecendo assim o relacionamento entre ambas as partes (Li *et al.*, 2018). Além disso, Okafor *et al.* (2021) salientam que os investidores, como parte da sua responsabilidade fiduciária, estão cada vez mais comprometidos com as causas do desenvolvimento ambiental, social e sustentável das empresas. Assim, estes recorrem com frequência às pontuações ESG no momento de decidir onde aplicar os seus investimentos (Okafor *et al.*, 2021). Em suma, as empresas que alinham suas estratégias organizacionais com uma boa gestão organizacional, ambiental e social têm um caso de investimento substancial, e espera-se que garantam retornos apreciáveis (Li *et al.*, 2018). Portanto, é possível concluir que as organizações que divulgam práticas ESG, detêm um melhor desempenho por meio da reputação, confiança dos investidores, uso eficiente de recursos e consequentemente, um maior valor da empresa (Tarmuji, Ruhanita & Nor, 2016)

Tal como verificado, as normas, modelos e pontuações mencionados apresentam diversos critérios minuciosos, no entanto, as empresas dispõem de outros meios para divulgar as suas atividades de RS, onde podem personalizar o seu conteúdo e a estrutura. Internamente, as empresas podem definir um código de ética como forma de orientar os colaboradores em situações conflituosas, de estabelecer estratégias para evitar erros em matéria de ética, de promover comportamentos positivos e de melhorar o desempenho e o comportamento dos trabalhadores (Dias, 2014). A nível externo, as empresas podem optar pelo denominado "Marketing Social", ou seja, a comunicação das suas práticas sociais através de *newsletters*, revistas, cartazes, folhetos entre outros meios, que poderão ser partilhados no próprio site, redes socias, enviados por carta ou por email (Faria, 2018). Esta é uma opção bastante viável para as empresas, dado que oferece grandes oportunidades de interação com os *stakeholders* e permite fazer a manutenção de relacionamentos permanentes (Gomez, 2013).

Desta forma, é possível concluir que a divulgação assume um peso significativo na RS, dado que facilita a comparabilidade entre empresas, afetando desta forma a sua imagem perante as partes interessadas. Além disso, a RS desempenha um papel de relevância e é quase uma palavra de ordem da sociedade contemporânea. Por este motivo, se os gestores das organizações (independentemente do tamanho) pretendem que a RS tenha um impacto significativo no desempenho das empresas ou se, por outro lado, pretendem que esta seja uma vantagem competitiva, devem procurar divulgar as suas práticas de RS. Não obstante, apesar das empresas disporem de vários meios para divulgar, sejam estes normalizados ou personalizados pelas organizações, estas apresentam uma fraca divulgação (Comissão Europeia, 2021a).

CAPÍTULO III – METODOLOGIA

Como constatado na revisão de literatura, existe uma inconsistência de opiniões relativamente ao impacto da RS na performance empresarial, pelo que se torna relevante abordar este tema. Posto isto, o objetivo principal deste estudo é analisar qual a influência das práticas de responsabilidade social no desempenho financeiro, operacional e de mercado nas empresas da Europa Ocidental cotadas em bolsa. A escolha desta amostra está relacionada com a possibilidade de incluir as empresas portuguesas. Contudo, como o número de empresas portuguesas cotadas é bastante reduzido, foi necessário recorrer às empresas cotadas nos países da Europa Ocidental. Destacar ainda que este é um mercado pouco abordado na literatura, sendo este mais um motivo para o estudo incidir sob este território.

Para analisar esta influência é importante ter a noção que a divulgação social é essencial para a empresa tirar um maior partido da RS. Contudo, para alguns investigadores, esta divulgação representa um custo bastante elevado, que demora a obter retorno, e pode prejudicar a performance da empresa a curto prazo (Nollet *et al.*, 2016). Na literatura consultada foi possível constatar que, para avaliar o desempenho das empresas em termos de RS utiliza-se maioritariamente as pontuações ESG, pelo que nesta dissertação, também se irá utilizar essas pontuações. No entanto, o *GC Score*, baseado no Pacto Global da ONU, também pode ser usado com vista a quantificar as atividades socialmente responsáveis das empresas. De facto, este índice é particularmente interessante pois graças ao apoio da ONU, o Pacto Global é agora a maior iniciativa de RS do mundo (Orzes *et al.*, 2020). O *GC Score*, por sua vez, fornece uma avaliação normativa das empresas com base nos quatro princípios fundamentais do Pacto Global das Nações Unidas, isto é, os direitos humanos, os direitos do trabalho, o meio ambiente e a anticorrupção. Apesar da importância atribuída a este pacto, na literatura consultada são ainda escassos os estudos que utilizam esta métrica para estabelecer uma relação com a performance empresarial das empresas, pelo que esta dissertação preenche essa lacuna.

Ao longo desta secção será exposta a caraterização da amostra e também o processo para a obtenção de todos os dados desta. Posteriormente serão apresentadas as variáveis dependentes e independentes a utilizar no estudo. E por último, serão apresentadas as hipóteses levantadas a partir da revisão de literatura, bem como os respetivos modelos de regressão que as irão testar.

3.1 Caraterização da amostra

Na literatura, diversos autores chegaram a conclusões distintas e contrárias acerca do impacto da responsabilidade social na performance empresarial nos diversos mercados analisados. Em Portugal, dos estudos analisados, os autores optaram por fazer uma análise às pequenas e médias empresas por meio da recolha de dados através de questionários, sem recorrer a modelos estatísticos. Inicialmente, o propósito deste estudo era desenvolver um modelo estatístico que avaliasse o impacto da RS na performance das pequenas e médias empresas em Portugal. No entanto, existe uma dificuldade acentuada na avaliação da responsabilidade social nas PME's, dado que a maioria destas não estão associadas a nenhum índice que avalia a RS de uma empresa (por exemplo as pontuações ESG e o *GC Score*), e também não divulgam informações relativas a este tema. Talvez por essa razão, diversos autores optaram por analisar o mercado das PME's em Portugal com recurso a questionários. Em suma, importa salientar que para avaliar a performance financeira das PME's, existem diversas barreiras associadas à recolha de dados, como é o caso de estas não divulgarem dados financeiros suficientes.

Mediante estas barreiras, este estudo empírico incidiu sobre as empresas da Europa Ocidental cotadas em bolsa, dado que estas divulgam as informações económicas e financeiras todos os anos. Além disso, ao nível da responsabilidade social, a maioria destas empresas está também associada ao índice ESG e ao *GC Score*, o que por sua vez facilita a avaliação da RS de cada empresa.

Mais precisamente, optou-se por recolher os dados das 25 empresas cotadas mais valorizadas em cada país da Europa Ocidental. Naturalmente, este número de empresas ajustou-se mediante a disponibilidade de dados das empresas e também a desconsideração de certas empresas que podiam enviesar os resultados, devido aos extremos apresentados.

3.2 Processo de recolha de dados

Dado que a Europa Ocidental é constituída por 14 principais países (Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Alemanha, Países Baixos, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Suécia, Suíça e Reino Unido)[4], e premissa desta dissertação seria recolher as 25 empresas mais valorizadas de cada país, o número total de empresas a incluir na amostra seria 350. No entanto, esta amostra é constituída por 216 empresas,

[4] https://web.archive.org/web/20071029060613/http://www.ibe.unesco.org/links/weurope.htm

visto que foi necessário desconsiderar aquelas que não detinham os dados das variáveis em estudo e também foi primordial efetuar uma correção estatística através da eliminação de *outliers* da amostra final, uma vez que existiam duas empresas com extremos nas variáveis de desempenho financeiro em análise bastante elevados ou bastante baixos.

O espaço temporal utilizado nesta investigação situa-se num período de cinco anos, de 2017 a 2021, inclusive. A escolha deste período implicou também a desconsideração de algumas empresas na amostra recolhida, dado que algumas apenas entraram no mercado bolsista depois de 2017. Destacar que este período, foi aquele que apresentou um maior número de observações recolhidas, bem como uma maior disponibilidade de dados financeiros e de responsabilidade social.

A informação relativa ao índice ESG e ao *GC Score* foi retirada da base de dados *Esgbook* disponibilizada pela *Arabesco S-Ray*[5]. O *Esgbook* é líder global em dados e tecnologia de sustentabilidade, fornecendo dados ESG transparentes e comparáveis de mais de 25 000 empresas. Esta é uma fonte de dados confiável, dado que estabelece parcerias com entidades reconhecidas tais como *Global Reporting Initiative* (GRI) e *European Union Sustainable Finance Disclosure Regulation* (EU SFDR). Além do mais, a recolha de dados é realizada de uma forma minuciosa, transparente e cuidada. Mais concretamente, o *Arabesco S-Ray* efetiva a recolha por meio de três fontes distintas: relatórios de sustentabilidade (onde são consideradas mais de 250 métricas), controvérsias baseadas em notícias sobre a responsabilidade social (mais de 30 000 fontes de notícias publicadas em mais de 170 países diariamente) e atividades divulgadas associadas à responsabilidade social (podendo estas serem boas ou más). Depois desta recolha, os dados são submetidos a um conjunto de testes de qualidade, sendo descartados aqueles que apresentam uma baixa qualidade. Além disso, com o objetivo de permitir a comparação entre empresas, estes dados são dimensionados e normalizados em 22 temas relacionados com a sustentabilidade e 11 temas associados com a atividade da empresa.

Relativamente às informações financeiras das empresas europeias, o processo de recolha foi complexo devido à ausência de bases de dados que disponibilizassem dados de todos os países em causa. No entanto, a base de dados *Finbox*[6], considerado o maior repositório de modelos de avaliação e métricas de risco disponíveis na internet, dispunha

[5] Site da base de dados: https://app.esgbook.com/
[6] Site da base de dados: https://finbox.com/

de todos os dados necessários para a investigação, pelo que se procedeu à recolha dos dados financeiros das empresas da Europa Ocidental cotadas em bolsa por meio desta. Destacar que esses dados foram recolhidos em dólares, uma vez que nem todos os países em análise dispõem do euro como sua moeda de transação.

3.3 Variáveis, hipóteses formuladas e modelos de regressão

Nesta secção serão apresentadas as variáveis dependentes e independentes a utilizar no estudo, bem como a justificação para a escolha destas. Por fim, é exposto como foram desenvolvidos os modelos estatísticos, bem como as suas equações econométricas.

3.3.1 Variáveis dependentes

A avaliação do desempenho de uma empresa é normalmente realizada por meio de demonstrações financeiras. Assim sendo, uma das técnicas mais usuais para avaliar o desempenho da empresa é por meio da análise de indicadores financeiros (Kamatra & Kartikaningdyah, 2015).

Nos modelos estimados existem três variáveis dependentes que irão medir o desempenho operacional, financeiro e de mercado das empresas. Mais concretamente, para averiguar o desempenho em termos financeiros será utilizada a variável *Return on Equity* (ROE). Em termos operacionais, a variável a considerar será o *Return on Assets* (ROA). E por fim, a variável *Tobin's Q* será usada para avaliar o desempenho em termos de mercado. Estas são variáveis bastante comuns e utilizadas por vários autores quando se pretende avaliar o impacto da RS na performance empresarial (Alareeni & Hamdan, 2020; Cho *et al.*, 2019; Giannarakis *et al.*, 2016; Kamatra & Kartikaningdyah, 2015; Li *et al.*, 2018; Minutolo *et al.*, 2019; Okafor *et al.*, 2021; Yoo & Managi, 2022).

O ROE é um rácio de rentabilidade cujo objetivo é avaliar o retorno do investimento proporcionado aos detentores do capital da empresa ou acionistas (Fernandes, Peguinho, Neves & Vieira, 2016). Este rácio consiste na divisão do lucro líquido pelo património da empresa num período (Alareeni & Hamdan, 2020).

O ROA avalia o desempenho dos capitais investidos na empresa, ou seja, este rácio indica o quão eficiente uma empresa tem sido no uso dos seus ativos para gerar lucro (Alareeni & Hamdan, 2020; Fernandes *et al.*, 2016) Trata-se de uma variável bastante utilizada para avaliar rentabilidade de empresas e é obtida pela razão entre o lucro líquido do período e o ativo total (Cho *et al.*, 2019).

O *Tobin's Q* é um dos rácios financeiros mais usuais e completos para avaliar o desempenho de uma entidade, principalmente a longo prazo, sendo por isso utilizado em vários estudos (Minutolo *et al.*, 2019; Yoo & Managi, 2022). Quando existe uma boa gestão dos recursos e das capacidades da empresa, esta terá um valor agregado superior e os seus ativos terão um valor maior que o seu custo de substituição (Minutolo *et al.*, 2019). Nesta investigação, o *Tobin's Q* é dado pela razão entre o valor de mercado da empresa e o seu ativo total (Li *et al.*, 2018), sendo que este rácio será apresentado em percentagem, tal como os rácios anteriores. Um valor superior a 100% significa que a empresa vale mais do que os seus ativos, enquanto se o valor for inferior a 100% significa o contrário.

Importa salientar que, tanto o ROA como o ROE, os valores destes rácios para todas as empresas da amostra foram fornecidos diretamente pela base de dados *Finbox*, enquanto o rácio *Tobin´s Q*, foi necessário fazer a respetiva divisão entre o valor de mercado e o ativo total (valores também disponibilizados pela mesma base de dados).

3.3.2 Pontuações ESG e *GC Score*

De acordo com Tarmuji *et al.* (2016), as partes interessadas reconhecem que as responsabilidades ESG de uma empresa são fundamentais para o seu desempenho e sustentabilidade a longo prazo. Em suma, estes autores também defendem que as empresas estão conscientes de que a divulgação ESG é fundamental para retratar a sua boa reputação e imagem, com vista a enfrentar o desafio das questões verdes para os seus *stakeholders*. Assim sendo, a gestão responsável de questões ESG cria um espírito e um ambiente de negócios onde se constrói tanto a integridade de uma empresa na sociedade, como a confiança dos seus *stakeholders* (Tarmuji *et al.*, 2016).

Com vista a quantificar a RS das empresas da amostra, recorreu-se às pontuações ESG (retiradas da base de dados *Esgbook*), dado que estas exprimem o desempenho socialmente responsável das organizações numa variável de medida. A pontuação ESG inclui 22 temas relacionados com a sustentabilidade (apresentados na Tabela 2) que reformulam as pontuações das três dimensões principais (social, ambiental e governo), e a pontuação ESG final, que é um reflexo do desempenho, compromisso e eficácia ESG da empresa, com base em informações divulgadas publicamente. Mais precisamente, a pontuação ESG final, que varia entre 0% e 100%, é obtida através de uma soma ponderada das pontuações obtidas em cada uma das dimensões, onde o peso varia de acordo com a

materialidade. As pontuações de cada uma das dimensões, que variam também entre 0% e 100%, são calculadas considerando apenas as características dentro de cada um dos temas.

Tabela 2: Dimensões e temas das pontuações ESG

Dimensão	Temas	Descrição
Ambiental (E)	Emissão	A contribuição das atividades empresariais para a emissão de gases de efeito estufa e outros poluentes atmosféricos.
	Ambiental Mordomia	O impacto das atividades empresariais na biodiversidade e no bem-estar animal.
	Uso de recursos	O uso eficiente de energia e outros recursos naturais, incluindo terra e materiais.
	Soluções ambientais	O impacto ambiental dos produtos e serviços e a contribuição para o consumismo sustentável.
	Lixo	A geração de resíduos e outros produtos perigosos como parte das atividades comerciais.
	Água	O uso eficiente e responsável da água em todas as operações da empresa.
	Gestão ambiental	Avaliação dos mecanismos e políticas para gerenciar o desempenho ambiental geral do negócio.
Social (S)	Igualdade de género e etnia	A representação e a igualdade de oportunidades para mulheres e minorias na força de trabalho.
	Saúde e segurança laboral	Inclui informações tais como a divulgação de taxas de acidentes e lesões no local de trabalho, formação e certificação de saúde e segurança dos funcionários, políticas/procedimentos e metas.
	Treino e desenvolvimento	Promoção de oportunidades e programas implementados para permitir e apoiar a aprendizagem entre os funcionários e a cadeia de suprimentos.
	Acesso ao produto	Proporcionar o acesso a produtos e/ou serviços para comunidades desfavorecidas.
	Relações com a comunidade	Envolvimento com comunidade e estabelecer relações de confiança com os clientes.
	Qualidade do produto e segurança	Esta fonte é composta por não só por ações judiciais, políticas e metas, mas também pela monitorização da gestão da qualidade do produto e da satisfação do consumidor.
	Direitos humanos	Adesão e promoção dos direitos humanos em todas as atividades de negócios, incluindo a cadeia de suprimentos.

	Direito do trabalho	Adesão e promoção dos direitos humanos em todas as atividades de negócios.
	Compensação	A remuneração justa e igualitária dos funcionários e membros do conselho.
	Qualidade do Emprego	Contabilização da rotatividade de funcionários, da política de equilíbrio entre vida profissional e pessoal e da flexibilidade de horário de trabalho, além de várias outras métricas.
Governo (G)	Ética de negócios	Práticas comerciais justas no que se refere a questões como corrupção e contribuições políticas.
	Gestão empresarial	Procedimentos e mecanismos adotados com vista a proceder a um melhor controlo e gestão das organizações.
	Transparência	O nível de transparência e divulgação de informações críticas sobre o negócio.
	Contabilidade	Os resultados financeiros divulgados representam adequadamente a saúde financeira da empresa.
	Estrutura de capital	Avaliação do equilíbrio entre o capital próprio e as dividas.

Fonte: Arabesque S-Ray (2021)

Relativamente às pontuações *GC Score*, estas foram também retiradas da base de dados *ESGBook*. Estas pontuações fornecem uma avaliação normativa das empresas com base nos quatro princípios fundamentais do Pacto Global das Nações Unidas: direitos humanos, direitos do trabalho, meio ambiente e anticorrupção. Este pacto é considerado a maior iniciativa de sustentabilidade corporativa do mundo e apela às empresas e partes interessadas, não só para conduzirem os negócios com responsabilidade, mas também para procurarem oportunidades que promovam os objetivos de desenvolvimento sustentável (Arabesque S-Ray, 2021). Através do *Arabesque S-Ray*, estes princípios são quantificados pela primeira vez e tal como o índice ESG, o *GC Score* é calculado de uma forma detalhada e cuidada. Mais precisamente, a primeira etapa do cálculo do *GC Score* consiste em mapear as características relevantes em cada uma das quatro categorias deste índice (apresentadas na Tabela 3). De destacar que existe uma distinção entre características que se focam mais em aspetos negativos e as características que são de natureza mais positiva, sendo que as primeiras têm precedências em caso de mau desempenho. Ou seja, poderão haver situações em que o algoritmo *S-Ray* poderá descartar quase por completo os aspetos positivos, em prol dos aspetos negativos. No final de todo este processo é atribuída uma pontuação geral do *GC Score*, que reflete o desempenho de uma empresa em quatro categorias: direitos humanos, direito do trabalho, meio ambiente

e anticorrupção. As categorias e a pontuação geral do *GC Score* são escaladas entre 0% e 100%, onde as pontuações mais altas indicam um melhor desempenho. Inicialmente, cada uma das categorias apresenta um peso de 25% na pontuação geral do *GC Score*, contudo, este peso é agravado quando a pontuação da categoria começa a cair abaixo de 50% (ponto neutro).

Tabela 3: GC Score e suas categorias

Categorias	Recursos
Direitos Humanos	Direito humano; direito do trabalho; condições de saúde e segurança; qualidade do emprego; diversidade; qualidade e segurança do produto; acesso ao produto; relações estabelecidas com a comunidade
Direito do trabalho	Saúde e segurança no local de trabalho; diversidade; remuneração; formação e desenvolvimento; Qualidade do emprego
Meio Ambiente	Emissão; Resíduos; Gestão Ambiental; uso dos recursos naturais; soluções ambientais
Anticorrupção	Ética empresarial; Gestão de qualidade; Transparência

Fonte: Arabesque S-Ray (2021)

A utilização de ambas as pontuações é importante para efetuar uma análise mais abrangente ao impacto da RS na performance das empresas. Isto porque, enquanto o *GC Score*, pelo facto de estar associado a um processo normativo, proporciona uma compreensão mais profunda do risco de reputação social e sustentável enfrentado por uma empresa, o índice ESG proporciona, por sua vez, uma análise específica do desempenho de cada empresa em questões ambientais, sociais e de governo.

Neste estudo, tanto as pontuações ESG como as pontuações *GC Score* são vistas como variáveis independentes, sendo que estas serão interagidas, em algumas das equações ecométricas, com o tamanho e a idade.

3.3.3 Variáveis Adicionais de Controlo

As variáveis de controlo adicionais podem ter impacto na variável dependente, e por este motivo devem ser consideradas na estimação dos modelos que avaliam o impacto da RS na performance das empresas.

Na literatura académica sobre a RS, vários autores usaram diferentes variáveis de controlo adicionais associadas às empresas, como o tamanho, a idade, a alavancagem, a intensidade de capital e o setor de atividade (Madorran & Garcia, 2016; Sameer, 2021; Yoo & Managi, 2022).

Nesta investigação, o tamanho das empresas da amostra será considerado como uma variável de controlo. Em alguns estudos, como o de Rossi *et al.* (2021), não foi possível encontrar qualquer relação entre a performance empresarial e o tamanho das empresas. No entanto, outros autores verificaram que o tamanho das empresas influencia a relação entre a performance destas e a RS, dado que as empresas maiores tendem a despender mais recursos financeiros com a RS do que empresas menores (Kamatra & Kartikaningdyah, 2015; Minutolo *et al.*, 2019). Assim, sendo esta uma variável tida em conta para medir o tamanho da empresa, a investigação da presente dissertação utilizou o logaritmo natural dos ativos totais, tal como acontece noutros estudos (Alareeni & Hamdan, 2020; Gangi *et al.*, 2020; Madorran & Garcia, 2016; Sameer, 2021; Yoo & Managi, 2022).

Seguindo a mesma lógica das investigações realizadas no âmbito deste tema, outra variável de controlo essencial para esta investigação será a idade (Minutolo *et al.*, 2019). Por exemplo, Han & Kim (2020) constataram que à medida que as empresas envelhecem, o impacto da RS na performance empresarial diminui. Isto porque à medida que os anos passam, são gerados novos valores a partir da RS, que não são acompanhados pelas empresas. Numa outra perspetiva, Sun (2021) constatou que as empresas mais velhas, comparativamente às mais novas, envolvem-se em um maior número de atividades socialmente responsáveis devido à disponibilidade de recursos financeiros.

Por fim, o setor onde a empresa se enquadra é uma outra variável de controlo utilizada por vários autores. Madorran & Garcia (2016) defendem que a relação entre RS e desempenho da empresa pode ser moderada pelo setor, e por vezes sem esta variável alguns estudos não encontraram relações conclusivas entre a RS e a performance empresarial. Neste caso, visto que a investigação é orientada para as empresas cotadas em bolsa serão considerados os seguintes setores: Bens de Capital, Bens de consumo, Conglomerados, Consumidor discricionário, Consumo Cíclico, Consumo Não-Cíclico, Energia, Finanças, Imobiliário, Indústria, Materiais, Materiais Básicos, Saúde, Serviços, Tecnologias de Informação, Comunicação, Transporte e Utilidades. Estes setores são

utilizados pela plataforma *Investing*[7] para classificar as empresas cotadas em bolsa, no entanto, importa salientar que dentro destes setores, na amostra apenas foram considerados 11, visto que os restantes não tinham empresas que se enquadravam.

3.3.4 Hipóteses formuladas

Como o objetivo principal desta investigação é perceber qual a relação existente entre a RS e a performance financeira, operacional e de mercado das empresas, foram estipuladas as seguintes hipóteses:

H_1: A RS tem um efeito positivo na performance operacional da empresa, quando esta é medida pela rentabilidade do ativo total (ROA).

H_2: A RS tem um efeito positivo na performance de mercado da empresa, quando esta é medida pelo Tobin´s Q.

H_3: A RS tem um efeito positivo na performance financeira da empresa, quando esta é medida pela rentabilidade do capital próprio (ROE).

De destacar que existe um elevado número de estudos que encontram uma relação negativa entre a performance empresarial e a divulgação ambiental e social. Perante esta afirmação, através das dimensões do índice ESG, pretende-se também validar as seguintes hipóteses:

H_4: A divulgação social afeta negativamente a performance operacional das empresas, quando esta é medida pelo ROA.

H_5: À medida que a empresa aumenta a sua pontuação em termos da dimensão social do índice ESG, menor será a sua performance de mercado medida pelo Tobin´s Q.

H_6: Existe uma relação negativa entre as divulgações sociais e o ROE.

H_7: A divulgação ambiental afeta negativamente a performance operacional das empresas, quando esta é medida pelo ROA.

H_8: À medida que a empresa aumenta a sua pontuação em termos da dimensão ambiental do índice ESG, menor será o Tobin´s Q (performance de mercado).

H_9: Existe uma relação negativa entre as divulgações ambientais e o ROE.

[7]Site: https://pt.investing.com

Por fim, também foi constado que as práticas de RS que levam em consideração os interesses dos colaboradores aumentam a performance financeira das empresas. Mediante esta afirmação, foi formulada a seguinte hipótese:

H_{10}: A relação entre a RS e a performance financeira é positiva quando mediada pelas práticas associadas aos colaboradores.

3.3.5 Modelos de Regressão

A metodologia adotada nesta investigação está associada à estimação de modelos para dados em painel. Este é o modelo mais adequado para esta dissertação uma vez que relaciona a dimensão temporal e espacial, algo que é necessário para esta investigação, dado que utiliza dados de diferentes países em um período temporal de 2017 a 2021. De acordo com Battisti & Smolski (2019), a interação das variáveis individuais (empresas) com uma serie temporal implica uma análise complexa, pelo que o modelo de dados em painel é o mais adequado. Este modelo oferece três tipos de regressão:

- A regressão OLS *Pooled*, que assume que os coeficientes angulares são constantes ao longo do tempo e no espaço.
- A regressão de modelos de efeitos fixos, que considera a variação dos coeficientes de indivíduo para indivíduo ou no tempo, ocorrendo correlação entre as variáveis explicativas e a variável não observada. Esta é a perspetiva mais adequada na maioria dos contextos económicos;
- A regressão de modelos de efeitos aleatórios assume um valor médio comum entre os indivíduos e os coeficientes, assumindo por isso que as variáveis explicativas não são correlacionadas com a variável não observada. Em muitos contextos económicos esta regressão afigura-se frequentemente irrealista.

Para escolher o tipo de regressão que se adequa a cada um dos modelos estimados, foram realizados: o teste F, com o objetivo de identificar o melhor modelo entre o *OLS pooled* e o de efeitos fixos, o teste de *Breush-Pagan*, com vista a perceber se se optava pelo *OLS pooled* ou de efeitos aleatórios, e por fim, o teste de *Haussman*, para perceber qual a melhor opção entre o modelo de efeitos fixos ou o modelo de efeitos aleatórios (Battisti & Smolski, 2019).

Com vista a avaliar a influência da responsabilidade social na performance da empresa foram estimados 10 modelos. Para facilitar a interpretação desta investigação e para melhor compreensão na análise de resultados, irá ser atribuído um número a cada um dos modelos estimados. Importa salientar que, com exceção dos modelos VII, VIII, IX e X, cada um dos restantes modelos é composto por três equações de regressão, onde o principal objetivo é avaliar a relação da RS com a performance operacional, de mercado e financeira. Assim sendo, cada uma das equações de regressão é constituída por uma variável dependente diferente, associada à performance empresarial – ROA (performance operacional), *Tobin´s Q* (performance de mercado) e ROE (performance financeira). Os modelos VII, VIII, IX e X são formados cada um por apenas duas equações de regressão, uma com a variável dependente ROA e a outra com o ROE. O *Tobin´s Q* não foi considerado nestes modelos por apresentar resultados irrelevantes.

Importa ainda referir que as variáveis adicionais de controlo são as seguintes:

- Tamanho da empresa - medido pelo logaritmo do total de ativos da empresa (LogTamanho);
- Setor de atividade - criação de onze variáveis *dummy* correspondentes a cada setor, onde aquele cuja empresa se enquadra assume o valor 1, e o valor 0 caso contrário. Os setores a considerar são: Bens de consumo (Bens_Cons), Consumidor discricionário (Cons_Disc), Energia (Energ), Finanças (Finan), Imobiliário (Imob), Indústria (Indus), Materiais (Mat), Saúde (Saude), Tecnologias de Informação (Tecnol), Comunicação (Comuni) e Utilidades (Utilid).
- Idade – corresponde à diferença entre o ano de análise e o ano de fundação de cada empresa da amostra.

Os dois primeiros modelos apresentados têm como objetivo avaliar a influência das pontuações gerais do índice ESG e do *GC Score* na performance operacional, de mercado e financeira das empresas da Europa Ocidental. Nestas equações assume-se uma regressão direta entre as pontuações ESG/*GC Score* e o desempenho empresarial.

I. $$Performance_Empresarial_RD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(ESG_{i,t}\right) + \beta_2 \left(LogTamanho_{i,t}\right) + \beta_3 \left(Idade_{i,t}\right) + \sum \beta_4 \left(Setor_{i,t}\right) + \mu_{i,t}$$

II. $$Performance_Empresarial_RD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(GC_Score_{i,t}\right) + \beta_2 \left(LogTamanho_{i,t}\right) + \beta_3 \left(Idade_{i,t}\right) + \sum \beta_4 \left(Setor_{i,t}\right) + \mu_{i,t}$$

O modelo III pretende apurar qual o impacto das pontuações ESG altas e baixas na performance das empresas. Para isso, foram criadas variáveis *dummy* por meio das pontuações ESG. Mais concretamente, no modelo constam duas variáveis *dummy* que classificam a pontuação ESG que cada empresa obtém em melhor (pontuação superior ao 3º quartil) e pior (pontuação inferior ao 1º quartil). Assim assume-se que as pontuações entre o 1º e o 3º quartil serão a variável d*ummy* omitida neste modelo. Ao nível da interpretação destas variáveis, é possível salientar que quando a empresa assume valores superiores ao 3º quartil nas pontuações ESG gerais, a variável *Melhor_ESG* assume valor 1, e zero caso contrário. Por outro lado, a variável *Pior_ESG* assume valor 1 quando a empresa obtém valores inferiores ao 1º quartil das pontuações ESG, e 0 caso contrário.

III. $$Performance_Empresarial_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(Melhor_ESG_{i,t}\right) + \beta_2 \left(Pior_ESG_{i,t}\right) + \beta_3 \left(LogTamanho_{i,t}\right) + \beta_4 \left(Idade_{i,t}\right) + \sum \beta_5 \left(Setor_{i,t}\right) + \mu_{i,t}$$

O modelo IV, segue a mesmo raciocínio do modelo anterior, mas neste caso para as pontuações *GC Score*, substituindo-se as variáveis *dummy Melhor_ESG* e *Pior_ESG* pelas variáveis *Melhor_GC* e *Pior_GC*.

IV. $$Performance_Empresarial_{i,t} = \beta_0 + \beta_{1_t}\left(Melhor_GC_{i,t}\right) + \beta_2 \left(Pior_GC_{i,t}\right) + \beta_3 \left(LogTamanho_{i,t}\right) + \beta_4 \left(Idade_{i,t}\right) + \sum \beta_5 \left(Setor_{i,t}\right) + \mu_{i,t}$$

Com vista a avaliar o impacto que cada dimensão ESG (ambiental, social e governo) apresenta na performance das empresas, foi estimado o modelo V, onde as dimensões ambiental (Amb), social (Social) e governo (Gov) assumem variáveis *dummy*. Assim, adotou-se a mesma lógica dos dois modelos anteriores, mas desta vez para cada uma destas dimensões. A principal vantagem destes modelos está associada ao facto de

identificar a relação que as diferentes atividades de RS estabelecem com a performance das empresas.

V. $$Performance_Empresarial_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(Melhor_Amb_{i,t}\right) + \beta_2 \left(Pior_Amb_{i,t}\right) + \beta_3 \left(Melhor_Social_{i,t}\right) + \beta_4 \left(Pior_Social_{i,t}\right) + \beta_5 \left(Melhor_Gov_{i,t}\right) + \beta_6 \left(Pior_Gov_{i,t}\right) + \beta_7 \left(LogTamanho_{i,t}\right) + \beta_8 \left(Idade_{i,t}\right) + \sum \beta_9 \left(Setor_{i,t}\right) + \mu_{i,t}$$

O modelo VI avalia a relação que cada uma das dimensões do *GC Score* – anticorrupção (AC), direitos humanos (HR) ambiente (ENV) e direito do trabalho (LR) – apresenta com a performance operacional, de mercado e financeira. O raciocínio deste modelo é idêntico ao do modelo I e II, onde é estabelecida uma relação direta entre as dimensões do *GC Score* e a performance empresarial.

VI. $$Performance_Empresarial_{i,t} = \beta_0 + \beta_{1_t}\left(AC_{i,t}\right) + \beta_2 \left(HR_{i,t}\right) + \beta_3 \left(ENV_{i,t}\right) + \beta_4 \left(LR_{i,t}\right) + \beta_5 \left(LogTamanho_{i,t}\right) + \beta_6 \left(Idade_{i,t}\right) + \sum \beta_7 \left(Setor_{i,t}\right) + \mu_{i,t}$$

Por fim, pretende-se também avaliar de que forma as variáveis de controlo adicionais – tamanho e idade – influenciam a relação que o ESG e o *GC Score* estabelecem com performance das empresas. Neste sentido, foram estimados 4 modelos, onde existe uma interação entre as variáveis indicadas anteriormente e os índices de RS (ESG e *GC Score*).

VII. $$Performance_Empresarial_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(ESG_{i,t}\right) + \beta_2 \left(Idade_{i,t}\right) + \beta_3 \left(ESG * Idade_{i,t}\right) + \beta_4 \left(LogTamanho_{i,t}\right) + \sum \beta_5 \left(Setor_{i,t}\right) + \mu_{i,t}$$

VIII. $$Performance_Empresarial_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(GC_{i,t}\right) + \beta_2 \left(Idade_{i,t}\right) + \beta_3 \left(GC * Idade_{i,t}\right) + \beta_4 \left(LogTamanho_{i,t}\right) + \sum \beta_5 \left(Setor_{i,t}\right) + \mu_{i,t}$$

IX. $$Performance_Empresarial_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(ESG_{i,t}\right) + \beta_2 \left(ESG * LogTamanho_{i,t}\right) + \beta_3 \left(LogTamanho_{i,t}\right) + \beta_4 \left(Idade_{i,t}\right) + \sum \beta_5 \left(Setor_{i,t}\right) + \mu_{i,t}$$

X. $$Performance_Empresarial_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(GC_{i,t}\right) + \beta_2 \left(GC * LogTamanho_{i,t}\right) + \beta_3 \left(LogTamanho_{i,t}\right) + \beta_4 \left(Idade_{i,t}\right) + \sum \beta_5 \left(Setor_{i,t}\right) + \mu_{i,t}$$

CAPÍTULO IV – ESTUDO EMPÍRICO E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Ao longo deste capítulo serão apresentadas as estatísticas descritivas associadas à amostra, bem como os resultados obtidos pelos modelos estimados nos Testes F, *Breush-Pagan* e *Haussman*. Por fim serão apresentados os resultados destes modelos, fazendo algumas comparações com estudos já desenvolvidos.

4.1 Estatísticas descritivas

Tendo em conta a amostra constituída por 216 empresas europeias cotadas em bolsa, num período temporal de 2017 até 2021, perfazendo um total 5 anos, foram recolhidas 1080 observações.

As empresas da amostra são distribuídas por 14 países da Europa Ocidental, apresentados na Tabela 4. Inicialmente era objetivo que cada país tivesse a mesma proporção de empresas na amostra, no entanto isso não foi possível devido à disponibilidade de dados e também aos ajustes necessários. Mesmo assim, é possível constatar que praticamente todos os países têm uma representatividade idêntica na amostra. O país com menor representatividade é a Irlanda, com uma proporção de 3,70% da amostra, enquanto o país com maior proporção é a Alemanha, com cerca de 10,65%.

Tabela 4: Representatividade do país na amostra

País	Frequência	Frequência (em %)
Bélgica (BEL)	14	6,48%
Dinamarca (DIN)	16	7,41%
Espanha (ES)	20	9,26%
Finlândia (FIL)	15	6,94%
França (FRA)	19	8,80%
Alemanha (GER)	23	10,65%
Países Baixos (HOL)	12	5,56%
Irlanda (IRL)	8	3,70%
Itália (ITA)	17	7,87%
Noruega (NOR)	9	4,17%
Portugal (PT)	15	6,94%
Suécia (SUE)	14	6,48%
Suíça (SUI)	19	8,80%
Reino Unido (UK)	15	6,94%
Total	**216**	**100,00%**

Fonte: Elaboração própria.

Ao nível dos setores, de destacar que as empresas da amostra se encontram distribuídas em 11 dos 18 setores considerados. Na Tabela 5 podemos verificar uma

presença relevante de três setores, nomeadamente o das "finanças", o da "indústria" e o dos "materiais", que representam no seu conjunto 50,46% da amostra. Por outro lado, o setor com menor relevância é o setor do "imobiliário" com um peso de 1,39%.

Tabela 5: Setores da amostra

Setor	Número de observações	Percentagem
Bens de consumo	15	6,94%
Comunicações	12	5,56%
Consumidor discricionário	19	8,80%
Energia	15	6,94%
Finanças	53	24,54%
Imobiliário	3	1,39%
Indústria	33	15,28%
Materiais	23	10,65%
Saúde	17	7,87%
Tecnologia	13	6,02%
Utilidades	13	6,02%
Total	**216**	**100%**

Fonte: Elaboração própria.

Na análise às pontuações ESG é possível constatar que a pontuação média está pouco acima do ponto neutro (56,62%), a pontuação mais baixa foi cerca de 30% e a pontuação mais elevada ficou aproximadamente 43 pontos percentuais acima (73%).

Relativamente às dimensões ESG, a dimensão Ambiente é a que apresenta o maior valor, visto que em média as empresas europeias apresentam um valor próximo dos 65%. Pelo contrário, a dimensão do Governo é a que apresenta o menor valor médio (48,93%), comparativamente às outras dimensões. Já na dimensão do Social, as empresas apresentam uma pontuação média de 61,35%. Nas três dimensões, comparando o máximo com o mínimo, é possível concluir que o valor mais elevado da amostra é na dimensão do Ambiente (83,90%), enquanto, ao nível dos valores mínimos verifica-se que a dimensão Governo apresenta a pontuação mais baixa das três dimensões (18,21%).

Tabela 6: ESG e suas dimensões

ESG e dimensões	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	1º Quartil	3º Quartil	Desvio padrão
ESG	56,62	57,20	72,88	30,34	51,23	62,56	7,47
Ambiente	64,87	66,38	83,90	33,67	59,73	71,36	9,33
Social	61,35	62,11	80,68	34,83	57,27	66,55	7,34
Governo	48,93	49,98	81,03	18,21	38,44	58,57	12,50

Fonte: Elaboração própria.

Ao nível *GC Score*, em média, as empresas da amostra apresentam uma pontuação geral razoavelmente boa, cerca de 60,86%. Comparativamente ao índice ESG, a distância entre o valor da pontuação máxima e mínima é mais próxima, isto porque a pontuação mais elevada no índice *GC Score* atingiu os 73,94%, enquanto a pontuação mais baixa atingiu os 37,89%.

Já no que se refere às categorias deste índice, verificamos que a categoria do Ambiente, dos Direitos Humanos e do Direito do trabalho apresentam valores médios bastante próximos, ou seja, pontuações entre os 61% e os 65%. Já a categoria da anticorrupção é aquela que apresenta uma menor pontuação média (56,61%). Tal como nas pontuações ESG, as categorias do *GC Score* não apresentam valores máximos extremamente elevados, estando essas pontuações entre 68% e 84%. O valor mínimo, por sua vez, também não apresenta valores muito baixos nas categorias (valores entre 33% e 36%). Importa destacar que, por exemplo, na categoria Ambiente, o valor mais baixo obtido pelas empresas da amostra foi 33,76%, ou seja, muito próximo do ponto neutro (50%).

Tabela 7: GC e suas dimensões

GC e dimensões	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	1º Quartil	3º Quartil	Desvio padrão
GC Score	60,86	62,06	73,94	37,89	57,38	65,35	6,40
AC	56,61	57,89	68,61	35,56	51,50	61,14	6,14
ENV	64,33	66,01	83,44	33,76	59,55	70,72	9,07
Direitos Humanos	61,69	62,31	80,18	35,78	58,09	66,96	7,49
Direito do trabalho	61,54	62,66	77,63	33,98	57,77	66,77	7,19

Fonte: Elaboração própria.

Relativamente às variáveis da performance financeira, operacional e de mercado é possível constatar que em todos os rácios encontramos máximos e mínimos bastante acentuados. Importa ainda salientar que, em média, as empresas da amostra apresentam um valor de 10,79% no rácio ROE e de 3,97% no ROA. Já o *Tobin Q* apresenta um valor médio de 106,96% (em proporção corresponde a 1,0696), o que significa que, em média, o valor de mercado das empresas é ligeiramente superior ao custo de substituição dos seus ativos.

Por fim, no que diz respeito aos ativos totais, estes representam uma média de 155 981,82 milhões de euros. Apesar de este ser um valor alto, na Tabela 8 verificam-se diferenças significativas entre o máximo e o mínimo de ativos totais (AT) das empresas da

amostra. Importa ainda referir que, no âmbito da idade encontram-se tanto empresas bastante jovens como empresas com uma experiência acentuada. No entanto, a média de idades das empresas está próxima dos 72 anos.

Tabela 8: Dados das variáveis económicas e idade

Variáveis	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
ROE (em %)	10,79	9,82	206,52	-436,52	25,56
ROA (em %)	3,97	2,70	94,20	-417,73	15,10
TQ (em %)	106,96	59,31	1 513,06	1,47	151,92
AT (em M€)	155 981,82	25 532,35	2 984 164,00	123,78	373 957,58
Idade (em anos)	72,02	49,00	256,00	1,00	58,50

Fonte: Elaboração própria.

4.2 Apresentação de resultados

Neste capítulo serão analisados os resultados obtidos nos modelos empíricos estimados, comparando com os resultados de outros estudos. Os modelos em causa foram todos estimados no software "R". Importa ainda destacar que, nesta investigação, devido ao facto de se utilizar modelos de regressão com dados em painel, todos os modelos do estudo foram estimados sob a forma de *OLS pooled*, de efeitos aleatórios e de efeitos fixos, com vista a perceber qual se adequava. Depois dessa estimação, os modelos foram sujeitos a três testes: teste F, *Breush-Pagan* e *Haussman.* Cada um destes testes permite identificar de entre o modelo de efeitos fixos, aleatórios ou *OLS pooled,* aquele que melhor se adapta ao caso em estudo. Mais precisamente, o teste F permite perceber qual o melhor modelo entre o de efeitos fixos ou o *OLS pooled,* já o teste *Breush-Pagan*, oferece evidências com vista a escolher entre o *OLS pooled* ou o modelo de efeitos aleatórios, e por fim, o teste de *Haussman,* permite identificar se seria mais correto utilizar o modelo de efeitos fixos ou o modelo de efeitos aleatórios. Destacar que em todos os modelos, as variáveis de controlo adicionais foram as mesmas, isto é, o tamanho (logaritmo dos ativos), o setor e a idade. O país também iria ser utilizado como variável de controlo, no entanto com inserção desta variável nos modelos, verificou-se que não assumia significância, pelo que não foi assim considerada nos modelos estimados.

Por fim, importa destacar que em certos modelos existirá uma distinção entre as melhores e as piores pontuações gerais ESG e *GC Score*, bem como das dimensões do índice ESG. Esta distinção será feita com recurso a um gráfico de frequência relativa ajustada. Primeiramente, é apresentada uma escala de pontuação que vai de 0% a 100%,

com classes de amplitude de 5%. Posteriormente, são consideradas as piores pontuações aquelas que estão abaixo do 1º quartil e as pontuações melhores serão aquelas que são superiores ao 3º quartil (destacar que a pontuação é arredondada à classe mais próxima e sujeita a alterações com vista a melhorar os resultados dos modelos).

4.2.1 Teste F, *Breush-Pagan* e *Haussman*

Tabela 9: Resultados do Teste F, Breush-Pagan e Haussman

	Variável dependente	Valor-p		
		Teste F	*Breush-Pagan*	*Haussman*
Modelo I (ESG – Relação direta)	ROA	1,227e-13	1,909e-09	1,201e-09
	Tobin´s Q	< 2,2e-16	< 2,2e-16	4,614e-12
	ROE	< 2,2e-16	< 2,2e-16	0,0006502
Modelo II (*GC Score* – Relação direta)	ROA	1,248e-14	6,599e-10	7,13e-11
	Tobin´s Q	< 2,2e-16	< 2,2e-16	8,934e-09
	ROE	< 2,2e-16	< 2,2e-16	1,418e-07
Modelo III (Melhores e piores ESG)	ROA	1,175e-12	1,025e-09	3,548e-07
	Tobin´s Q	< 2,2e-16	< 2,2e-16	< 2,2e-16
	ROE	< 2,2e-16	< 2,2e-16	0,001576
Modelo IV (Melhores e piores *GC Score*)	ROA	1,382e-13	3,294e-10	< 2,2e-16
	Tobin´s Q	< 2,2e-16	< 2,2e-16	1,504e-09
	ROE	< 2,2e-16	< 2,2e-16	5,01e-08
Modelo V (Dimensões ESG)	ROA	3,547e-15	6.136e-10	3,086e-10
	Tobin´s Q	< 2,2e-16	< 2,2e-16	1,591e-08
	ROE	< 2,2e-16	< 2,2e-16	2,42e-07
Modelo VI (Dimensões *GC Score*)	ROA	1,483e-13	2,473e-08	1,815e-10
	Tobin´s Q	< 2,2e-16	< 2,2e-16	2,67e-05
	ROE	< 2,2e-16	< 2,2e-16	3,239e-07
Modelo VII (ESG: Idade)	ROA	6,785e-15	4,373e-10	1,658e-10
	ROE	< 2,2e-16	< 2,2e-16	0,0001224
Modelo VIII (*GC Score*: Idade)	ROA	< 2,2e-16	1e-10	< 2,2e-16
	ROE	< 2,2e-16	< 2,2e-16	3,999e-08
Modelo IX (ESG: Tamanho)	ROA	< 2,2e-16	1,06e-10	< 2,2e-16
	ROE	< 2,2e-16	< 2,2e-16	2,629e-13
Modelo X (*GC Score*: Tamanho)	ROA	< 2,2e-16	2,132e-07	< 2,2e-16
	ROE	< 2,2e-16	< 2,2e-16	< 2,2e-16

Fonte: Elaboração própria.

Como é possível constatar, pelo teste F, em todos os modelos, o valor-*p* é inferior a 5% pelo que não se pode ignorar as especificidades individuais das empresas, devendo-

se assim optar pelo modelo de efeitos fixos, em vez do modelo *OLS pooled*. Pelo teste *Breush-Pagan*, em todos os modelos a hipótese nula é rejeitada ao nível de 5% (valor-*p* é inferior a 5%), indicando que se deve optar pelo modelo de efeitos aleatórios em vez do modelo *OLS pooled*. Por fim, pelo teste *Haussman*, a hipótese nula é também rejeitada ao nível de 5% (valor-*p* é inferior a 5%), havendo indícios de correlação entre os efeitos individuais e as variáveis explicativas, pelo que se deve optar pelo modelo de efeitos fixos, comparativamente ao modelo de efeitos aleatórios.

Assim sendo, com base nos resultados destes testes, é possível concluir que o modelo que melhor se enquadra nesta dissertação é o de efeitos fixos. No entanto, é importante salientar que este modelo não considera a possibilidade de inclusão de variáveis que não se alteram ao longo do tempo. Assim sendo, para utilizar o modelo de efeitos fixos, foi necessário recorrer ao estimador de *Hausman-Taylor*, uma vez que assim as variáveis invariantes no tempo (tal como o setor) já são consideradas.

4.2.2 Discussão dos resultados dos modelos

O modelo I contêm três regressões econométricas que visam analisar a existência de uma relação direta entre as variáveis dependentes (ROA, *Tobin´s Q* e ROE) e o índice ESG. Os resultados são apresentados na Tabela 10.

Relativamente ao modelo I, verifica-se que quando a variável dependente é o ROA, a variável ESG (que representa as pontuações ESG obtidas pelas empresas), o *Log(Tamanho)* e a Idade são estaticamente significativas pelo menos ao nível de 0,1%. Isto significa que, estas variáveis influenciam a performance operacional das empresas europeias. No entanto, ao nível dos setores, é possível constatar que os setores da energia, financeiro e das utilidades são relevantes nesta regressão, sendo o setor financeiro e o da energia estatisticamente significativos pelo menos nível de 10%, e o setor das utilidades pelo menos ao nível de 5%.

Através dos resultados, é possível verificar que as variáveis de controlo adicionais apresentam relações diversas com o ROA. Isto é, enquanto a idade e o setores da energia, financeiro e das utilidades expõem uma relação positiva com a performance operacional, o *Log(Tamanho)*, por sua vez, apresenta uma relação contrária com este rácio económico-financeiro. No que se refere à variável ESG, esta apresenta um impacto estimado negativo na performance operacional das empresas europeias. Mais precisamente, quando a variável ESG varia um ponto percentual, o desempenho operacional das empresas

diminuí cerca de 0,53 p.p., *ceteris paribus*. Com esta conclusão, existem, portanto, evidências para rejeitar a hipótese 1 que assumia uma relação positiva entre a RS e o ROA.

Tabela 10: Resultados do Modelo I

	Modelo I					
Variável dependente	**ROA**		***Tobin´s Q***		**ROE**	
(Intercept)	56,2975 (35,3371)		-103,4017 (123,7120)		93,0034 (47,3294)	*
ESG	-0,5299 (0,1350)	***	1,1806 (0,4324)	**	-0,2873 (0,2030)	
Log(Tamanho)	-13,4628 (2,6385)	***	-32,5093 (8,4492)	***	-11,7498 (3,9672)	**
Idade	1,1830 (0,3497)	***	4,8626 (1,1197)	***	0,5528 (0,5258)	
Comunicações	44,8211 (30,5089)		192,5739 (123,1635)		16,8540 (28,1524)	
Consumidor discricionário	17,2841 (23,8628)		102,6174 (101,5504)		3,6217 (15,6232)	
Energia	54,5738 (29,1450)	.	186,0681 (117,0898)		23,7354 (27,4659)	
Financeiro	37,6405 (21,2958)	.	54,3678 (88,6440)		26,7183 (16,6518)	
Imobiliária	80,2708 (49,7251)		313,8690 (200,8820)		30,2296 (45,7377)	
Indústria	17,9122 (21,7734)		96,2197 (92,1816)		5,5788 (14,9592)	
Materiais	17,1674 (22,9546)		96,5854 (97,6384)		5,3366 (15,0999)	
Saúde	17,9273 (24,1098)		268,5160 (103,2770)	**	17,1204 (14,7214)	
Tecnologia	47,7049 (31,0373)		313,6768 (123,5408)	*	5,1306 (30,3666)	
Utilidades	64,7885 (31,2897)	*	202,8814 (124,1920)		34,7373 (30,9466)	

Nota: Os valores entre parênteses correspondem à estimativa do erro padrão de cada coeficiente no modelo.

Códigos de significância: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: Elaboração própria.

Contrariamente, na revisão de literatura, Kamatra & Kartikaningdyah (2015) e Cheng *et al.* (2015) identificaram uma relação positiva entre a RS e o desempenho operacional e financeiro. Rossi *et al.* (2021), que também incidiram o seu estudo sobre as empresas europeias utilizando o índice ESG para medir a RS, encontraram uma relação positiva entre o ESG e o rácio ROA, contrastando assim a relação identificada neste estudo. Contudo, estes autores utilizaram empresas das principais economias europeias (França, Espanha, Alemanha e Itália) com resultados bastante avultados e excluíram as empresas do setor financeiro. Pelo contrário, a amostra desta investigação incluiu

empresas cotadas de países de menor dimensão, como Portugal ou Irlanda, bem como empresas pertencentes a outras economias de grande dimensão, como o Reino Unido. Estas diferenças poderão ser a causa do contraste entre estes dois estudos. Em suma, uma das possíveis justificações para este contraste de resultados, poderá estar associada ao facto de as empresas da amostra adotarem comportamentos socialmente responsáveis com vista a ter um impacto positivo nos *stakeholders*, não dando por isso, tanta importância à relação que a RS estabelece com a performance empresarial, algo já defendido por Wuttichindanon (2017).

No entanto, importa salientar que os resultados da primeira equação de regressão do modelo I suportam diversos estudos que também resultaram na confirmação da existência de uma associação negativa e significativa entre desempenho operacional e práticas de RS (Buallay, 2019; Hirigoyen & Poulain-Rehm, 2015; Oh & Park, 2015, referenciados por Guzman *et al.*, 2016). Um facto interessante do estudo de Buallay (2019), é que este autor também utilizou uma amostra de empresas provenientes de diversas economias europeias (considerando países de menor dimensão) e identificou igualmente uma relação inversa entre a RS e o ROA. Esta relação inversa poderá ser justificada por diversos motivos. Enquanto Buallay (2019) justifica a utilização da RS para beneficio próprio dos gestores, como um dos motivos, já Oh & Park (2015, referenciados por Guzman *et al.*, 2016), salientam que os custos da RS são muito elevados. Apesar desta relação negativa, muito possivelmente as empresas da Europa Ocidental continuarão com uma política de RS, devido à elevada pressão que estas sentem por parte da sociedade (Dobrea & Găman, 2011).

No que se refere à segunda equação de regressão do primeiro modelo, destacar que a variável independente ESG é estatisticamente significativa pelo menos ao nível de 1% e as variáveis de controlo adicionais idade e *Log(Tamanho)* são estatisticamente significativas pelo menos ao nível de 0,1%. Por outro lado, o setor da saúde e o da tecnologia são relevantes para avaliar a performance de mercado dado que ambos os setores são estatisticamente significativos pelo menos ao nível de 1% e 5%, respetivamente.

Importa salientar que as variáveis adicionais de controlo apresentam uma relação positiva com o *Tobin´s Q*, com exceção da variável do *Log(Tamanho)* que apresenta uma relação negativa. No que diz respeito à variável ESG, é possível constatar um impacto estimado positivo entre esta variável e a performance de mercado. Ou seja, quando o ESG

aumenta 1 p.p., a performance de mercado aumenta 1,18 p.p., *ceteris paribus*. Mediante esta observação, é possível aceitar a hipótese 2 levantada anteriormente.

Ao rejeitar a hipótese 1 e aceitar a hipótese 2, existe indícios que as pontuações ESG prejudicam o desempenho das empresas no curto prazo (desempenho operacional). Contudo, no mercado, verifica-se que os acionistas estão atentos a estas pontuações, e por consequência tomam decisões favoráveis às empresas conforme estas obtêm uma melhor pontuação em termos deste índice.

Esta relação positiva com o desempenho de mercado identificada neste estudo é contrária à identificada por alguns autores na literatura. Mais concretamente, Bannier *et al.* (2019) não identificaram qualquer relação entre o desempenho de mercado e o ESG, enquanto Hirigoyen & Poulain-Rehm (2015) encontraram uma relação negativa entre a RS e o desempenho de mercado.

No entanto, a identificação de uma relação positiva entre a RS e a performance de mercado não é inédito na literatura, tendo outros autores identificado a mesma relação (Cho *et al.*, 2019; Giannarakis *et al.*, 2016; Li *et al.*, 2018; Okafor *et al.*, 2021; Tarmuji *et al.*, 2016; Yoo & Managi, 2022). A justificação dada pela maioria dos autores para a existência desta relação positiva com o mercado prende-se essencialmente com a imagem responsável que as empresas passam para os *stakeholders*, principalmente para os investidores, cujos investimentos são influenciados pelas pontuações ESG. Dado que a RS está cada vez mais presente na vida dos investidores, uma empresa socialmente responsável detém um melhor desempenho por meio da reputação e confiança dos investidores, o que por consequência aumenta o seu valor de mercado, e naturalmente o rácio *Tobin´s Q* (Tarmuji *et al.*, 2016). Numa outra perspetiva, esta relação positiva entre este rácio e as pontuações ESG pode ser justificada também pela visão apresentada por Yoo & Managi (2022). Isto é, as empresas desta amostra que apresentam um valor elevado neste rácio possuem um maior valor de mercado e uma maior capacidade financeira, pelo que adotam assim um maior número de ações socialmente responsáveis, aumentando desta forma as suas pontuações ESG.

Contrariamente às anteriores, a última equação de regressão do modelo I, não apresenta grande relevância na explicação da relação entre a responsabilidade social e a performance financeira, uma vez que o ROE não é significativo ao nível de confiança razoável. Assim sendo, não é possível aceitar ou rejeitar a hipótese 3. Inclusive, a única

variável desta equação que é estatisticamente significativa ao nível de 1% é o *Log(Tamanho)*, que apresenta uma relação negativa com o ROE. Esta descoberta vai ao encontro de conclusões de vários outros estudos que também não encontraram uma relação entre a RS e o ROE (Crisóstomo *et al.*, 2011; Hirigoyen & Poulain-Rehm, 2015; Kamatra & Kartikaningdyah, 2015; Madorran & Garcia, 2016; Nollet *et al.*, 2016). A inexistência desta relação entre a RS e o ROE nas empresas da Europa Ocidental poderá estar associada ao facto destas empresas utilizarem a RS como uma estratégia de criar valor adicional para o produto, sem a intenção de que isso influencie a performance financeira, uma visão defendida no estudo de Nollet *et al.* (2016).

O modelo II (cujos resultados são apresentados na Tabela 11) foi desenvolvido com três equações de regressão com vista a avaliar a relação entre o *GC Score* e a performance financeira, de mercado e operacional. Destacar que este índice de responsabilidade social é obtido não só de uma forma distinta do ESG, bem como é composto por outras dimensões (anticorrupção, meio ambiente, direito humano e direito do trabalho). Em suma, destacar que este índice está associado a uma base normativa, ou seja, o Pacto Global da ONU.

No que se refere aos resultados do modelo II, verifica-se que na primeira equação de regressão, o *GC Score* e *Log(Tamanho)* são estatisticamente significativos ao nível de 0,1%. Já a variável de controlo idade é estatisticamente significativa pelo menos ao nível de 1%, enquanto os setores da energia e financeiro nível são a 10%. Destacar que o setor das utilidades é estatisticamente significativo pelo menos ao nível de 5%. Relativamente à relação que estas variáveis estabelecem com o desempenho operacional, é possível verificar que as de controlo apresentam um impacto estimado positivo no ROA, com exceção do *Log(Tamanho)* que se relaciona de forma negativa. Apesar das pontuações *GC Score* avaliarem outros aspetos da responsabilidade social que o índice ESG não avalia (tais como os direitos humanos, o direito do trabalho e a anticorrupção), é possível, ainda assim, constatar que este provoca uma diminuição da eficiência dos ativos, ou seja, um decremento na performance operacional. Isto é, um aumento de 1 p.p. neste índice, implica uma diminuição de 0,71 p.p. no ROA, *ceteris paribus*. Mediante este cenário, esta observação reforça ainda mais a rejeição da hipótese 1.

Tabela 11: Resultados do Modelo II

	Modelo II					
Variável dependente	**ROA**		***Tobin´s Q***		**ROE**	
(Intercept)	56,8859 (34,3362)	.	-5,8142 (122,7539)		120,3114 (46,1045)	**
GC Score	-0,7196 (0,1532)	***	-0,0176 (0,4945)		-0,8324 (0,2297)	***
Log(Tamanho)	-11,6192 (2,6045)	***	-35,6977 (8,4088)	***	-10,4995 (3,9058)	**
Idade	1,1238 (0,3484)	**	4,8936 (1,1249)	***	0,4933 (0,5225)	
Comunicações	43,3004 (29,3922)		191,2110 (123,5256)		14,7331 (27,5662)	
Consumidor discricionário	15,8444 (22,7509)		100,1998 (101,8279)		1,3061 (14,9408)	
Energia	51,0736 (28,1060)	.	187,7025 (117,4431)		20,1558 (26,9262)	
Financeiro	34,2836 (20,3934)	.	57,5069 (88,8881)		23,7142 (16,1479)	
Imobiliária	78,4026 (47,8989)		306,4406 (201,4727)		26,0538 (44,7793)	
Indústria	16,9344 (20,7772)		97,2770 (92,4257)		4,7428 (14,3564)	
Materiais	17,7729 (21,8841)		99,0612 (97,8979)		6,7087 (14,4361)	
Saúde	19,1379 (22,9480)		266,2908 (103,5421)	*	17,9055 (13,9519)	
Tecnologia	47,0158 (29,9769)		311,7208 (123,9079)	*	3,8044 (29,8080)	
Utilidades	62,1481 (30,2316)	*	207,1666 (124,5512)	.	32,8701 (30,3809)	

Nota: Os valores entre parênteses correspondem à estimativa do erro padrão de cada coeficiente no modelo.

Códigos de significância: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: Elaboração própria.

Diferente do modelo I, a equação de regressão do modelo II, que avalia o impacto do *GC Score* na performance de mercado, não apresenta resultados com grande relevância, pelo que assim não é possível aceitar ou rejeitar a hipótese 2. Apenas foi verificado que as variáveis de controlo adicionais *Log(Tamanho),* idade e setores da saúde, tecnologia e utilidades se mostram com significância suficiente para influenciar o *Tobin´s Q*. Assim, é possível concluir que a performance de mercado não é influenciada pelo *GC Score*, contrariando a visão de Cetindamar & Husoy (2007) que defendem uma influência forte e positiva no desempenho no mercado por parte do Pacto Global das Nações Unidas. A falta de monitorização e auditoria nesta medida de RS podem ser fatores que justifiquem a inexistência de uma relação entre o *GC Score* e o desempenho de mercado.

Por fim, a última equação de regressão do modelo II avalia o impacto do *GC Score* na performance financeira. Ao contrário do constatado no modelo I, neste caso esta variável independente é estatisticamente significativa pelo menos ao nível de 0,1%. Já o *Log(Tamanho)* é estatisticamente significativo pelo menos ao nível de 1%. Tanto a variável *Log(Tamanho)* como o *GC Score* apresentam uma relação negativa com o ROE. Mais precisamente, a um acréscimo de 1 p.p. no *GC Score* corresponde um decréscimo de 0,83 p.p. no ROE, *ceteris paribus*. Mediante estes resultados, é possível rejeitar a hipótese 3 que assumia uma relação positiva entre a RS e a performance financeira. Esta relação identificada entre este índice e a performance de mercado, contraria a visão de Alareeni & Hamdan (2020) e de Li *et al.* (2018) que constaram uma relação positiva entre o ROE e a RS. Além disso, contraria também a visão dos autores que defendem uma relação neutra entre estas variáveis (Crisóstomo *et al.*, 2011; Madorran & Garcia, 2016).

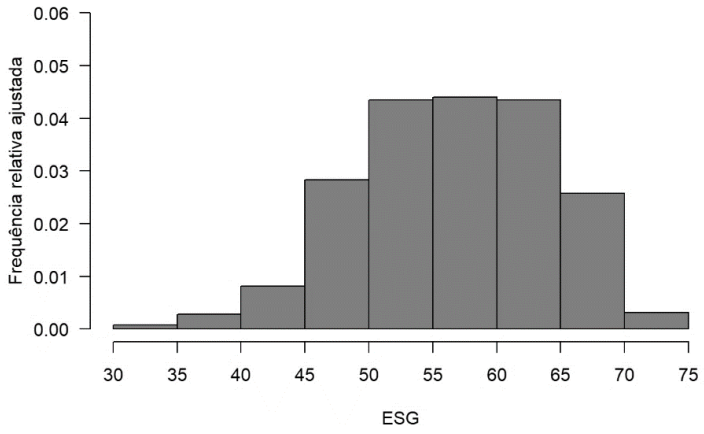
De facto, é possível concluir que o *GC Score* influencia de forma negativa tanto o desempenho operacional como o financeiro, e não apresenta qualquer influência sobre o desempenho de mercado. Esta é uma contribuição importante, dado que na literatura consultada apenas era referido que a participação das empresas no UNGC tem uma influência positiva no lucro, volume de vendas, reputação, satisfação dos funcionários e satisfação dos clientes (Erro & Sánchez, 2012; Orzes *et al.*, 2018; Orzes *et al.*, 2020). Destacar ainda que o facto da participação das empresas no UNGC implicar menores custos comparativamente a outros padrões de RS (Orzes *et al.*, 2020), este beneficio acaba por não ser suficiente para mudar a relação que o *GC Score* tem com o desempenho empresarial.

Em suma, ao relacionar os resultados das estimativas dos Modelos I e II, parece existir evidência de que as empresas implementam estratégias de RS através das dimensões do GC *Score* (as estimativas são significativas e maiores em ROA e em ROE), embora os investidores (mercado) valorizem mais as atividades de responsabilidade social (RS) desenvolvidas nas dimensões do ESG. Isto pode constituir um sinal da forma como a gestão deve convergir para as expetativas dos *stakeholders*.

O modelo III foi desenvolvido com vista a apurar qual o impacto que as pontuações elevadas e baixas do índice ESG têm na performance financeira, de mercado e operacional das empresas.

O gráfico seguinte auxilia na definição das melhores e piores pontuações.

Gráfico 1: Frequência relativa ajustada ESG



Fonte: Elaboração Própria

Com base neste gráfico, são definidas duas variáveis d*ummy* para as pontuações ESG gerais. A variável *dummy Melhor ESG*, assume valor 1 quando as empresas da amostra obtêm valores superiores a 65% nas pontuações ESG (3º quartil) e, caso contrário, valor zero. No que se refere à variável *dummy Pior ESG*, esta assume valor 1 quando a empresa obtém valores abaixo dos 50% nas pontuações ESG gerais (1º quartil) e valor zero, caso contrário.

Relativamente aos resultados do modelo III, estes são apresentados na Tabela 12.

Como é possível averiguar através dos resultados obtidos na primeira equação do modelo III, a variável *Melhor ESG* e idade são estatisticamente significativos pelo menos ao nível de 1%. Por outro lado, a variável *Log(Tamanho)* e o setor das utilidades são estatisticamente significativos pelo menos ao nível de 0,1% e 5%, respetivamente. Já os setores da energia e financeiro são estatisticamente significativas pelo menos ao nível de 10%. Isto significa que todas estas variáveis mencionadas têm influência no ROA. Destacar que a variável *dummy Pior ESG* não apresenta relevância estatística nesta equação de regressão. Ao nível da interpretação dos resultados das variáveis, verifica-se que todas as variáveis de controlo adicionais significantes se relacionam de forma positiva com o ROA, com exceção do *Log(Tamanho)* cuja relação é negativa. Quanto à variável *Melhor ESG*, é possível constatar que o desempenho operacional piora quando as empresas obtêm uma pontuação no índice ESG superior a 65%. Isto é, quando a variável *dummy Melhor ESG* assume valor 1, o ROA decresce 5,74 p.p., *ceteris paribus*. Assim sendo, é possível concluir que as empresas europeias que pretendem atingir elevados

níveis de desempenho operacional devem ter em atenção às elevadas pontuações no índice ESG, dado que existem indícios que estas podem prejudicar a performance operacional. Na relação direta entre as pontuações ESG e o ROA já se tinha verificado esta relação inversa, sendo, no entanto, esta mais acentuada nas elevadas pontuações.

Tabela 12: Resultados do modelo III

	Modelo III					
Variável dependente	**ROA**		***Tobin´s Q***		**ROE**	
(Intercept)	25,0044 (33,34985)		-66,5434 (122,8678)		76,7376 (44,7015)	.
Melhor_ESG	-5,7393 (1,89531)	**	22,6582 (6,0195)	***	-5,1803 (2,8353)	.
Pior_ESG	-0,4733 (1,71387)		-6,5320 (5,4432)		-2,9372 (2,5638)	
Log(Tamanho)	-12,3277 (2,63349)	***	-33,562 (8,3640)	***	-10,9562 (3,9395)	**
Idade	1,0803 (0,35243)	**	5,2850 (1,1193)	***	0,4778 (0,5272)	
Comunicações	41,1374 (28,8695)		210,8077 (130,8880)		14,1171 (27,5870)	
Consumidor discricionário	17,2856 (22,1145)		106,9201 (108,9587)		3,9855 (14,7081)	
Energia	50,2262 (27,61321)	.	203,595 (124,284)		20,5873 (26,9245)	
Financeiro	35,7212 (19,8974)	.	58,7898 (94,7027)		25,2937 (16,0125)	
Imobiliária	76,4221 (47,0500)		341,2388 (213,531)		27,5276 (44,8298)	
Indústria	16,7181 (20,2151)		101,1738 (98,8043)		4,9925 (14,1688)	
Materiais	15,1692 (21,2701)		103,0750 (104,7382)		4,0705 (14,2030)	
Saúde	17,6293 (22,2802)		272,5094 (110,9341)	*	16,8176 (13,6828)	
Tecnologia	43,6404 (29,5252)		334,734 (130,9392)	*	2,2064 (29,8984)	
Utilidades	58,6815 (29,7660)	*	224,7551 (131,4879)	.	30,2457 (30,4279)	
Nota: Os valores entre parênteses correspondem à estimativa do erro padrão de cada coeficiente no modelo.						
Códigos de significância: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1						
Fonte: Elaboração própria.						

Os resultados da segunda equação de regressão mostram que as variáveis *Melhor ESG*, *Log(Tamanho)* e idade são estatisticamente significativos pelo menos ao nível de 0,1%, enquanto os setores da saúde e tecnologia são estatisticamente significativos pelo menos ao nível de 5%. O setor das utilidades é apenas estatisticamente significativo ao nível de 10%. Neste caso, ao contrário dos resultados da primeira equação, a variável *Melhor ESG* apresenta uma relação positiva com o desempenho de mercado. Mais

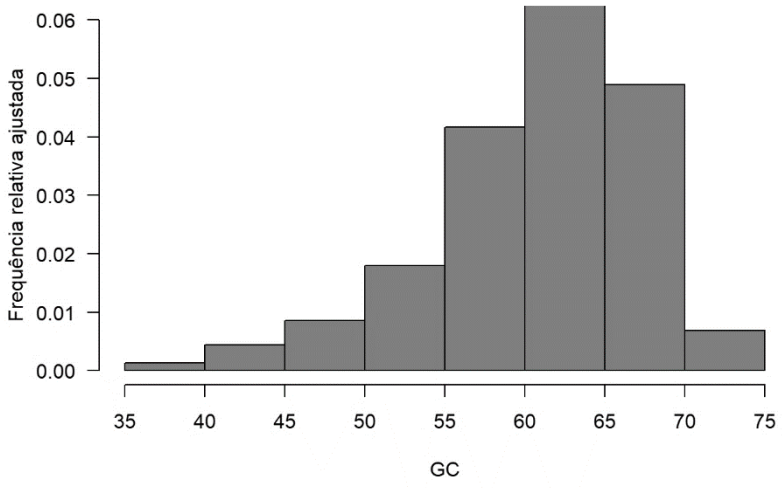
precisamente, quando as empresas obtêm uma pontuação superior a 65% no ESG, o rácio *Tobin´s Q* aumenta 22,66 p.p. Mediante esta conjuntura, as empresas da amostra que pretendam aumentar a sua performance de mercado devem orientar os seus esforços com vista a atingir melhores pontuações ESG, pois além da relação direta positiva entre estas pontuações e o desempenho de mercado, também foi verificado que as elevadas pontuações promovem um desempenho consideravelmente superior.

Finalmente, com os resultados da última equação do modelo III, verificamos que apenas a variável de controlo *Log(Tamanho)* é estatisticamente significativa ao nível de 1%. Isto significa que nem as pontuações superiores a 65% no índice ESG, nem as pontuações inferiores a 50% são capazes de influenciar o desempenho financeiro das empresas da amostra. Esta é uma conclusão natural dado que anteriormente já tinha sido observado a inexistência de uma relação direta entre o ROE e as pontuações ESG.

O modelo IV segue a mesma lógica do anterior, sendo que neste caso, em vez de se definir a escala de pontuações melhores e piores com o índice ESG, utilizou-se o *GC Score.*

Para definir as pontuações melhores e piores do índice *GC Score*, adotou-se o mesmo processo do índice ESG, cujo gráfico de frequência relativa ajustada é apresentado em seguida.

Gráfico 2: Frequência relativa ajustada GC Score



Fonte: Elaboração própria.

No caso do *GC Score,* também foram criadas duas variáveis *dummy* para distinguir as melhores e piores pontuações. O *Melhor GC Score* assume valor 1 quando as pontuações das empresas estão acima dos 65% (classe mais próxima do 3º quartil), e 0

caso contrário. Por outro lado, a variável *Pior GC Score* assume valor 1 quando as pontuações obtidas pelas empresas da amostra estão abaixo dos 55% (classe mais próxima do 1º quartil), e 0 caso contrário.

Para este índice de RS, como já foi referido, foram estimadas três equações de regressão, cada uma com uma variável de desempenho empresarial diferente – ROA, *Tobin´s Q* e ROE – cujos resultados são apresentados na Tabela 13. O objetivo será perceber como a reputação da empresa em termos de RS afeta o desempenho empresarial.

Tabela 13: Resultados do Modelo IV

	Modelo IV					
Variável dependente	**ROA**		***Tobin´s Q***		**ROE**	
(Intercept)	3,8663 (34,4270)		-2,1107 (119,0767)		66,4196 (44,7225)	
Melhor *GC Score*	0,4451 (1,5578)		-1,3233 (5,0044)		-0,4770 (2,3406)	
Pior *GC Score*	7,2915 (1,9793)	***	-2,1455 (6,3586)		3,4487 (2,9740)	
Log(Tamanho)	-12,1180 (2,6255)	***	-35,5193 (8,4346)	***	-10,9212 (3,9450)	**
Idade	1,2656 (0,3543)	***	4,8293 (1,1381)	***	0,5697 (0,5323)	
Comunicações	49,7051 (32,1458)		188,4286 (122,6607)		18,2994 (28,5039)	
Consumidor discricionário	19,0447 (25,4357)		99,3828 (100,8033)		4,1404 (15,8543)	
Energia	57,2090 (30,6705)	.	185,2191 (116,6294)		24,0350 (27,7882)	
Financeiro	36,5225 (22,5694)		56,7872 (88,0632)		25,7014 (16,8215)	
Imobiliária	90,1731 (52,4263)	.	301,6760 (200,1212)		33,4438 (46,3743)	
Indústria	18,8419 (23,1753)		96,3730 (91,5160)		5,6962 (15,1535)	
Materiais	17,3749 (24,4520)		98,5617 (96,8892)		5,3159 (15,2759)	
Saúde	20,5583 (25,7370)		265,4292 (102,4756)	**	18,2167 (14,9465)	
Tecnologia	52,9572 (32,5912)		308,8540 (123,1097)	*	6,7446 (30,7010)	
Utilidades	67,9621 (32,8488)	*	203,9237 (123,8143)	.	35,0911 (31,3146)	

Nota: Os valores entre parênteses correspondem à estimativa do erro padrão de cada coeficiente no modelo.

Códigos de significância: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: Elaboração própria.

Como é possível constatar os resultados do modelo IV não são muito interessantes, mesmo tendo sido sujeitos a vários ajustes. De facto, verificamos que as

variáveis *Melhor GC Score* e *Pior GC Score* não influenciam a performance de mercado e financeira das empresas da amostra, dado que em nenhum momento essas variáveis assumem significância estatística. No caso do *Tobin´s Q*, este era um resultado esperado dado que anteriormente não foi identificada uma relação direta entre o desempenho de mercado e o *GC Score.* O mesmo não pode ser referido para o ROE dado que anteriormente esta variável se relacionava de forma negativa com o *GC Score* ao nível de significância razoável.

Tanto na equação que contém o *Tobin´s Q* como variável dependente como a do ROE, apenas as variáveis de controlo adicionais apresentam alguma significância estatística. Mais precisamente, na segunda equação as variáveis *Log(Tamanho)* e idade são estatisticamente significativos pelo menos ao nível de 0,1%, os setores da saúde, tecnologia e utilidades são estiticamente significativos pelo menos ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente. Com exceção do *Log(Tamanho)*, todas as outras variáveis estabelecem uma relação positiva com o *Tobin´s Q*. Já na terceira equação de regressão, apenas a variável do *Log(Tamanho)* é estatisticamente significativa ao nível de 1% e estabelece uma relação negativa com o ROE.

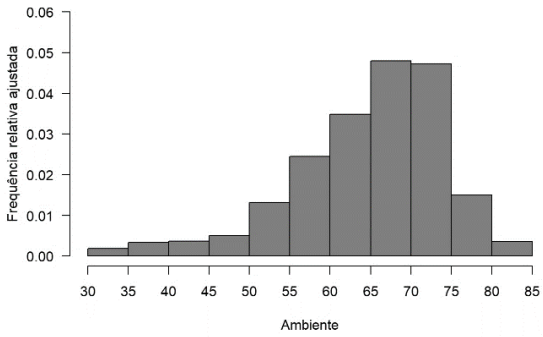
No caso da primeira equação que contêm o ROA como variável dependente, o cenário já é diferente. Neste caso, a variável independente *Pior GC Score* é estatisticamente significativa ao nível de 0,1%, o que significa que existe evidências que esta variável afete a performance operacional. Um facto curioso prende-se com a questão de que a obtenção de pontuações baixas ou razoáveis conduzem a um melhor desempenho operacional. Isto é, quando a variável *dummy Pior GC Score* assume valor 1, o desempenho operacional aumenta 7,29 p.p, *ceteris paribus*. Mais uma vez, existe aqui um reforço da teoria de que o foco nos padrões do Pacto Global da ONU não aparenta ser o melhor meio para as empresas melhorarem o seu desempenho operacional. Isto porque, além de anteriormente ser possível constatar uma relação inversa entre o ROA e o *GC Score*, a partir do modelo IV também se verificou que as pontuações abaixo dos 55% podem ser benéficas para o desempenho operacional. Importa ainda salientar que, nos resultados da primeira equação de regressão do modelo IV, as variáveis de controlo adicionais *Log(Tamanho)* e idade são estatisticamente significativos ao nível de 0,1%, enquanto os setores da energia e imobiliário são estatisticamente significativos pelo menos ao nível de 10%. O setor das utilidades é estatisticamente significativo pelo menos ao nível de 5%. Relativamente à relação que estas variáveis estabelecem com o ROA, é

possível verificar que, com exceção do *Log(Tamanho)*, todas as restantes variáveis adicionais de controlo estatisticamente significativas apresentam uma relação positiva com o desempenho operacional.

O modelo V foi estimado com vista a avaliar o impacto da obtenção de melhores e piores pontuações nas dimensões do índice ESG na performance financeira, de mercado e operacional das empresas da amostra.

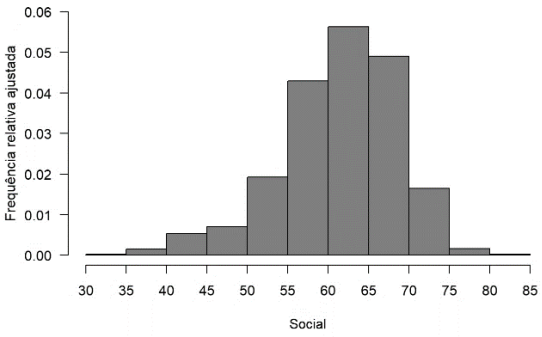
Novamente, foi necessário recorrer aos gráficos de frequência relativa ajustada com vista a definir o ponto a partir do qual se considera melhores ou piores pontuações.

Gráfico 4: Frequência relativa ajustada da dimensão Ambiente (ESG)



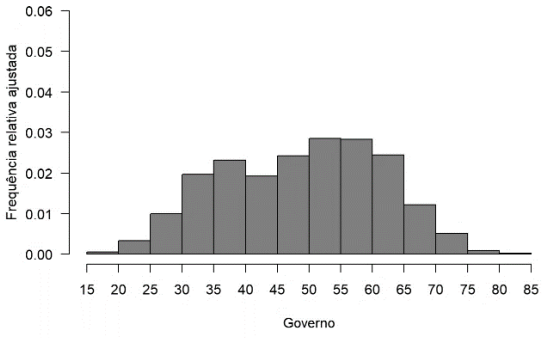
Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 3: Frequência relativa ajustada dada dimensão Social (ESG)



Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 5: Frequência relativa ajustada da dimensão Governo (ESG)



Fonte: Elaboração própria.

Pelos gráficos anteriores, é possível concluir que:

- Na dimensão ambiente, uma pontuação inferior a 60% (1º quartil) é considerada pior e uma pontuação superior a 70% (3º quartil) é considerada melhor.
- Na dimensão Social, uma pontuação inferior a 55% (1º quartil) é considerada pior e uma pontuação superior a 65% (3º quartil) é considerada melhor.
- Na dimensão Governo, uma pontuação inferior a 35% (1º quartil) é considerada pior e uma pontuação superior a 70% é considerada melhor (nesta variável o valor do terceiro quartil era 60%, no entanto, considerando a pontuação 70% os resultados do modelo melhoravam).

Os resultados do modelo V são apresentados na Tabela 14.

A partir dos resultados da primeira equação de regressão do modelo V, é possível observar que as melhores pontuações nas dimensões Ambiente, Social e Governo, bem como a pior pontuação na dimensão Social, influenciam a performance operacional das empresas da Europa Ocidental. Isto porque as variáveis *Melhor_Gov*, *Melhor_Amb* e *Melhor_Social* são estatisticamente significativas pelo menos ao nível de 0,1%, 5% e 10%, respetivamente. A variável *Pior_Social* é estatisticamente significativa pelo menos ao nível de 1% Relativamente às variáveis adicionais de controlo, é possível constatar que o *Log(Tamanho)*, a idade e os setor das utilidades são estatisticamente significativas pelo menos ao nível de 0,1%, 1% e 5%, respetivamente. Os setores da energia e financeiro também são estatisticamente significativos, mas desta vez ao nível de 10%.

Ao nível da interpretação das variáveis, verifica-se que a obtenção de pontuações elevadas na dimensão do Ambiente, prejudicam a performance operacional das empresas da amostra, confirmando assim a hipótese 7 levantada anteriormente. Mais precisamente, as pontuações superiores a 70% nesta dimensão diminuem em cerca de 3,61 p.p. o rácio ROA, *ceteris paribus.*

Relativamente à dimensão Social, a relação entre a variável *Melhor_Social* e a performance operacional é idêntica, visto que a obtenção de pontuações superiores a 65% implicam uma diminuição de 2,66 p.p. no ROA. Esta conclusão confirma assim a hipótese 4, que defende uma relação negativa entre as práticas sociais e a performance operacional. Curiosamente, as pontuações inferiores a 55% influenciam positivamente a performance

operacional, ou seja, se a variável *Pior_Social* assume valor 1, o rácio ROA aumenta cerca de 6,15 p.p., *ceteris paribus.*

Tabela 14: Resultados do Modelo V

	Modelo V					
Variável dependente	**ROA**		***Tobin´s Q***		**ROE**	
(Intercept)	29,5092 (32,5665)		-35,2489 (122,4913)		86,7199 (43,8887)	*
Melhor_Amb	-3,6120 (1,4997)	*	-0,6819 (4,9058)		-4,2768 (2,2632)	.
Pior_Amb	3,0032 (2,9903)		-1,4427 (9,7817)		3,7655 (4,5127)	
Melhor_Social	-2,6692 (1,4636)	.	9,1955 (4,7877)	.	-3,9701 (2,2087)	.
Pior_Social	6,1457 (1,8850)	**	-0,9112 (6,1662)		7,0753 (2,8447)	*
Melhor_Gov	-17,4477 (3,1922)	***	20,7269 (10,4422)	*	-18,8991 (4,8174)	***
Pior_Gov	0,9573 (1,6601)		-0,4373 (5,4304)		-3,0144 (2,5052)	
Log(Tamanho)	-12,4470 (2,6037)	***	-35,9577 (8,5172)	***	-10,5080 (3,9293)	**
Idade	1,0535 (0,3504)	**	5,1783 (1,1463)	***	0,3444 (0,5288)	
Comunicações	39,7902 (28,3032)		205,6374 (129,6002)		7,2476 (26,9023)	
Consumidor discricionário	16,0625 (21,5687)		105,2927 (107,3261)		0,6927 (13,5685)	
Energia	48,0983 (27,0830)	.	202,0661 (123,1227)		12,9912 (26,3080)	
Financeiro	34,5453 (19,4537)	.	63,3500 (93,4842)		21,5027 (15,3054)	
Imobiliária	71,4941 (46,1318)		331,5835 (211,4327)		12,9895 (43,7223)	
Indústria	15,6735 (19,7222)		102,1911 (97,3593)		2,0129 (13,2026)	
Materiais	14,8529 (20,7221)		102,7696 (103,1209)		2,3053 (13,0280)	
Saúde	17,1280 (21,6989)		270,8265 (109,1727)	*	15,1703 (12,3086)	
Tecnologia	42,4794 (28,9280)		326,3588 (129,7203)	*	-4,6753 (29,1926)	
Utilidades	57,9886 (29,2484)	*	222,3987 (130,4869)	.	23,6051 (29,9109)	

Nota: Os valores entre parênteses correspondem à estimativa do erro padrão de cada coeficiente no modelo.

Códigos de significância: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: Elaboração própria.

No que se refere à dimensão Governo, as pontuações superiores a 70% prejudicam significativamente a performance operacional das empresas europeias. Ou seja, quando a variável *Melhor_Gov* assume valor 1, o rácio ROA diminui 17,44 p.p., *ceteris paribus.*

Por fim, destacar que as variáveis de controlo adicionais se relacionam de forma positiva com o ROA, com exceção da variável *Log(Tamanho)* que apresenta uma relação inversa.

Através dos resultados da segunda equação de regressão é possível concluir que das variáveis independentes, apenas a *Melhor_Social* e a *Melhor_Gov* apresentam influencia na performance de mercado das empresas da amostra, uma vez que ambas as variáveis são estatisticamente significativas pelo menos ao nível de 10% e 5%, respetivamente. As variáveis de controlo adicionais *Log(Tamanho)* e idade apresentam uma significância estatística pelo menos a 0,1%, enquanto os setores da saúde e da tecnologia são estatisticamente significativos ao nível de 5%. Por fim, o setor das utilidades é estatisticamente significativo pelo menos ao nível de 10%. Destacar que nesta equação as variáveis associadas à dimensão do ambiente não apresentam qualquer significância, pelo que não foi identificada uma relação entre as práticas ambientais e o *Tobin´s Q*, não sendo assim possível validar a hipótese 8.

Curiosamente, a relação que as variáveis *Melhor_Gov* e *Melhor_Social* estabelecem com o desempenho de mercado, é contrária á relação estabelecida por estas variáveis com o desempenho operacional. Isto é, nos resultados da segunda equação é possível constatar que a obtenção de pontuações superiores a 65% na dimensão Social, o rácio *Tobins´Q* aumenta 9,20 p.p., *ceteris paribus.* Já a obtenção de pontuações superiores a 70% na dimensão do Governo implicam um aumento de cerca 20,73 p.p. no rácio *Tobin´s Q, ceteris paribus.* Mediante estes resultados, a hipótese 5 é rejeitada uma vez que defendia uma relação inversa entre as práticas sociais e o desempenho de mercado. Ao nível das variáveis de controlo adicionais, todas se relacionam de forma positiva com a variável dependente, com exceção do *Log(Tamanho)* que apresenta uma relação contrária.

Relativamente à última equação de regressão do modelo V, que contêm como variável dependente o ROE, esta apresenta duas variáveis estaticamente significativas pelo menos ao nível de 10% (*Melhor_Amb* e *Melhor_Social*), uma variável estatisticamente significativa pelo menos a 5% (*Pior_Social*) e outra variável a 0,1% (*Melhor_Gov*). Destacar que, das variáveis de controlo adicionais usadas, apenas a *Log(Tamanho)* é estatisticamente significativa ao nível razoável (1%), e tal como já tem sido habitual em modelos anteriores, esta variável relaciona-se de forma negativa com o ROE.

A partir dos resultados última equação de regressão do modelo anteriormente apresentado é possível retirar várias conclusões. Primeiramente, foi observada uma relação inversa entre a variáveis independentes *Melhor*_Amb, *Melhor_Social* e *Melhor_Gov* e a variável dependente ROE. Mais precisamente, as pontuações superiores a 70% na dimensão ambiente tem como consequência uma diminuição de cerca 4,28 p.p. no desempenho financeiro, *ceteris paribus.* No caso da dimensão Social, uma pontuação superior a 55%, implica um decremento de 3,97 p.p. na variável ROE, *ceteris paribus.* A dimensão do Governo é aquela onde a relação inversa é mais acentuada, ou seja, quando as pontuações nesta dimensão são superiores a 70%, o ROE decresce 18,90 p.p., *ceteris paribus.* Importa ainda destacar que a variável *Pior_Social* está positivamente relacionada com o ROE. Isto significa que as pontuações inferiores a 55% na dimensão Social implicam um aumento de 7,08 p.p. no desempenho financeiro, *ceteris paribus.* Através destes resultados, tanto a hipótese 6 como a 9, que defendiam uma relação negativa das práticas sociais e ambientais com o ROE, são aceites.

Como foi possível verificar pelos resultados apresentados anteriormente, a obtenção de pontuações elevadas na dimensão do ambiente prejudica o desempenho operacional e financeiro das empresas da Europa Ocidental. Em congruência com os resultados desta dissertação, Alareeni & Hamdan (2020), Elouidani & Zoubir (2015), Faria (2018), Makni *et al.* (2009), Riyadh *et al.* (2019) e Sameer (2021) também identificaram uma relação inversa entre as práticas ambientais e o desempenho operacional e financeiro. De facto, verifica-se que esta é uma conclusão muito recorrente na literatura, sendo justificada pelos elevados custos associados a estas práticas, cujos benefícios na performance empresarial são apenas refletidos no longo prazo e a partir de um certo nível de investimento (Arsić *et al.*, 2017; Elouidani & Zoubir, 2015; Madueño *et al.*, 2016; Nollet *et al.*, 2016). Por outro lado, importa salientar que a relação positiva entre a dimensão Ambiental da RS e o desempenho empresarial é igualmente defendida na literatura (Alareeni & Hamdan, 2020; Buallay, 2019; Kamatra & Kartikaningdyah; 2015; Pham *et al.*, 2022). Destacar o estudo de Alareeni & Hamdan (2020) que verificou as duas interações, isto é, primeiramente, tal como nesta dissertação, os autores observaram uma relação inversa entre as práticas ambientais e o desempenho operacional e financeiro. No entanto, estes autores também apuraram uma relação positiva entre estas práticas e o desempenho de mercado, contrariando assim a ausência de uma relação identificada nesta investigação entre estas variáveis.

Relativamente à dimensão social, através dos resultados do modelo V, foi possível verificar a existência de duas relações, ou seja, uma relação negativa entre as práticas sociais e o desempenho operacional e financeiro, assim como uma relação positiva com estas mesmas práticas e o desempenho de mercado. De facto, tanto Makni *et al.* (2009) como Li *et al.* (2018) já tinham anteriormente verificado nos seus estudos resultados bastante idênticos. Em suma, na literatura, são vários os autores que defendem a perspetiva de que as práticas sociais prejudicam a performance das empresas, alegando os elevados custos que estão associados a estas atividades, que acabam por superar os seus benefícios económicos (Elouidani & Zoubir, 2015; Nejati *et al.*, 2017; Riyadh *et al.*, 2019; Sameer, 2021). Importa destacar, que a relação positiva entre as práticas socias e o desempenho empresarial foi também defendida em alguns estudos (Kamatra & Kartikaningdyah, 2015; Li *et al.*, 2018). De facto, Kamatra & Kartikaningdyah (2015) e Li *et al.* (2018), registaram conclusões próximas desta dissertação, no sentido em que a dimensão Social está positivamente realacionada com o desempenho de mercado. O motivo desta relação está associado ao acesso a investimentos substanciais provenientes do mercado, quando as empresas apresentam bons resultados em termos de práticas sociais. Isto acontece porque cada vez mais os investidores procuram empresas socialmente responsáveis com vista a construir as suas carteiras de investimento que cumpram com a sua responsabilidade fiduciária (Okafor *et al.*, 2021).

Ao nível da dimensão Governo, foi possível constatar que as pontuações elevadas provocam uma diminuição da eficiência dos ativos (ROA) e da rentabilidade do património (ROE) das empresas da Europa Ocidental. Esta é uma conclusão interessante, visto que esta dimensão está associada a políticas de gestão implementadas na empresa. De facto, esta observação transmite indícios que a gestão das empresas europeias tem sido orientada para a satisfação dos interesses dos membros do conselho de administração, criando por isso problemas de agência entre estes e os acionistas, e por consequência uma diminuição do valor da empresa (Pham *et al.*, 2022). No entanto, este estudo não é primórdio a observar esta relação entre estas variáveis, uma vez que Pham *et al.* (2022) e Buallay (2019) identificaram exatamente a mesma relação nas empresas norte americanas, chinesas e europeias. Em contraste, também foi observado nos resultados do modelo V que uma elevada pontuação na dimensão do Governo tem como consequência um melhor desempenho de mercado. Este é um resultado já esperado, uma vez que os investidores estão atentos às políticas de gestão de qualidade por parte das empresas, pelo

que as deliberações dos gestores, poderão influenciar as decisões de investimento dos acionistas (Li *et al.*, 2018; Okafor *et al.*, 2021).

No que se refere ao *GC Score*, devido a este apresentar pontuações mais elevadas nos quartis das suas categorias, não faria sentido fazer uma divisão entre as piores e melhores pontuações, visto que a maioria das piores pontuações está significativamente acima do ponto neutro. Em suma, em testes realizados, verificou-se que a distinção entre pontuações boas e más não era benéfica para as categorias do *GC Score*, uma vez que assim os modelos estimados não apresentavam variáveis com significância estatística. Assim sendo, mediante estes factos, foi preferível perceber qual a relação direta que cada variável tem com o desempenho financeiro, de mercado e operacional, cujos resultados são apresentados na Tabela 15.

A partir dos resultados do modelo VI, é possível apurar quais as dimensões do *GC Score* que afetam o ROA, o *Tobin´s Q* e o ROE. Assim sendo, podemos observar que apenas as práticas associadas aos Direitos Humanos (HR) afetam mais do que uma variável dependente. Mais precisamente, a variável HR é estatisticamente significativa ao nível de 1% quando a variável dependente é o ROA e o ROE. As restantes variáveis independentes influenciam de forma única cada uma das variáveis de desempenho empresarial. Isto é, a variável Anticorrupção (AC) e Direitos Laborais (LR) são estatisticamente significativas ao nível de 10% quando se analisa o desempenho de mercado, para o caso da variável AC, e financeiro, para o caso da variável LR. Já a variável Ambiente (ENV) é estatisticamente significativa ao nível de 5% quando a variável dependente é o ROA. Relativamente às variáveis de controlo adicionais, verifica-se que apenas as variáveis *Log(Tamanho)*, a idade e os setores da energia, da saúde, da tecnologia e das utilidades se mostram relevantes nas equações de regressão estimadas. Mais precisamente:

- A variável *Log(Tamanho)*, nas duas primeiras equações de regressão, é estatisticamente significativa pelo menos a 0,1%, e na última equação a 1%;
- A variável idade é estatisticamente significativa pelo menos ao nível de 1% quando a variável dependente é o ROA e 0,1% quando a variável dependente é o *Tobin´s Q*.

- Quando a variável dependente é o ROA e *Tobin´s Q*, o setor das utilidades é estatisticamente significativo pelo menos ao nível de 5% e 10%, respetivamente.
- Os setores da saúde e da tecnologia são estatisticamente significativos ao nível de 5% quando a variável dependente é o *Tobin´s Q*. Quando a variável dependente é o ROA, o setor da energia mostra-se estatisticamente significativo pelo menos ao nível de 10%.

Tabela 15: Resultados do Modelo VI

	Modelo VI					
Variável dependente	**ROA**		***Tobin´s Q***		**ROE**	
(Intercept)	54,6171 (34,1692)		-2,9792 (124,3971)		114,6714 (46,2765)	*
AC	0,1194 (0,1365)		-0,7662 (0,4423)	.	0,0038 (0,2050)	
HR	-0,3400 (0,1373)	**	0,2492 (0,4451)		-0,9698 (0,3085)	**
ENV	-0,6400 (0,2053)	*	0,5171 (0,6656)		-0,3137 (0,2063)	
LR	0,2324 (0,2047)		-0,2042 (0,6636)		0,5564 (0,3076)	.
Log(Tamanho)	-11,2563 (2,5962)	***	-36,5874 (8,4160)	***	-10,1000 (3,9006)	**
Idade	1,0863 (0,3475)	**	5,0153 (1,1266)	***	0,4788 (0,5221)	
Comunicações	40,3464 (28,7189)		198,3099 (126,0131)		12,4183 (27,3914)	
Consumidor discricionário	14,4491 (22,0740)		102,8323 (104,1935)		-0,3837 (14,6935)	
Energia	48,5980 (27,4782)	.	194,1678 (119,7716)		18,2004 (26,7655)	
Financeiro	31,3579 (19,8662)		62,0130 (90,8839)		19,5120 (16,0335)	
Imobiliária	71,1608 (46,8384)		323,1841 (205,6363)		19,8074 (44,5893)	
Indústria	14,7111 (20,1835)		101,7730 (94,5686)		2,4194 (14,1783)	
Materiais	16,6444 (21,2406)		101,8496 (100,1841)		5,6210 (14,2212)	
Saúde	16,7395 (22,2558)		268,8817 (106,0127)	*	14,2701 (13,7190)	
Tecnologia	44,0658 (29,3391)		319,0572 (126,2913)	*	1,5930 (29,6491)	
Utilidades	59,4935 (29,6068)	*	214,5032 (126,9460)	.	30,8386 (30,2437)	

Nota: Os valores entre parênteses correspondem à estimativa do erro padrão de cada coeficiente no modelo.

Códigos de significância: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: Elaboração própria.

Ao nível da interpretação dos resultados verificamos que as atividades relacionadas com a anticorrupção diminuem ligeiramente a performance de mercado. Isto é, um aumento de 1 p.p. na variável AC implica uma diminuição de 0,77 p.p. no *Tobin´s Q*. As atividades relacionadas com os Direitos Humanos apresentam uma relação inversa com a performance operacional e financeira, o que significa que um aumento de 1 p.p. na variável HR tem como consequência uma diminuição de cerca de 0,34 p.p. no ROA e 0,97 p.p. no ROE. Relativamente às práticas ambientais, estas afetam negativamente a performance financeira, ou seja, um aumento de 1 p.p. na dimensão Ambiente do *GC Score*, leva a uma diminuição de 0,64 p.p. No que se refere à última variável (direitos laborais), esta é a única que apresenta uma relação positiva com o desempenho empresarial, visto que um aumento de 1 p.p. na variável independente LR implica um aumento de cerca de 0,56 p.p. no ROE. Por fim, todas as variáveis de controlo adicionais, com exceção do *Log(Tamanho)*, apresentam uma relação positiva com as variáveis de performance empresarial.

Como foi possível averiguar, as práticas de anticorrupção influenciam negativamente a performance de mercado, e isso poderá ser justificado pela questão de que os gestores ao apresentarem uma imagem transparente para o mercado das suas empresas, deixam de puder usufruir de benefícios ilícitos que poderiam inclusive promover o desempenho empresarial.

No que se refere aos resultados da variável *ENV* (ambiente) do *GC Score*, é notório que as práticas ambientais influenciam negativamente a performance empresarial. Esta conclusão é consistente com os resultados do modelo V, dado que também se identificou uma relação inversa entre a dimensão do Ambiente do índice ESG e a performance das empresas europeias.

Anteriormente, foi constato que as práticas de RS que levam em consideração os interesses dos colaboradores, afetam a sua lealdade, motivação, produtividade e satisfação no local de trabalho, pelo que isso poderá ter consequências positivas no desempenho das empresas (Comissão Europeia, 2008, referenciada por Adda *et al.*, 2016; Duarte & Neves, 2011; Sameer, 2021). Em suma, com uma política de RS, as empresas poupam recursos que estavam destinados a aumentar a satisfação e retenção dos colaboradores (Tiep *et al.*, 2021). Nesta dissertação, utilizou-se a variável LR para representar os colaboradores, dado que esta dimensão está associada a diversos fatores que influenciam este grupo de *stakeholders*, tais como a saúde e segurança no local de

trabalho, a diversidade, a remuneração, a formação e desenvolvimento e a qualidade do emprego. Os resultados da relação entre o ROE e a variável LR, vão ao encontro do que é definido pelos autores referenciados anteriormente, dado que se confirma a pressuposto de que as empresas europeias aumentam a performance financeira quando definem uma política de RS que leva em consideração os interesses dos colaboradores. Assim sendo, é possível aceitar a hipótese 10 referenciada anteriormente.

Por outro lado, também se apurou uma relação inversa entre as práticas ligadas aos Direitos Humanos e a performance empresarial. Isto significa que os investimentos realizados pelas empresas numa política de RS orientada para os Direitos Humanos, poderão ser superiores aos benefícios económicos proporcionados por esta, e por consequência prejudicar a performance empresarial. Importa realçar que esta dimensão não foi utilizada para representar os colaboradores, dado que incide também sobre outras partes interessadas. Isto é, apesar da dimensão dos Direitos Humanos levar em consideração fatores que podem influenciar os colaboradores (direitos humanos, direito do trabalho, qualidade do emprego, entre outros), também incluí práticas que afetam a comunidade e os consumidores (tais como a qualidade e segurança do produto, o acesso ao produto e as relações estabelecidas com a comunidade).

Na revisão de literatura, foi possível perceber que a RS pode afetar indiretamente a performance das empresas, sendo mediada por outros fatores. Assim sendo, os próximos modelos estimados terão como objetivo verificar como o tamanho e a idade podem influenciar o impacto da RS na performance das empresas. Não foram consideradas outras variáveis, como por exemplo o setor, uma vez que apenas estas variáveis apresentam resultados interessantes na mediação entre a responsabilidade social e a performance das empresas. Em suma, nem todas as variáveis de desempenho apresentam resultados interessantes, pelo que nos resultados apenas é apresentado o impacto sobre o ROA e o ROE.

A Tabela 16 apresenta os resultados dos modelos que utilizam a idade como mediador entre a performance das empresas e o ESG/*GC Score.*

Ao analisar o modelo VII é possível perceber que a variável *ESG:Idade* é estatisticamente significativa ao nível de 0,1%, seja quando a variável dependente é o ROA ou o ROE. Em ambas as equações de regressão deste modelo, as variáveis de controlo adicionais *Log(Tamanho)* e idade são estatisticamente significativas mas a níveis

diferentes. Isto é, quando a variável dependente é o ROA, o *Log(Tamanho)* e idade são estatisticamente significativas pelo menos ao nível de 0,1%. Por outro lado, quando a variável dependente é o ROE, estas variáveis aumentam o seu nível de significância para 5%. No entanto, importa destacar que apenas quando a variável dependente é o ROA, as variáveis do setor da energia e utilidades assumem um nível de significância razoável (10%).

Tabela 16: Resultados dos Modelos VII e VIII

	Modelo VII				**Modelo VIII**			
Variável dependente	**ROA**		**ROE**		**ROA**		**ROE**	
(Intercept)	16,7223 (35,7306)		27,8461 (48,6327)		11,3218 (33,3581)		71,0669 (46,8890)	
ESG	0,1138 (0,2055)		0,7726 (0,3083)	*				
GC					0,2722 (0,2301)		0,2395 (0,3482)	
Idade	1,6197 (0,3622)	***	1,2719 (0,5435)	*	1,7933 (0,3617)	***	1,2168 (0,5475)	*
ESG:Idade	-0,0093 (0,0023)	***	-0,0153 (0,0034)	***				
GC:Idade					-0,0148 (0,3618)	***	-0,0159 (0,0039)	***
Log(Tamanho)	-12,0455 (2,6362)	***	-9,4163 (3,9559)	*	-10,7204 (2,5624)	***	-9,5282 (3,8776)	*
Comunicações	39,3488 (28,7005)		7,8443 (26,6092)		30,1709 (25,3014)		0,5431 (26,0620)	
Consumidor discricionário	14,9885 (22,0540)		-0,1579 (13,5332)		12,0980 (18,4912)		-2,7429 (12,5414)	
Energia	47,9359 (27,4749)	.	12,8067 (26,0852)		38,9023 (24,2925)		7,0014 (25,5355)	
Financeiro	31,2947 (19,8811)		16,2704 (15,3657)		29,2630 (16,9941)	.	18,2881 (14,5850)	
Imobiliária	74,9934 (46,7352)		21,5408 (43,1300)		61,6628 (41,1397)		7,9619 (42,1637)	
Indústria	15,7222 (20,1591)		1,9731 (13,1811)		12,6236 (16,9918)		0,0838 (12,3518)	
Materiais	14,1888 (21,2237)		0,4326 (13,1231)		13,2488 (17,8019)		1,8191 (12,1658)	
Saúde	15,0853 (22,2350)		12,4413 (12,4040)		14,9756 (18,5076)		13,4069 (11,2339)	
Tecnologia	41,9034 (29,3216)		-4,4210 (28,9517)		33,8359 (26,1179)		-10,4401 (28,4427)	
Utilidades	56,5016 (29,6184)	.	21,0937 (29,6242)		47,3932 (26,4251)	.	16,9233 (29,0853)	

Nota: Os valores entre parênteses correspondem à estimativa do erro padrão de cada coeficiente no modelo.

Códigos de significância: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: Elaboração própria.

Da mesma forma, no modelo VIII, a variável *GC:Idade* é também estatisticamente significativa ao nível de 0,1%, o que significa que a interação entre o índice *GC Score* e a idade influencia o desempenho operacional e financeiro das empresas da Europa Ocidental. Ao nível da significância das variáveis de controlo adicionais *Log(Tamanho)* e idade, estas assumem exatamente o mesmo comportamento que foi observado no modelo VII. Destacar que na primeira equação deste modelo, o setor das financeiro e das utilidades também se mostra estatisticamente significativo pelo menos ao nível de 10%.

Os resultados dos modelos VII e VIII contrariam a visão de Sun (2021), uma vez que à medida que as empresas da amostra envelhecem, o impacto da RS sobre a performance operacional e financeira degrada-se. Esta é uma consequência do facto das empresas não conseguirem acompanhar as tendências da RS à medida que os anos passam, e por isso não tomam as medidas necessárias, o que tem implicações negativas na performance destas. Na literatura, Han & Kim (2020) também identificaram uma relação negativa entre a RS e a performance empresarial, quando esta é mediada pela idade. Importa ainda salientar que as variáveis de controlo adicionais estatisticamente significativas apresentam uma relação positiva com o ROA e o ROE, com exceção do *Log(Tamanho).*

Por fim, na Tabela 17 são apresentados os últimos dois modelos estimados, cada um com duas equações de regressão, que avaliam o impacto da *GC Score* na performance das empresas por meio do seu tamanho.

No Modelo IX, a variável *ESG: Log(tamanho)*, tem um impacto estimado positivo no ROA e no ROE e é estatisticamente significativa em ambas as equações de regressão, ao nível de significância de 0,1%. Ao nível das variáveis de controlo adicionais, na primeira equação de regressão verifica-se que, com exceção dos setores da indústria, dos materiais e da saúde, as restantes variáveis são estatisticamente significativas (a idade e o *Log(Tamanho)* são pelo menos ao nível de 0,1%, o setor das utilidades é pelo menos ao nível de 5% e os restantes setores são estatisticamente significativos pelo menos a 10%). Destacar que apenas a variável *Log(Tamanho)* apresenta uma relação negativa com o ROA e o ROE, enquanto as restantes variáveis de controlo adicionais estão positivamente relacionadas com as variáveis dependentes. Na segunda equação de regressão apenas se verifica que algumas variáveis de controlo adicionais deixam de ser estatisticamente significativas, tais como os setores de comunicações, energia, imobiliária, tecnologia e utilidades.

Tabela 17: Resultados dos Modelos IX e X

	Modelo IX				Modelo X			
Variável dependente	**ROA**		**ROE**		**ROA**		**ROE**	
(Intercept)	377,7254 (51,7576)	***	495,1821 (73,3493)	***	415,5302 (49,5679)	***	512,7427 (70,0879)	***
ESG	-6,5237 (0,6988)	***	-7,7869 (1,0651)	***				
GC					-7,2952 (0,6424)	***	-8,0274 (0,9920)	***
ESG: Log(Tamanho)	0,6055	***	0,7576 (0,1057)	***				
GC: Log(Tamanho)					0,6650 (0,0633)	***	0,7276 (0,0978)	***
Log(Tamanho)	-48,4470 (4,7395)	***	-55,5229 (7,2235)	***	-51,5666 (4,5247)	***	-54,2103 (6,9878)	***
Idade	1,4564 (0,3366)	***	0,8949 (0,5131	.	1,5073 (0,3300)	***	0,9129 (0,5097)	.
Comunicações	59,6085 (35,3910)	.	35,3564 (31,8337)		56,9826 (36,3600)		29,7042 (31,9489)	
Consumidor discricionário	23,6103 (28,9384)		11,5372 (20,9104)		21,8673 (30,0042)		7,8965 (21,2408)	
Energia	62,8655 (33,6449)	.	34,1102 (30,7253)		64,9205 (34,5675)	.	35,3072 (30,8940)	
Financeiro	45,6380 (25,3466)	.	36,7249 (20,2762)	.	34,5876 (26,1708)		24,0469 (20,4345)	
Imobiliária	99,8885 (57,6949)	.	54,7758 (51,7298)		106,1697 (59,3260)	.	56,4368 (52,0374)	
Indústria	23,0166 (26,2854)		11,9655 (19,4722)		24,0987 (27,2336)		12,5820 (19,7579)	
Materiais	21,5806 (27,8213)		10,8586 (20,1411)		24,9701 (28,8487)		14,5840 (20,4722)	
Saúde	22,3280 (29,3994)		22,6267 (20,5293)		23,9028 (30,5125)		23,1192 (20,8929)	
Tecnologia	58,7492 (35,5566)	.	18,9496 (33,4920)		65,1939 (36,4747)	.	23,6949 (33,6419)	
Utilidades	77,0294 (35,7644)	*	50,0534 (34,0021)		79,5680 (0,0633)	*	51,9310 (34,1116)	

Nota: Os valores entre parênteses correspondem à estimativa do erro padrão de cada coeficiente no modelo.

Códigos de significância: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: Elaboração própria.

No modelo X, os resultados são muito próximos do modelo anterior, sendo que a variável *GC: Log(Tamanho)* apresenta também uma relação positiva com a performance operacional e financeira, e ao mesmo nível de significância (0,1%). Importa destacar que, comparativamente ao modelo anterior, nas duas equações de regressão, as variáveis de controlo adicionais assumem a mesma significância estatística, com exceção do setor financeiro que deixa de ser estatisticamente significativo ao nível razoável. A relação que as variáveis de controlo adicionais estatisticamente significativas estabelecem com o

ROA e o ROE é igual ao modelo IX, ou seja, uma relação positiva, com exceção da variável *Log(Tamanho)*, que estabelece uma relação negativa.

No geral, podemos concluir que, independentemente da variável utilizada para medir a RS (ESG ou *GC Score*), o tamanho das empresas europeias, medido pelo número total de ativos, influencia positivamente o impacto da RS na performance operacional e financeira. Isto significa que, as empresas com mais ativos, têm uma maior disponibilidade de recursos para serem usados no desenvolvimento de práticas socialmente responsáveis. Os resultados do modelo IX e X vão ao encontro do que foi defendido por Kamatra & Kartikaningdyah (2015) e Minutolo *et al.* (2019), no sentido em que o tamanho das empresas influencia positivamente a relação entre a performance destas e a RS, e contraria por isso a visão de Rossi *et al.* (2021), que defendia uma relação inversa.

CAPÍTULO V – CONCLUSÃO

Ao longo das últimas décadas, a responsabilidade social avocou um papel significativo na sociedade, pelo que muitas empresas assumiram o compromisso de se tornarem mais conscientes ao nível social e ambiental. No entanto, este compromisso implica custos, sendo por vezes avultados para algumas organizações, e afetando assim negativamente a performance empresarial. Na literatura, encontramos vários estudos que defendem esta perspetiva, porém existem outros que mostram a existência de uma relação positiva entre a responsabilidade social e a performance empresarial, mediada sobretudo pela forma como esta afeta positivamente grandes grupos de *stakeholders*, tais como os consumidores, colaboradores e investidores.

De facto, foi possível constatar que não existe um consenso sobre a relação entre a responsabilidade social e a performance das empresas, sendo por isso, importante procurar obter novas conclusões.

Assim sendo, esta investigação analisou impacto da responsabilidade social no desempenho de 216 empresas cotadas na Europa Ocidental durante o período de 2017 a 2021. Para avaliar o desempenho empresarial das empresas, utilizou-se o rácio ROA (desempenho operacional), *Tobin´s Q* (desempenho de mercado) e ROE (desempenho financeiro), enquanto quantificar a RS utilizou-se o índice ESG e o *GC Score*. Este impacto foi analisado através da estimação de dez modelos para dados em painel, onde seis deles têm três equações de regressão e quatro deles têm apenas duas.

Inicialmente pretendeu-se perceber qual a relação entre a RS e as pontuações ESG e *GC Score*. Os resultados mostram que esta relação não pode ser observada de uma forma linear, uma vez que, dependendo do tipo de desempenho que se pretende analisar, a RS pode assumir diferentes sentidos. Mais precisamente, quando a RS é medida pelas pontuações ESG, esta apresenta uma relação negativa com o desempenho operacional e positiva com o desempenho de mercado. No que se refere ao desempenho financeiro, não foi encontrada qualquer relação. Quando se recorre às pontuações *GC Score* para medir a RS, verifica-se a mesma relação com a performance operacional, no entanto, foi identificada uma relação negativa com a performance financeira. Contudo, no que se refere ao desempenho de mercado, o *GC Score* não apresenta qualquer relação. Importa destacar que mesmo quando se faz uma distinção entre as melhores e piores pontuações gerais ESG e *GC Score* (onde se considerou as melhores pontuações, aquelas que são superiores ao 3º quartil, e as piores são as pontuações inferiores ao 1º quartil), os resultados apenas confirmam que a obtenção de pontuações elevadas nestes dois índices

prejudica a performance operacional e financeira. Apenas compensa às empresas terem pontuações elevadas no índice ESG, quando pretendem influenciar de forma positiva o desempenho de mercado.

Posteriormente, averiguou-se qual a influência que as dimensões ESG e do *GC Score* apresentam na performance empresarial. Para as dimensões das pontuações ESG foi efetuada uma distinção entre as melhores e piores pontuações (adotando o mesmo processo de distinção anteriormente usado nas pontuações gerais). Já as pontuações *GC Score*, não foi adotado o mesmo processo por ausência de resultados interessantes, recorrendo-se assim a uma relação direta.

No que se concerne às pontuações ESG, as conclusões mostram que a obtenção de pontuações elevadas na dimensão do meio ambiente prejudica a performance operacional e financeira das empresas europeias. A dimensão social também impacta negativamente na performance operacional e financeira, uma vez que foi verificado que as elevadas pontuações nesta dimensão levam a uma diminuição do ROA e no ROE e uma menor pontuação leva a um aumento neste rácio financeiro. No entanto, a relação com a performance de mercado é diferente, uma vez que as elevadas pontuações da dimensão social influenciam positivamente o *Tobins´s Q*. Por fim, as pontuações elevadas na dimensão do governo apresentam uma relação negativa com a performance operacional e financeira, e em contraste, uma relação positiva com o desempenho de mercado.

Por outro lado, nas pontuações *GC Score* é possível constatar que as práticas associadas à anticorrupção influenciam negativamente performance de mercado. As práticas associadas aos direitos humanos também apresentam uma relação negativa, mas desta vez com a performance operacional e financeira. Em congruência com a dimensão ambiente do índice ESG, também a categoria do ambiente do *GC Score* apresenta de igual forma uma relação negativa com a performance operacional. Por último, destacar que as práticas associadas aos colaboradores (dimensão do direito do trabalho), influenciam positivamente a performance financeira das empresas europeias.

Por fim, pretendeu-se apurar qual a relação das variáveis de controlo adicionais – idade e tamanho –com o índice ESG e com o *GC Score*. Por ausência de resultados relevantes esta análise não foi feita para os setores de atividade, e foi apenas incidida

sobre o desempenho operacional e financeiro, excluindo desta forma o desempenho de mercado.

Os resultados mostram que, à medida que as empresas envelhecem, a RS, quando medida pelo ESG e *GC Score*, tem um impacto negativo na performance financeira e operacional. Esta conclusão fornece evidências de que as empresas mais velhas não estão a acompanhar as tendências da responsabilidade social, e isso tem efeitos negativos na performance empresarial.

Por outro lado, com os resultados desta dissertação foi possível apurar que a variável "tamanho" influencia positivamente a relação que a RS estabelece com o desempenho operacional e financeiro. Mais precisamente, como o tamanho das empresas europeias é medido pelos ativos totais, é possível concluir que as empresas com mais ativos dispõe de uma maior disponibilidade de recursos para o desenvolvimento de práticas socialmente responsáveis.

As conclusões deste estudo dão um contributo interessante para a literatura no âmbito deste tema. Mais precisamente, esta investigação recai sobre o mercado da Europa Ocidental, com países pouco abordados neste tema, como é o caso de Portugal. Em suma, esta dissertação inova ao utilizar duas métricas para avaliar a responsabilidade social – o ESG e o *GC Score* – algo que não foi constatado em nenhum estudo consultado e que permite obter uma análise mais completa e abrangente sobre o impacto que as práticas socialmente responsáveis têm no desempenho das empresas. Além disso, este estudo avalia a performance das empresas sobre três campos, nomeadamente, o desempenho operacional, de mercado e financeiro. Em suma, as conclusões desta dissertação permitem também identificar como as dimensões das pontuações ESG e as categorias do *GC Score* se relacionam com o desempenho empresarial das empresas da amostra. Este é um ponto importante para os gestores das empresas europeias, uma vez que permite com que estes definam qual a atividade de RS onde compensa aplicar os seus esforços, com vista a obter melhores resultados em termos operacionais, financeiros ou de mercado. Importa salientar que este estudo é dos poucos que verifica como as variáveis de controlo adicionais idade e tamanho influenciam a relação que o índice ESG e *GC Score* estabelecem com a performance empresarial.

As limitações desta investigação estão essencialmente ligadas ao facto da amostra não ser representativa do mercado europeu, dado que este é constituído na sua maioria

por pequenas e médias empresas. Além disso, mesmo das empresas cotadas, não foi possível considerar todas, uma vez que várias empresas não constavam na base de dados *ESGBook* e na base de dados *Finbox*. Em suma, este estudo considerou apenas as empresas às quais foram atribuídas pontuações ESG e *GC Score*, o que não significa que as restantes que ficaram de fora da amostra não sejam socialmente responsáveis.

No futuro seria interessante desenvolver algum estudo para solucionar estas limitações. Por exemplo, uma investigação que abordasse o impacto da responsabilidade social na performance das pequenas e médias empresas europeias, identificando as atividades de RS que efetivamente melhoram os resultados empresariais. Estas conclusões seriam interessantes para os gestores das PME´s, visto que normalmente estes operam com orçamentos limitados, pelo que qualquer investimento que apresente um retorno financeiro a médio ou longo prazo ou um retorno imediato incerto é considerado como um risco.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AccountAbility. (2018). AA 1000 Accountability 2018 principles. *AccountAbility*, 40. Acedido a 25 de janeiro de 2022 em https://www.accountability.org/standards

Adda, G., Azigwe, J., & Awuni, A. (2016). Business ethics and corporate social responsibility for business success and growth. *European Journal of Business and Innovation Research*, *4*(6), 26–42. Acedido a 29 de janeiro de 2022 em https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1468-2370.2009.00276.x

Agudelo, M. A. L., Jóhannsdóttir, L., & Davídsdóttir, B. (2019). A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, *4*(1), 1–23. Acedido a 20 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.1186/s40991-018-0039-y

Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance (Bingley)*, *20*(7), 1409–1428. Acedido a 15 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258

Ali, H. Y., Danish, R. Q., & Asrar-ul-Haq, M. (2020). How corporate social responsibility boosts firm financial performance: The mediating role of corporate image and customer satisfaction. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, *27*(1), 166–177. Acedido a 5 de fevereiro de 2022 em https://doi.org/10.1002/csr.1781

APCER. (2016). Guia do Utilizador ISO 14001:2015. *Leça Da Palmeira: APCER.*, 48. Acedido a 10 de março de 2022 em www.iso.org

Arabesco S-Ray. (2022). *ESGBook*. Acedido a 25 de agosto de 2022 em https://app.esgbook.com/companies

Arabesque S-Ray. (2021). *Methodology*. Acedido a 25 de agosto de 2022 em https://arabesquesray.atlassian.net/servicedesk/customer/portal/20/article/2646868008

Arsić, S., Stojanović, A., & Mihajlović, I. (2017). The Most Important Dimensions of Corporate Social Responsibility. *International May Conference on Strategic Management*, *May 2018*, 318–336. Acedido a 3 de janeiro de 2022 em http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bsu&AN=124005884&site=ehost-live

Baldi, F., & Pandimiglio, A. (2022). The role of ESG scoring and greenwashing risk in explaining the yields of green bonds: A conceptual framework and an econometric analysis. *Global Finance Journal*, *52*(August 2021), 100711. Acedido a 17 de abril de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.gfj.2022.100711

Bannier, C. E., Bofinger, Y., & Rock, B. (2019). Doing Safe by Doing Good: ESG investing and corporate social responsibility in the U.S. and Europe. *CFS Working Paper Series, NO.621*, *621*. Acedido a 10 de março de 2022 em https://www.econstor.eu/bitstream/10419/200161/1/1668853329.pdf

Battisti, I. D. E., & Smolski, F. M. da S. (2019). Software R: curso avançado. *Rev. Ciênc. Ext.*, *14*(3), 123–134. Acedido a 10 de setembro de 2022 em https://smolski.github.io/livroavancado/

Boyden. (2017). *CEOs and the New CSR Priority - Executive Search - Boyden*. Acedido a 10 de dezembro de 2021 em https://www.boyden.com/media/ceos-and-the-new-csr-priority-2909935/index.html

Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, *30*(1), 98–115. Acedido a 6 de abril de 2022 em https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149

Carroll, A. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *The Academy of Management Review*, *January*, 37–45. Acedido a 3 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.2307/257850

Carroll, A. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, *34*(4), 39–48. Acedido a 3 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-G

Carroll, A. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. *Business and Society*, *38*(3), 268–295. Acedido a 3 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.1177/000765039903800303

Carroll, A., & Shabana, K. (2010). The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice. *International Journal of Management Reviews*, *12*(1), 85–105. Acedido a 3 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00275.x

Cetindamar, D., & Husoy, K. (2007). Corporate social responsibility practices and environmentally responsible behavior: The case of the United Nations global compact. *Journal of Business Ethics*, *76*(2), 163–176. Acedido a 7 de maio de 2022 em https://doi.org/10.1007/s10551-006-9265-4

Chaudhri, V. (2016). Corporate social responsibility and the communication imperative: Perspectives from CSR managers. *International Journal of Business Communication*, *53*(4), 419–442. Acedido a 9 de fevereiro de 2022 em https://doi.org/10.1177/2329488414525469

Chen, L., Feldmann, A., & Tang, O. (2015). The relationship between disclosures of corporate social performance and financial performance: Evidences from GRI reports in manufacturing industry. *International Journal of Production Economics*, *170*, 445–456. Acedido a 19 de fevereiro de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2015.04.004

Cheng, S., Lin, K. Z., & Wong, W. (2015). Corporate social responsibility reporting and firm performance: evidence from China. *Journal of Management and Governance*, *20*(3), 503–523. Acedido a 30 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.1007/s10997-015-9309-1

Cho, S. J., Chung, C. Y., & Young, J. (2019). Study on the relationship between CSR and financial performance. *Sustainability (Switzerland)*, *11*(2), 1–26. Acedido a 18 de abril de 2022 em https://doi.org/10.3390/su11020343

Cochran, P. L. (2007). The evolution of corporate social responsibility. *Business Horizons*, *50*(6), 449–454. Acedido a 3 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.bushor.2007.06.004

Comissão das Comunidades Europeias. (2001). *Livro Verde*. Acedido a 3 de março de 2022 em https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/empl/20020416

Comissão Europeia. (2021a). *Uptake of corporate social responsibility (CSR) by European SMEs and start ups*. Acedido a 13 de março de 2022 em https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/37634ae4-5710-11ec-91ac-01aa75ed71a1

Comissão Europeia. (2021b). *Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal Brussels*. Acedido a 13 de março de 2022 em

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_21_1806

Crisóstomo, V. L., Freire, F. S., & Vasconcellos, F. C. de. (2011). Corporate Social Responsibility, Firm Value and Financial Performance in Brazil Vicente. *Social Responsibility Journal*, *7*(2), 295–309. Acedido a 9 de março de 2022 em https://doi.org/10.1108/17471111111141549

Dias, M. O. (2014). Ética, Organização E Valores Ético-Morais Em Contexto Organizacional. *Gestão e Desenvolvimento*, *22*(22), 89–113. Acedido a 13 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.7559/gestaoedesenvolvimento.2014.259

Dobrea, R., & Găman, A. (2011). Aspects of the Correlation between Corporate Social Responsibility and Competitiveness of Organization. *Economia Seria Mangement*, *14*(1 June), 236–242. Acedido a 30 de março de 2022 em https://ideas.repec.org/a/rom/econmn/v14y2011i1p236-242.html

Duarte, A. P., & Neves, J. G. das. (2011). Relação entre responsabilidade social percebida e satisfação no trabalho: o papel mediador da imagem organizacional. *Percursos Da Investigação Em Psicologia Social e Organizacional*, *4*, 105–118. Acedido a 13 de dezembro de 2021 em https://doi.org/10.26537/iirh.v0i1.1884

Elouidani, A., & Zoubir, F. (2015). Corporate social responsibility and financial performance. *African J. of Accounting, Auditing and Finance*, *4*(1), 74. Acedido a 30 de março de 2022 em https://doi.org/10.1504/ajaaf.2015.071749

Erazo, C. P. M., García, J. Á., Rama, M. de la C. del R., & Quezada, R. C. (2020). Corporate social responsibility and performance in SMEs: Scientific coverage. *Sustainability (Switzerland)*, *12*(6), 1–26. Acedido a 30 de março de 2022 em https://doi.org/10.3390/su12062332

Erro, A., & Sánchez, J. A. (2012). Joining the un global compact in Spain: An institutional approach. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, *15*(2), 311–355. Acedido a 3 de março de 2022 em https://doi.org/10.1016/S1138-4891(12)70047-X

Faria, M. J. da S. (2018). O relato da informação financeira de responsabilidade social como contributo para a performance das empresas portuguesas. *Gestão & Produção*, *25*(4), 866–887. Acedido a 5 de março de 2022 em https://doi.org/10.1590/0104-530x3342-18

Fernandes, C., Peguinho, C., Neiva, J., & Vieira, E. (2016). *Análise Financeira- Teoria e Prática* (Sílabo (ed.); 4th ed.).

Fernandes, P., Afonso, S., & Monte, A. P. (2012). Dimensions of Portuguese Corporate Social Responsibility: A Multivariate Analysis. *XVI Congreso Internacional de La Academia de Ciencias Administrativas*, *9*(1), 1–10. Acedido a 3 de janeiro de 2022 em http://hdl.handle.net/10198/8907

Fernández, V. A. M., Boga, Ó. J., & da Silva Faria, M. J. (2014). Impacto da responsabilidade social sob a óptica empresarial do norte litoral de portugal. *Contaduria y Administracion*, *59*(3), 89–135. Acedido a 20 de fevereiro de 2022 em https://doi.org/10.1016/s0186-1042(14)71267-7

Finbox. (2022). *Dados Económico-Financeiros (2017-2021)*. Acedido a 3 de junho de 2022 em https://finbox.com/watchlist

Freeman, R. E., & Dmytriyev, S. (2017). Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other. *Symphonya. Emerging Issues in Management*, *1*, 7–15. Acedido a 3 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.4468/2017.1.02freeman.dmytriyev

Gangi, F., Meles, A., Monferrà, S., & Mustilli, M. (2020). Does corporate social responsibility help the survivorship of SMEs and large firms? *Global Finance Journal*, *43*(February 2018), 100402. Acedido a 27 de março de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.01.006

Giannarakis, G., Konteos, G., Zafeiriou, E., & Partalidou, X. (2016). The impact of corporate social responsibility on financial performance. *Investment Management and Financial Innovations*, *13*(3), 171–182. Acedido a 15 de março de 2022 em https://doi.org/10.21511/imfi.13(3-1).2016.03

Global Reporting Initiative. (2020). *The GRI Standards : the global standards for sustainability reporting Why do sustainability reporting ? The business case for* (pp. 1–7). Acedido a 13 de março de 2022 em https://www.globalreporting.org/standards/media/2458/gri_standards_brochure.pdf

Gomez, L. (2013). The Importance of Corporate Social Responsibility. *Journal of Sociological Research*, *6*(1), 1–16. Acedido a 5 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.5296/jsr.v6i1.7426

Grüninger, B., & Ikeda, F. (2014). Normas e Certificações de Responsabilidade Social Responsabilidade Corporativa com Inclusão dos Stakeholders Beat Grüninger e Fabiana Ikeda. *BSD Consulting*, *December 2012*. Acedido a 9 de janeiro de 2022 em https://www.researchgate.net/publication/265820507_Normas_e_certificacoes_Padroes_para_Responsabilidade_Social_de_Empresas

Guadaño, J. F., & Pedroza, J. H. S. (2018). Impact of Corporate Social Responsibility on value creation from a stakeholder perspective. *Sustainability (Switzerland)*, *10*(6). Acedido a 20 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.3390/su10062062

Guzman, G. M., Castro, S. Y. P., & Torres, G. C. L. (2016). Corporate Social Responsibility and Business Performance: The Role of Mexican SMEs. *International Journal of Asian Social Science*, *6*(10), 568–579. Acedido a 5 de abril de 2022 em https://doi.org/10.18488/journal.1/2016.6.10/1.10.568.579

Hall, T., & Slaper, T. (2011). The Triple Bottom Line: What Is It and How Does It Work? *Indiana Business Review*, *10*(1), 25–36. Acedido a 9 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.1023/A:1008381314159

Han, H., & Kim, Y. (2020). The impact of firm age on corporate social responsibility: Does firm age have a different impact on social, environmental and governance performance? *Proceedings of the European Marketing Academy*, *50*. Acedido a 15 de maio de 2022 em http://proceedings.emac-online.org/pdfs/A2021-93302.pdf

Hategan, C. D., Sirghi, N., Curea-Pitorac, R. I., & Hategan, V. P. (2018). Doing well or doing good: The relationship between corporate social responsibility and profit in Romanian companies. *Sustainability (Switzerland)*, *10*(4). Acedido a 9 de abril de 2022 em https://doi.org/10.3390/su10041041

Hirigoyen, G., & Poulain-Rehm, T. (2015). Relationships between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: What is the Causality? *Journal of Business and Management*, *May 2017*, 18–43. Acedido a 21 de março de 2022 em https://doi.org/10.12735/jbm.v4i1p18

Huang, K. C., & Wang, Y. C. (2021). Do reputation concerns motivate voluntary initiation of corporate social responsibility reporting? Evidence from China. *Finance Research Letters*, *November*, 102611. Acedido a 26 de março de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102611

Investing. (2022). *Filtro de ações (Setores)*. Acedido a 30 de junho de 2022 em https://pt.investing.com/stock-screener/?sp=country::38%7Csector::a%7Cindustry::a%7CequityType::a%3Ceq_market_cap;1

Juárez, L. E. V. (2017). Corporate Social Responsibility: Its Effect on SMEs. *Journal of Management and Sustainability*, *7*(3), 75. Acedido a 6 de março de 2022 em https://doi.org/10.5539/jms.v7n3p75

Kamatra, N., & Kartikaningdyah, E. (2015). Effect corporate social responsibility on financial performance. *International Journal of Economics and Financial Issues*, *5*(2013), 157–164. Acedido a 20 de março de 2022 em https://www.researchgate.net/publication/298650524_Effect_Corporate_Social_Responsibility_on_Financial_Performance

Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *British Accounting Review*, *50*(1), 60–75. Acedido a 20 de abril de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007

Luger, M., Hofer, K. M., & Floh, A. (2021). Support for corporate social responsibility among generation Y consumers in advanced versus emerging markets. *International Business Review*, *July 2020*, 101903. Acedido a 27 de fevereiro de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2021.101903

Madorran, C., & Garcia, T. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: The Spanish case. *RAE Revista de Administracao de Empresas*, *56*(1), 20–28. Acedido a 13 de março de 2022 em https://doi.org/10.1590/S0034-759020160103

Madueño, J. H., Jorge, M. L., Conesa, I. M., & Martínez, D. M. (2016). Relationship between corporate social responsibility and competitive performance in Spanish SMEs: Empirical evidence from a stakeholders' perspective. *BRQ Business Research Quarterly*, *19*(1), 55–72. Acedido a 15 de março de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.06.002

Magrizos, S., Apospori, E., Carrigan, M., & Jones, R. (2021). Is CSR the panacea for SMEs? A study of socially responsible SMEs during economic crisis. *European*

Management Journal, *39*(2), 291–303. https://doi.org/10.1016/j.emj.2020.06.002

Makni, R., Francoeur, C., & Bellavance, F. (2009). Causality between corporate Social performance and financial performance: Evidence from Canadian firms. *Journal of Business Ethics*, *89*(3), 409–422. Acedido a 19 de março de 2022 em https://doi.org/10.1007/s10551-008-0007-7

Martínez, J. B., Fernández, M. L., & Fernández, P. M. R. (2016). Corporate social responsibility: Evolution through institutional and stakeholder perspectives. *European Journal of Management and Business Economics*, *25*(1), 8–14. Acedido a 6 de janeiro de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.redee.2015.11.002

Minutolo, M. C., Kristjanpoller, W. D., & Stakeley, J. (2019). Exploring environmental, social, and governance disclosure effects on the S&P 500 financial performance. *Business Strategy and the Environment*, *28*(6), 1083–1095. Acedido a 28 de março de 2022 em https://doi.org/10.1002/bse.2303

Nejati, M., Quazi, A., Amran, A., & Ahmad, N. H. (2017). Social Responsibility and Performance: Does Strategic Orientation Matter for Small Businesses? *Journal of Small Business Management*, *55*, 43–59. Acedido a 27 de março de 2022 em https://doi.org/10.1111/jsbm.12305

Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, *52*, 400–407. Acedido a 2 de abril de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019

Okafor, A., Adusei, M., & Adeleye, B. N. (2021). Corporate social responsibility and financial performance: Evidence from U.S tech firms. *Journal of Cleaner Production*, *292*. Acedido a 12 de março de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126078

Orzes, G., Moretto, A. M., Ebrahimpour, M., Sartor, M., Moro, M., & Rossi, M. (2018). United Nations Global Compact: Literature review and theory-based research agenda. *Journal of Cleaner Production*, *177*, 633–654. Acedido a 6 de maio de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.12.230

Orzes, G., Moretto, A. M., Moro, M., Rossi, M., Sartor, M., Caniato, F., & Nassimbeni, G. (2020). The impact of the United Nations global compact on firm performance:

A longitudinal analysis. *International Journal of Production Economics*, *227*, 107664. Acedido a 6 de maio de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2020.107664

Papagrigoriou, A., Kalantonis, P., Matsali, C., & Kaldis, P. (2021). Modern Business Activities and Firms' Performance: The Case of Corporate Social Responsibility, Evidence from the Greek Listed Firms in the Athens Stock Exchange. *Modern Economy*, *12*(02), 429–451. Acedido a 14 de abril de 2022 em https://doi.org/10.4236/me.2021.122022

Perić, J., & Turalija, B. (2017). Corporate social responsibility as an important factor of business success in Croatian companies. *Ekonomski Vjesnik*, *31*(1), 35–45. Acedido a 19 de março de 2022 em https://hrcak.srce.hr/ojs/index.php/ekonomski-vjesnik/article/view/4926

Pham, T. N., Tran, P. P., Le, M. H., Vo, H. N., Pham, C. D., & Nguyen, H. D. (2022). The Effects of ESG Combined Score on Business Performance of Enterprises in the Transportation Industry. *Sustainability (Switzerland)*, *14*(14). Acedido a 28 de abril de 2022 em https://doi.org/10.3390/su14148354

R Core Team (2022). R: A language and environment for statistical computing. *R Foundation for Statistical Computing*, Vienna, Austria. URL https://www.R-project.org/

Rahman, S. (2011). Evaluation of Definitions: Ten Dimensions of Corporate Social Responsibility. *World Review of Business Research*, *1*(1), 166–176. Acedido a 2 de janeiro de 2022 em https://www.researchgate.net/publication/265666273_Evaluation_of_Definitions_Ten_Dimensions_of_Corporate_Social_Responsibility

Refinitiv. (2022). *Dados de ESG da sua empresa*. Acedido a 9 de maio de 2022 em https://www.refinitiv.com/pt/sustainable-finance/esg-scores#company-esg-scores

Riyadh, H. A., Sukoharsono, E. G., & Alfaiza, S. A. (2019). The impact of corporate social responsibility disclosure and board characteristics on corporate performance. *Cogent Business and Management*, *6*(1). Acedido a 18 de março de 2022 em https://doi.org/10.1080/23311975.2019.1647917

Rossi, M., Chouaibi, J., Chouaibi, S., Jilani, W., & Chouaibi, Y. (2021). Does a Board Characteristic Moderate the Relationship between CSR Practices and Financial

Performance? Evidence from European ESG Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, *14*(8), 354. Acedido a 19 de maio de 2022 em https://doi.org/10.3390/jrfm14080354

Sameer, I. (2021). Impact of corporate social responsibility on organization's financial performance: evidence from Maldives public limited companies. *Future Business Journal*, *7*(1). Acedido a 1 de março de 2022 em https://doi.org/10.1186/s43093-021-00075-8

Schiebel, W., & Pöchtrager, S. (2003). Corporate ethics as a factor for success - The measurement instrument of the University of Agricultural Sciences (Boku), Vienna. *Supply Chain Management*, *8*(2), 116–121. Acedido a 4 de fevereiro de 2022 em https://doi.org/10.1108/13598540310468715

SGS. (2010). *Norma Internacional ISO/FDIS 26000*. Acedido a 10 de fevereiro de 2022 em https://www.sgs.pt/pt-pt/sustainability/social-sustainability/audit-certification-and-verification/iso-26000-performance-assessment-social-responsibility

Social Accountability International. (2014). *Norma Internacional Responsabilidade Social 8000* (pp. 1–17). Acedido a 10 de fevereiro de 2022 em https://sa-intl.org/wp-content/uploads/2020/01/SA8000-2014_Portuguese.pdf

Stanaland, A. J. S., Lwin, M. O., & Murphy, P. E. (2011). Consumer Perceptions of the Antecedents and Consequences of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, *102*(1), 47–55. Acedido a 15 de abril de 2022 em https://doi.org/10.1007/s10551-011-0904-z

Sun, Y. (2021). Corporate Social Responsibility and Firm Age. *IBusiness*, *06*(03), 1–103. Acedido a 4 de maio de 2022 em http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3833187

Tarigan, J., Hatane, S., Stacia, L., & Widjaja, D. (2019). Corporate social responsibility policies and value creation: does corporate governance and profitability mediate that relationship? *Investment Management and Financial Innovations*, *16*(2), 1–23. Acedido a 9 de maio de 2022 em http://dx.doi.org/10.21511/imfi.16(2).2019.23

Tarmuji, I., Ruhanita, M., & Nor, H. T. (2016). The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, *7*(3), 67–74. Acedido a 10 de maio de 2022 em https://doi.org/10.18178/ijtef.2016.7.3.501

Thanh, T. Le, Huan, N. Q., Thuy Hong, T. T., & Tran, D. K. (2021). The contribution of corporate social responsibility on SMEs performance in emerging country. *Journal of Cleaner Production*, *322*(September 2020), 129103. Acedido a 13 de março de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.129103

Tiep, L. T., Huan, N. Q., & Hong, T. T. T. (2021). Effects of corporate social responsibility on SMEs' performance in emerging market. *Cogent Business and Management*, *8*(1). Acedido a 9 de março de 2022 em https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1878978

Viererbl, B., & Koch, T. (2022). The paradoxical effects of communicating CSR activities: Why CSR communication has both positive and negative effects on the perception of a company's social responsibility. *Public Relations Review*, *48*(1), 102134. Acedido a 2 de abril de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.pubrev.2021.102134

Wuttichindanon, S. (2017). Corporate social responsibility disclosure—choices of report and its determinants: Empirical evidence from firms listed on the Stock Exchange of Thailand. *Kasetsart Journal of Social Sciences*, *38*(2), 156–162. Acedido a 5 de abril de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.kjss.2016.07.002

Yoo, S., & Managi, S. (2022). Disclosure or action: Evaluating ESG behavior towards financial performance. *Finance Research Letters*, *44*(May 2021), 102108. Acedido a 29 de abril de 2022 em https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102108

Żak, A. (2015). Triple Bottom Line Concept in Theory and Practice. *Social Responsability of Organizations Changes and Their Directions*, *387*, 251–264. Acedido a 9 de maio de 2022 em https://www.dbc.wroc.pl/Content/28934/Zak_Triple_Bottom_Line_Concept_In_Theory_And_Practice_2015.pdf

APÊNDICES

Apêndice I – Lista de empresas selecionadas para a amostra

EMPRESA	Pais	Setor
Ackermans en van Haaren	Bélgica	Indústria
Ageas SA	Bélgica	Finanças
Anheuser Busch Inbev	Bélgica	Bens de consumo
Cofinimmo	Bélgica	Imobiliária
D'Ieteren	Bélgica	Consumidor Discricionário
Elia System Op.	Bélgica	Utilidades
Etablissementen França nz Colruyt	Bélgica	Bens de consumo
GBL	Bélgica	Finanças
KBC Groep	Bélgica	Finanças
Proximus	Bélgica	Comunicação
Sofina	Bélgica	Finanças
Solvay	Bélgica	Materiais
UCB	Bélgica	Saúde
Umicore	Bélgica	Materiais
Santander	Espanha	Finanças
BBVA	Espanha	Finanças
Caixabank	Espanha	Finanças
Iberdrola	Espanha	Energia
Mapfre	Espanha	Finanças
Bankinter	Espanha	Finanças
Endesa	Espanha	Energia
Ferrovial	Espanha	Indústria
Enagas	Espanha	Energia
Indra	Espanha	Tecnologia
Global Dominion	Espanha	Tecnologia
Logista	Espanha	Indústria
Acciona	Espanha	Utilidades
Construcciones y Auxiliar	Espanha	Indústria
Grupo Catalana Occidente SA	Espanha	Finanças
FCC	Espanha	Indústria
Ebro Foods	Espanha	Bens de consumo
Alba SA	Espanha	Finanças
ALTRI	Portugal	Materiais
BCP	Portugal	Finanças
CORTICEIRA AMORIM	Portugal	Materiais
CTT	Portugal	Indústria
EDP	Portugal	Energia
EDP RENOVÁVEIS	Portugal	Energia
GALP ENERGIA	Portugal	Energia
JERÓNIMO MARTINS	Portugal	Bens de consumo
MOTA-ENGIL	Portugal	Indústria
NAVIGATOR	Portugal	Materiais
NOS	Portugal	Comunicação

PHAROL	Portugal	Comunicação
REN	Portugal	Energia
SEMAPA	Portugal	Materiais
SONAE	Portugal	Bens de consumo
MERLIN Properties	Espanha	Imobiliária
Realia Business, S.A.	Espanha	Finanças
Carlsberg B	Dinamarca	Bens de consumo
Chr Hansen	Dinamarca	Materiais
Coloplast	Dinamarca	Saúde
Danske Bank	Dinamarca	Finanças
Demant	Dinamarca	Saúde
Dsv	Dinamarca	Indústria
Genmab	Dinamarca	Saúde
Gn Store Nord	Dinamarca	Saúde
Jyske Bank	Dinamarca	Finanças
Novo Nordisk B	Dinamarca	Saúde
Novozymes B	Dinamarca	Materiais
Orsted	Dinamarca	Utilidades
Pandora	Dinamarca	Consumidor Discricionário
Rockwool International B	Dinamarca	Indústria
Trygvesta	Dinamarca	Finanças
Vestas Wind	Dinamarca	Indústria
Fortum	Finlândia	Utilidades
Kesko	Finlândia	Bens de consumo
Kone Corporation	Finlândia	Indústria
Neste Oil	Finlândia	Energia
Nokia Oyj	Finlândia	Tecnologia
Nokian Renkaat	Finlândia	Consumidor Discricionário
Orion B	Finlândia	Saúde
Outokumpu oyj	Finlândia	Materiais
Sampo Plc	Finlândia	Finanças
SSAB AB	Finlândia	Materiais
Stora Enso OYJ	Finlândia	Materiais
TietoEVRY	Finlândia	Tecnologia
UPM-Kymmene	Finlândia	Materiais
Valmet	Finlândia	Indústria
Wartsila	Finlândia	Indústria
Airbus Group	França	Indústria
Alstom	França	Indústria
Axa	França	Finanças
BNP Paribas	França	Finanças
EssilorLuxottica	França	Consumidor Discricionário
Carrefour	França	Bens de consumo
Credit Agricole	França	Finanças
Danone	França	Bens de consumo
Hermes International	França	Consumidor Discricionário

Michelin	França	Consumidor Discricionário
Orange	França	Comunicação
Renault	França	Consumidor Discricionário
SaFrança n	França	Indústria
Sanofi	França	Saúde
Schneider Electric	França	Indústria
TotalEnergies SE	França	Energia
Veolia Environnement	França	Utilidades
Vivendi	França	Comunicação
Vinci	França	Finanças
Adidas	Alemanha	Consumidor Discricionário
Allianz	Alemanha	Finanças
BASF	Alemanha	Materiais
Bayer	Alemanha	Saúde
BMW	Alemanha	Consumidor Discricionário
Covestro	Alemanha	Materiais
Daimler/Mercedes-Benz Group AG	Alemanha	Consumidor Discricionário
Linde PLC	Alemanha	Materiais
Deutsche Borse	Alemanha	Finanças
Deutsche Post	Alemanha	Indústria
Deutsche Tel.	Alemanha	Comunicação
E.ON	Alemanha	Utilidades
Fresenius Medical Care	Alemanha	Saúde
Fresenius SE	Alemanha	Saúde
Heidelbergcement	Alemanha	Materiais
Henkel	Alemanha	Bens de consumo
Infineon	Alemanha	Tecnologia
Porsche Automobil Holding SE	Alemanha	Consumidor Discricionário
RWE	Alemanha	Utilidades
SAP	Alemanha	Tecnologia
Volkswagen VZO	Alemanha	Consumidor Discricionário
Vonovia	Alemanha	Imobiliária
Zalando SE	Alemanha	Consumidor Discricionário
Aegon NV	Países Baixos	Finanças
Ahold Delhaize	Países Baixos	Tecnologia
Akzo Nobel	Países Baixos	Materiais
ASML Holding	Países Baixos	Tecnologia
BE Semiconductor Industries NV	Países Baixos	Tecnologia
Heineken	Países Baixos	Bens de consumo
ING Groep	Países Baixos	Finanças
Koninklijke KPN	Países Baixos	Comunicação
NN Group NV	Países Baixos	Finanças
Philips	Países Baixos	Saúde
Signify	Países Baixos	Indústria
Wolters Kluwer NV	Países Baixos	Indústria
Bank Ireland	Irlanda	Finanças

CRH	Irlanda	Materiais
Dalata Hotel	Irlanda	Consumidor Discricionário
Flutter Entertainment	Irlanda	Consumidor Discricionário
Glanbia PLC	Irlanda	Bens de consumo
Kerry Group	Irlanda	Bens de consumo
Kingspan	Irlanda	Indústria
Ryanair	Irlanda	Indústria
A2A	Itália	Utilidades
Assicurazioni Generali	Itália	Finanças
Atlantia	Itália	Indústria
Banca Mediolanum	Itália	Finanças
Banco Bpm	Itália	Finanças
Bper Banca	Itália	Finanças
Enel	Itália	Utilidades
Eni SpA	Itália	Energia
FinecoBank	Itália	Finanças
Hera SpA	Itália	Utilidades
Intesa	Itália	Finanças
Mediobanca	Itália	Finanças
Louis Vuitton	Itália	Consumidor Discricionário
Snam Rete	Itália	Utilidades
Stellantis NV	Itália	Consumidor Discricionário
Terna	Itália	Utilidades
UniCredit	Itália	Finanças
Aker BP	Noruega	Energia
Dno	Noruega	Energia
Equinor	Noruega	Energia
Frontline Ltd	Noruega	Energia
Golden Ocean	Noruega	Indústria
Kongsberg Automotive ASA	Noruega	Consumidor Discricionário
Norsk Hydro	Noruega	Materiais
REC Silicon	Noruega	Tecnologia
Telenor	Noruega	Comunicação
Aviva	Reino Unido	Finanças
Barclays	Reino Unido	Finanças
BP	Reino Unido	Energia
Centrica	Reino Unido	Utilidades
EasyJet	Reino Unido	Indústria
Glencore	Reino Unido	Materiais
GSK plc	Reino Unido	Saúde
HSBC	Reino Unido	Finanças
IAG International Consolidated Airlines Group S.A.	Reino Unido	Indústria
Lloyds Banking	Reino Unido	Finanças
Melrose Industries	Reino Unido	Indústria
NatWest Group	Reino Unido	Finanças
Standard Chartered	Reino Unido	Finanças

Tesco	Reino Unido	Bens de consumo
Vodafone Group PLC	Reino Unido	Comunicação
Atlas Copco A	Suécia	Indústria
Hennes & Mauritz	Suécia	Consumidor Discricionário
Hexagon	Suécia	Tecnologia
Investor B	Suécia	Finanças
Kinnevik Investment B	Suécia	Finanças
LM Ericsson B	Suécia	Tecnologia
S.e.b	Suécia	Finanças
Sandvik	Suécia	Indústria
SKF B	Suécia	Indústria
Svenska Handelsbanken	Suécia	Finanças
Swedbank	Suécia	Finanças
Tele2 AB	Suécia	Comunicação
Telia Company	Suécia	Comunicação
Volvo B	Suécia	Indústria
ABB	Suíça	Indústria
Credit Suisse	Suíça	Finanças
Geberit	Suíça	Indústria
Givaudan	Suíça	Materiais
Holcim	Suíça	Materiais
Logitech	Suíça	Tecnologia
Lonza Group	Suíça	Saúde
Nestle SA	Suíça	Bens de consumo
Novartis	Suíça	Saúde
Partners Group	Suíça	Finanças
Richemont	Suíça	Finanças
Roche Holding Participation	Suíça	Saúde
Sika	Suíça	Materiais
Sonova H Ag	Suíça	Saúde
Swiss Life Holding	Suíça	Finanças
Swiss Re	Suíça	Finanças
Swisscom	Suíça	Comuni
UBS Group	Suíça	Finanças
Zurich Insurance Group	Suíça	Finanças