

MESTRADO
CONTABILIDADE E CONTROLO DE GESTÃO

A relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro: evidência empírica dos países do sul da Europa

Rosa Campos Silva

M

2024



FACULDADE DE ECONOMIA



A relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro: evidência empírica dos países do sul da Europa

Rosa Campos Silva

Dissertação

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientado por

Manuel Emílio Mota de Almeida Delgado Castelo Branco

Coorientado por

Natércia da Silva Fortuna

2024

Agradecimentos

Gostaria de expressar a minha profunda gratidão à minha família, pelo apoio incondicional e amor que me proporcionaram ao longo desta jornada académica. Aos meus pais, que sempre acreditaram em mim, e aos meus irmãos, pela paciência e compreensão durante os momentos mais desafiantes deste percurso. Sem o vosso encorajamento, nada disto teria sido possível.

À minha melhor amiga, Elisabete, cujo apoio constante e palavras de motivação me ajudaram a superar os obstáculos que encontrei pelo caminho. A tua amizade e presença foram fundamentais para manter o meu equilíbrio emocional e a minha determinação para alcançar este objetivo.

Ao meu namorado, Miguel, pelo carinho e compreensão inabaláveis durante todos os momentos de stress e incerteza. A tua paciência e apoio foram cruciais para que eu conseguisse concentrar-me e dar o meu melhor em cada etapa deste trabalho. Agradeço por acreditares em mim e me encorajares a nunca desistir.

Ao meu orientador, pela orientação e sabedoria que me foram transmitidas ao longo deste processo. A sua experiência e conselhos foram essenciais para o desenvolvimento desta tese, e sou profundamente grata pelo seu tempo e dedicação. Todo o acompanhamento e ajuda foram cruciais para concluir este trabalho.

À minha co-orientadora, pelo suporte dado num momento decisivo e pelas valiosas sugestões que enriqueceram este trabalho. A sua colaboração e empenho foram fundamentais para o aperfeiçoamento desta tese.

A todos, o meu mais sincero obrigado. Esta conquista é tão vossa quanto minha.

Resumo

O objetivo desta dissertação é concentrar-se no desempenho ambiental, social e governamental (ESG) no seu total e desagregado em cada uma das suas componentes e avaliar o seu impacto no desempenho financeiro das empresas. A maioria dos autores defendem a relação positiva entre o desempenho ESG e as suas componentes com o desempenho financeiro empresarial. No entanto, muitas dúvidas ainda se debruçam sobre este tema, sendo necessário construir mais evidência empírica para fortalecer a relação positiva entre estas duas variáveis.

Sendo assim, este estudo passa por analisar um grupo de países com características socioeconómicas semelhantes, denominado por capitalismo mediterrâneo segundo a teoria das variedades de capitalismo, para o período de 1999 a 2023, de forma a avaliar se a relação entre o desempenho ESG, combinado e desagregado pelas suas componentes, e o desempenho financeiro é positiva, negativa ou neutra. Para o estudo em causa foi utilizada a base de dados *WorkSpace* do *Refinitiv*.

Esta dissertação contribui para a investigação empírica sobre a responsabilidade social das empresas (RSE), uma vez que o desempenho ESG é decomposto nas suas três componentes e, inclui, pela primeira vez medidas para o desempenho financeiro baseadas na contabilidade e no mercado para o contexto dos países do sul da Europa (Portugal, Espanha, Itália e Grécia).

Os resultados obtidos sugerem que existe uma relação positiva entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro, tanto medido através de uma medida contabilística, neste caso o *ROA*, e de uma medida de mercado, o *Q* de Tobin. Além disso, desagregando o ESG nas suas três componentes verificamos que a componente social tem um impacto positivo no desempenho financeiro das empresas. No entanto, as componentes ambiental e governamental não são estatisticamente significativas.

Palavras-chave: RSE, ESG, desempenho financeiro, *stakeholders*, capitalismo mediterrâneo, modelos de dados em painel

Abstract

This dissertation aims to focus on environmental, social, and governance (ESG) performance in total and disaggregated into each component and evaluate its impact on companies' financial performance. Most authors defend the positive relationship between ESG performance, its components, and corporate financial performance. However, many doubts still surround this topic, and it is necessary to produce more empirical evidence to strengthen the positive relationship between these two variables.

Therefore, this study will be carried out to analyze a group of countries with similar socioeconomic characteristics, called Mediterranean capitalism, according to the theory of varieties of capitalism, for the period from 1999 to 2023, in order to assess whether the relationship between ESG performance, combined and disaggregated by components, and financial performance is positive, negative or neutral. For the study in question, the Refinitiv Workspace database was used.

This dissertation contributes to empirical research on corporate social responsibility (CSR), since ESG performance is decomposed into its three components and, for the first time, includes measures for financial performance based on accounting and the market for the context from southern European countries (Portugal, Spain, Italy and Greece).

The results obtained suggest that there is a positive relationship between ESG performance and financial performance, both measured through an accounting measure, in this case, ROA, and a market measure, Tobin's Q. Furthermore, by disaggregating ESG into its three components, we were able to verify that the social component has a positive impact on the financial performance of companies. However, the environmental and governance components are not statistically significant.

Keywords: CSR, ESG, financial performance, stakeholders, mediterranean capitalism, panel data models

Índice

Agradecimentos.....	i
Resumo	ii
Abstract.....	iii
Índice de Figuras	v
Índice de Tabelas.....	vi
Lista de Anexos	vii
1. Introdução	1
2. Contextualização do estudo	4
O risco	4
A adoção de práticas ESG como uma estratégia	6
A divulgação de informação sobre RSE	8
3. Enquadramento teórico.....	11
Teoria da agência	11
Teoria dos <i>Stakeholders</i>	12
Teoria baseada em recursos	14
Variedades de capitalismo.....	16
4. Revisão de literatura empírica e desenvolvimento de hipóteses	19
5. Metodologia	22
5.1. Amostra e Recolha de dados.....	22
5.2. Definição das Variáveis.....	23
5.2.1. Variáveis Dependentes	23
5.2.2. Variáveis Explicativas	24
5.3. Modelos em estudo	29
6. Resultados e Discussão	31
7. Conclusão	46
8. Referências bibliográficas	48
9. Anexos	60

Índice de Figuras

Figura 1 - Média das variáveis dependentes ao longo do tempo.....	33
Figura 2 - Média das variáveis independentes em estudo ao longo do tempo	34

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Características das variedades de capitalismo	17
Tabela 2 - Desagregação da Amostra	23
Tabela 3 - Setores na Amostra	26
Tabela 4 - Variáveis dos modelos	28
Tabela 5 - Estatísticas Descritivas das Variáveis.....	32
Tabela 6 - Número e percentagem de observações de cada setor	35
Tabela 7 - Resultados da estimação com a variável dependente $\ln ROA$	37
Tabela 8 - VIF para os modelos estimados 1 e 3.....	39
Tabela 9 - Resultados dos modelos estimados com a variável dependente $\ln Q_{Tobin}$	42
Tabela 10 - VIF para os modelos estimados 2 e 4	44

Lista de Anexos

Anexo 1 - Correlação das variáveis independentes dos modelos estimados 1 e 3.....	60
Anexo 2 - Correlação das variáveis independentes dos modelos estimados 2 e 4.....	62

1. Introdução

Os últimos anos foram caracterizados por grandes mudanças e crises globais, e com eles aprendemos que o sucesso de uma empresa está aliado a uma boa capacidade de integração no seu meio ambiente. Sendo assim, uma empresa para manter o seu negócio com uma imagem credível necessita de ter alguns aspetos em consideração, que são expostos pela chamada Responsabilidade Social das Empresas (RSE).

A RSE consiste na responsabilidade de uma organização pelo impacto que as suas decisões e atividades têm na sociedade e no meio ambiente. Este conceito materializa-se através de comportamentos transparentes e éticos, que contribuem para o desenvolvimento sustentável, a saúde e o bem-estar da sociedade (Clément et al., 2023). Por desenvolvimento sustentável entende-se o desenvolvimento que procura satisfazer as necessidades das gerações presentes sem comprometer a capacidade das gerações futuras de satisfazerem as suas próprias necessidades (WCED, 1987).

Os fatores ESG (*Environmental, Social and Governance*) consistem em critérios de avaliação das empresas centrados no seu desempenho ambiental, social e governamental, derivado do investimento socialmente responsável. A componente ambiental inclui o impacto da empresa no ambiente e a gestão ambiental que esta segue (Jain & Tripathi, 2023). Por outro lado, a componente social refere-se à forma como uma empresa gere e produz valor para os seus *stakeholders* (Jain & Tripathi, 2023). Por último, os fatores governamentais estão relacionados com as políticas e práticas da organização e a ideologia da administração da empresa (Jain & Tripathi, 2023).

Embora a RSE abranja elementos estratégicos de uma empresa que nem sempre são captados pelas pontuações ESG, as pontuações ESG medem especificamente questões de RSE, sendo vistas como uma extensão das estratégias de RSE (Gillan et al., 2021). Estas pontuações representam a parte quantitativa das estratégias de RSE e continuam a ser a melhor medida disponível para avaliar as atividades de RSE de uma empresa (Cini & Ricci, 2018). Desta forma, as classificações ESG são amplamente aceites, o que facilita a sua utilização e a comparação entre empresas (Clément et al., 2023).

Além disso, as classificações ESG representam um passo importante no sentido de uma maior incorporação dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) propostos pela ONU, em 2015. Os ODS consistem numa lista de 17 metas prioritárias que compõem a

Agenda 2030, e que dizem respeito a compromissos relacionados com direitos humanos, erradicação de pobreza, luta contra a desigualdade e a injustiça, igualdade de gênero, empoderamento de mulheres, ações contra as mudanças climáticas, entre outros temas relevantes (Alves, 2023).

O termo ESG foi mencionado pela primeira vez num relatório com o título “Who Cares Wins” em 2004. Este relatório mencionava que a integração dos fatores ESG no mercado de capitais tornaria o mercado mais sustentável e levaria a melhores resultados para a comunidade. A pressão imposta pelos *stakeholders*, como os consumidores, fornecedores, clientes, colaboradores, investidores e acionistas, no desenvolvimento e implementação de práticas ESG pelas empresas com as quais possuem relações, levou ao reconhecimento mundial do ESG (Jain & Tripathi, 2023).

Tais pontuações foram desenvolvidas para reconhecer a necessidade do mundo financeiro de avaliar as empresas em função destes três critérios, e identificar as empresas com melhor desempenho. Para atribuir a classificação a cada critério, são utilizados dados tangíveis e intangíveis que nos levam à determinação de uma pontuação ESG, que posteriormente é publicada por empresas privadas cujos principais clientes são gestores de carteira e investidores (Muñoz-Torres et al., 2019).

Jonsdottir et al. (2022) considera que a adoção dos princípios ESG pelas empresas contribuiu para que os aspetos ambientais, sociais e governamentais fossem considerados nas suas tomadas de decisão de investimento. Os investidores estão mais dispostos a investir o seu capital em empresas com um desempenho ESG excecional (Fink, 2020) e a procura de informações ESG por parte de outros *stakeholders* continua a aumentar. Os fatores ESG estão gradualmente a tornar-se as três dimensões mais importantes para medir a sustentabilidade dos agentes económicos na comunidade internacional (Yu et al., 2020). É importante mencionar que os investimentos em fundos ESG aumentaram dez vezes, de 5 mil milhões de dólares em 2018 para 50 mil milhões de dólares em 2020 e, ainda mais para 70 mil milhões de dólares em 2021 (Pérez et al., 2022).

A implementação do conceito ESG consiste numa estratégia orientada para a sustentabilidade e para a gestão dos interesses de todos os *stakeholders*, conduzindo a um melhor desempenho ambiental, social e governamental e, que, pode contribuir para o melhor desempenho financeiro das empresas (Velte, 2017).

Nesta linha de pensamento, é relevante tentar perceber se as estratégias de RSE com base na adoção de práticas ESG impulsionam o desempenho financeiro empresarial, levando ao maior interesse por parte dos investidores em empresas com pontuação ESG superior. Será que esta lógica é válida para o contexto socioeconómico de Portugal, Espanha, Itália e Grécia? Será que as empresas pertencentes a este grupo de países assumem uma relação positiva entre o seu desempenho ESG e o seu desempenho financeiro?

Para fazer face ao estudo desta relação decidimos selecionar uma amostra de índices da bolsa representados por países com características socioeconómicas semelhantes, pois como sabemos os fatores externos às organizações influenciam os efeitos que as práticas ESG possam ter no desempenho financeiro. Sendo assim, escolhemos o conjunto dos países que na literatura de variedades de capitalismo se denomina por capitalismo mediterrâneo (Portugal, Itália, Grécia e Espanha), que consiste num grupo de países que não foi alvo de um estudo deste género na literatura existente (Pinto et al., 2019). Dessa forma, pretendemos contribuir para a literatura existente através do estudo da relação entre a pontuação ESG atribuída a cada uma das empresas pertencentes aos quatro índices de bolsa selecionados, cada um deles pertencendo a 4 países diferentes (Portugal, Espanha, Itália e Grécia) com o seu desempenho financeiro, durante o horizonte temporal 1999-2023.

A presente dissertação pretende dar resposta à pergunta enunciada, e, para isso, primeiramente, apresenta-se, no próximo capítulo, uma contextualização do tema em estudo, sendo exploradas as três perspetivas inter-relacionadas (risco, estratégia e divulgação) que explicam a forma como os acionistas podem considerar os fatores ESG na tomada de decisões de investimento e como estes fatores contribuem para a criação de valor numa empresa. Depois, no capítulo subsequente, dá-se conta do enquadramento teórico utilizado, expondo-se as teorias mais relevantes para o entendimento da dissertação. No Capítulo 4, foca-se a atenção nos estudos empíricos que mostram as diferentes conclusões sobre a relação entre o desempenho financeiro e o ESG e definem-se as nossas hipóteses de investigação. No Capítulo 5, apresenta-se a metodologia, identificando-se a amostra, as variáveis e os modelos utilizados. No Capítulo 6, apresentam-se os resultados do nosso estudo e a respetiva discussão. Por fim, no capítulo final, são enunciadas as principais conclusões.

2. Contextualização do estudo

Neste capítulo, iremos focar a nossa atenção em três perspectivas que nos apresentam diferentes formas de identificar os benefícios que a adoção de estratégias de RSE com base em práticas ESG proporcionam às empresas, e que, possivelmente, contribuem para um melhor desempenho financeiro.

O risco

Huang (2021) considera que a maioria dos investidores tem em consideração os fatores ESG na tomada de decisões de investimento apenas por razões financeiras, e não éticas. Esta ideia é consistente com a evidência empírica existente sobre a relação entre a pontuação ESG e o desempenho financeiro, sendo que o objetivo dos investidores consiste no aumento do retorno aliado a um menor risco. Segundo Starks (2009), os fatores ESG podem impactar vários tipos de risco numa empresa, incluindo o risco sistemático, o risco regulatório, o risco do produto, o risco de reputação, entre outros.

Uma empresa com maior envolvimento na área ESG pode assumir diferentes exposições ao risco sistemático (risco de mercado que não pode ser minimizado ou anulado através da diversificação da carteira) por conta da sua resiliência durante períodos de crise (Benabou & Tirole, 2010). Neste sentido, Lins et al. (2017) descobriram que empresas com um envolvimento ESG elevado possuem um melhor desempenho do que as empresas com baixo envolvimento ESG, durante a crise financeira de 2008-2009. Além disso, Albuquerque et. al (2019) referem que empresas fortes no âmbito do ESG enfrentam uma procura menos elástica face ao preço, no caso de uma estratégia de diferenciação de produtos, levando a um menor risco sistemático. Relativamente ao risco sistemático podemos concluir que empresas com maior envolvimento na área do ESG estão menos sujeitas ao risco sistemático devido a enfrentarem de melhor forma ciclos económicos e ao garantir uma carteira de clientes fiel.

De outra forma, empresas socialmente responsáveis têm menor risco uma vez que estas apresentam uma carteira de investidores mais ampla (El Ghouli et al., 2011). O maior número de investidores poderá estar associado ao facto de empresas com classificações ESG mais elevadas terem avaliações de mercado também mais elevadas (Hong & Liskovich, 2015). Esta ideia é corroborada por Saeed e Sroufe (2021) quando diz que a responsabilidade social da empresa aumenta a sua avaliação e diminui o seu risco.

No entanto, Becchetti et al. (2015) defendem a ideia de que as práticas ESG aumentam o risco idiossincrático (risco associado a investimentos específicos e que pode ser minimizado ou anulado através de uma carteira diversificada) das empresas, mas, ao mesmo tempo, reduzem o risco dos *stakeholders*. Este efeito surge devido a uma perda de flexibilidade na resposta a choques negativos de produtividade causados pelas atividades ESG, o que, por sua vez, reduz o risco das partes interessadas.

Sendo que a informação ESG foi incorporada no processo de avaliação de crédito pelas instituições financeiras, como os bancos (Eliwa et al., 2021), as empresas com melhores práticas de ESG beneficiam de um nível de risco mais baixo, traduzindo-se num acesso a recursos financeiros com melhores condições. Stellner et al. (2015) mencionam que o custo de crédito de uma empresa depende do país em que a empresa esteja localizada e do envolvimento ESG nesse país. Para além disso, Seltzer et al. (2022) mostram evidências de que os *ratings* de crédito de uma empresa e os *spreads* de rendimento estão relacionados com as pontuações a nível ambiental. Ou seja, empresas com um mau desempenho ambiental tendem a ter *ratings* mais baixos e *spreads* de rendimento mais elevados. Atualmente as práticas ESG das empresas são relevantes para os termos dos empréstimos bancários. He et al. (2021) concluem que os eventos adversos ao termo ESG aumentam significativamente as taxas de juro e reduzem o tamanho dos empréstimos bancários.

Kim et al. (2014) descobriram que uma organização ética e socialmente responsável mitiga o risco de queda do preço das ações, devido, essencialmente, ao facto de estas manterem um elevado nível de transparência e envolverem-se menos na acumulação de más notícias, o que origina um menor risco de colapso.

Do ponto de vista interno, as boas práticas ESG podem reduzir os riscos internos relacionados com a parte operacional e governamental de uma empresa, como por exemplo, a diminuição do risco de informação e do risco operacional, construindo bases para o desenvolvimento sustentável (Wang et al., 2022).

Com isto os investidores veem a aplicação destas práticas e a posterior publicação dos resultados como uma proteção contra eventos inesperados, diminuindo o risco de investir em empresas que adotam práticas ESG (Wang et al., 2022).

A adoção de práticas ESG como uma estratégia

Friedman (1970) afirmou que o principal objetivo das empresas consiste na maximização dos lucros e na defesa dos interesses dos seus acionistas. Todavia, Freeman (1984) frisou a importância de as empresas focarem a sua atenção em todas as partes interessadas, e, não apenas nos acionistas, dando evidência à teoria dos *stakeholders*. Esta teoria suporta a relação positiva entre o investimento em práticas ESG e o desempenho financeiro.

Tendo em consideração a teoria dos *stakeholders*, assumimos que as partes interessadas de uma organização constituem um papel único e relevante no processo empresarial, pois é através de relacionamentos sólidos e positivos com os *stakeholders* que é possível alcançar o crescimento sustentável (Wang et al., 2022; Li et al., 2018).

De forma a atingir receita, lucros e, por último, criar valor para os acionistas, as empresas devem encarar as suas partes interessadas como uma envolvente que deverá ser bem gerida e cuidada (Berman et al., 1999). Focar a atenção nas preocupações de todos os *stakeholders*, ajuda a evitar que certas tomadas de decisão possam levar os *stakeholders* a prejudicar os objetivos corporativos. Tal situação pode acontecer pois são eles que controlam os recursos que facilitam a implementação de decisões corporativas (Salancik & Pfeffer, 1978).

A título de exemplo, foi demonstrado que, os colaboradores tornam-se mais produtivos quando a empresa possui uma imagem positiva no âmbito da contratação de pessoal (Dutton et al., 1994). Os clientes dão resposta ao desempenho social positivo através do aumento da procura pelos produtos e serviços, ou até pagando valores mais elevados (Bhattacharya & Sen, 2003). Além disso, certos investidores procuram empresas que atuam na área do ESG para investir o seu capital (Barnett & Salomon, 2006; Graves & Waddock, 1994; Johnson & Greening, 1999).

Sendo assim, através de relações positivas e sustentáveis com todos os *stakeholders*, é possível obter apoio de longo prazo de toda a envolvente e reduzir custos de negociação e contratação, mas também reunir boas capacidades de gestão, motivando as partes interessadas a atuarem de forma a proporcionarem vantagens competitivas para a empresa (Wang et al., 2022; Li et al., 2018).

Adicionalmente, os investigadores afirmam que, ao desenvolver relações estreitas com os *stakeholders*, podemos desenvolver certos recursos intangíveis, como a inovação (Klassen &

Whybark, 1999), os recursos humanos (Russo & Harrison, 2005) e a cultura organizacional (Howard-Grenville & Hoffman, 2003) contribuindo para a utilização mais eficiente e competitiva dos ativos da empresa, e, conseqüentemente, ajudando a adquirir uma vantagem competitiva face aos seus rivais (Surroca et al., 2010). O ESG pode funcionar como um meio para as empresas assegurarem a aquisição de recursos críticos controlados pelas partes interessadas (Wang et al., 2008) e, ao mesmo tempo, ajuda a reduzir o risco de perda dos recursos que a empresa já controla (Barnett & Salomon, 2006; Brammer & Millington, 2004; Godfrey, 2005).

Por outro lado, foi desenvolvido o conceito de “*moral reputation capital*” que faz a ligação entre as atividades ESG ao valor criado para o acionista, através da teoria da reputação (Godfrey, 2005; Godfrey et al., 2009; Muller & Kraussl, 2011). Este conceito menciona que empresas com forte reputação a nível ESG possuem capacidade de preservar o valor da empresa, em tempos de crise, de uma melhor forma do que as empresas que não investem neste tipo de práticas (Godfrey et al., 2009; Schnietz & Epstein, 2005). Godfrey et al. (2009) argumentaram que a forte reputação reduz a severidade geral das sanções, por sinal as empresas sem atividade no âmbito do ESG ficam expostas a impactos maiores.

Wang et al. (2022) mencionam que, numa ótica estratégica, as iniciativas não financeiras praticadas pelas empresas, como iniciativas voltadas para o conceito ESG, podem não só atender às expectativas dos diferentes *stakeholders*, aumentando assim a sua aceitação social no mercado, como trazer recursos tangíveis e intangíveis para a empresa. Por conseguinte, estas iniciativas permitem desenvolver uma vantagem competitiva no mercado, difícil de ser imitada pelos concorrentes e capaz de impulsionar o seu desempenho financeiro (Taliento et al., 2019).

Para além disto, importa mencionar que o investimento realizado na introdução, desenvolvimento e monitorização das práticas ESG, gera um conhecimento tecnológico e de inovação muito forte, facilitando um maior desempenho de todos os processos de inovação de produtos e serviços (Bocquet et al., 2013). Este conhecimento e inovação tecnológicos consistem no elo de ligação entre as práticas ESG e o valor da empresa (Lioui & Sharma, 2012).

Segundo o estudo de Huang (2021), a atividade ESG de uma empresa ocorre num contexto institucional dinâmico com múltiplos atores, evidenciando a teoria dos *stakeholders*. Esta

perspectiva expande o impacto dos fatores ESG, mostrando a importância da divulgação destes fatores para todos os *stakeholders*, e, que isso pode ser relevante para avaliar o valor da empresa a longo prazo. No geral, os *stakeholders* exercem alguma pressão no sentido desta divulgação devido ao seu impacto nas receitas e recursos e na reputação da empresa.

Por último, a liderança ética e a responsabilidade social são dois pontos importantes que podem ajudar as empresas a ganhar competitividade e a criar uma imagem de marca (Schinzel, 2018). Por sua vez, empresas que praticam uma liderança ética e responsável contribuem para mais iniciativas e práticas de ESG distinguindo-se dos seus concorrentes (Luque & Herrero-García, 2019).

A divulgação de informação sobre RSE

A divulgação de informação de carácter ambiental, social e governamental pode ser definida como qualquer informação que uma empresa torna pública, no âmbito das suas contas anuais, ou paralelamente a estas, ou até num relatório autónomo, que possua relação com a sua performance, normas ou atividades na esfera da RSE. Normalmente, esses documentos são denominados por relatórios de sustentabilidade, por relatórios de RSE ou também relatórios ESG (Diwan & Sreeraman, 2024).

Todavia, a elaboração obrigatória e completa de relatórios de sustentabilidade ainda não é a realidade vivida pelas empresas, uma vez que os regulamentos de divulgação são normalmente introduzidos numa base de "cumprir ou explicar", em que as empresas dispõem de uma cláusula de salvaguarda que lhes permite não efetuar divulgações (Ioannou & Serafeim, 2016). Apesar disso, as Nações Unidas recomendam que todas as grandes empresas sejam obrigadas a publicar relatórios de sustentabilidade até 2030 (Brooks, 2018).

A diretiva 2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de dezembro de 2022, de Relato de Sustentabilidade das empresas veio alterar o Regulamento (UE) n.º 537/2014, a Diretiva 2004/109/CE, a Diretiva 2006/43/CE e a Diretiva 2013/34/EU. Esta alteração teve como objetivo ampliar o âmbito da aplicação dos requisitos de relato não financeiro, promovendo a transparência e a responsabilização das empresas pelo seu desempenho ESG (Diretiva 2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2022, 2022). As principais alterações foram o alargamento do âmbito, ou seja, o número de empresas a que se aplica é superior; a existência de *standards* obrigatórios de relato; a exigência da verificação da informação por terceira parte, através de auditorias; a obrigatoriedade de

inclusão no relatório de gestão e a divulgação em formato digital, de acordo com uma taxonomia digital específica (PwC, 2022).

Em conformidade com Hahn e Kühnen (2013), a apresentação de informações sobre sustentabilidade proporciona às empresas os seguintes benefícios: aumento da transparência, melhoria da reputação e valor da marca, motivação dos empregados e apoio aos processos de controlo da empresa. No entanto, Brammer et al. (2006) argumentam que o principal objetivo da divulgação de informações pelas empresas é "influenciar as percepções relativas às perspectivas financeiras futuras da empresa nas mentes dos *stakeholders* externos", em vez de tentar genuinamente reduzir os danos ambientais ou sociais.

Clément et al. (2023) realizaram um estudo segundo a análise de 342 artigos sobre ESG, sendo que 10% destes 342 artigos utilizaram as pontuações ESG para medir os níveis de divulgação ou transparência das empresas em relação às questões ESG. Como a divulgação de práticas ESG ainda é voluntária, alguns investidores usam o nível de divulgação para avaliar a transparência das empresas (Franco & Suguna, 2017). As empresas que participam na sua avaliação ESG e que participam de forma transparente sobre as várias questões relacionadas com as medições da sua pontuação ESG tem um maior nível de divulgação do que as empresas que não são transparentes (Fatemi et al., 2018).

A divulgação das práticas ESG tem um impacto substancial no conteúdo informativo disponível para todos os *stakeholders* sobre informações não financeiras das empresas. Na revista Fortune 500, 90% das empresas são transparentes e relatam publicamente os seus atos no sentido da RSE (Saeed & Sroufe, 2021). A divulgação voluntária sobre os fatores ESG por parte das empresas mitiga o problema da assimetria de informação do mercado. Consequentemente, os problemas de agência diminuem num ambiente de elevada responsabilidade social (Saeed & Sroufe, 2021).

Segundo um estudo em que são analisados 127 websites de empresas que pertencem ao Brasil, Chile, China, Índia, Indonésia, México, África do Sul e Tailândia, é revelada a importância do ambiente informativo. Neste estudo é comparada a responsabilidade social positiva e negativa com as intenções de cada *stakeholder* (Saeed & Sroufe, 2021). De acordo com Alniacik et al. (2011), a RSE positiva aumenta as intenções de compra de potenciais compradores, as intenções de investimento de potenciais investidores e as intenções de emprego de potenciais trabalhadores, por exemplo.

De acordo com Gelb e Strawser (2001), empresas fortemente mais envolvidas na área da RSE divulgam informação financeira mais completa. Também, Dhaliwal et al. (2012) afirma que os relatórios de responsabilidade social, que são gerados de forma voluntária pelas empresas, são essenciais como complemento aos relatórios financeiros. Além disso, os autores sugerem que o desenvolvimento de práticas ESG leva as empresas a elaborarem relatórios financeiros de maior qualidade, devido, de acordo com Kim et al. (2012), a estas não se envolverem em ações de manipulação das suas atividades e dos seus resultados (Saeed & Sroufe, 2021).

Wang et al. (2022) afirmam que empresas envolvidas na área do ESG sinalizam um estado de desenvolvimento interno mais forte, mitigando a assimetria de informações de mercado. Um alto nível de divulgação sobre as práticas ESG pode reduzir as assimetrias de informação entre investidores e entre investidores e gerentes, reduzindo assim os custos de agência. Na ótica interna da empresa, esta divulgação pode enviar boas mensagens aos colaboradores e aumentar a sua satisfação e lealdade. Para os mercados externos, as práticas ESG mostram uma boa reputação, que pode atrair mais colaboradores com menor custo e ajudar na construção gradual da confiança dos consumidores, o que poderá levar a aumentos nas vendas. Para além disso, os investidores são o principal utilizador de dados ESG e, por isso, estes sentem-se mais atraídos por empresas que divulgam informação incremental.

Na mesma linha de pensamento, Huang (2021) realça a importância da divulgação de informação ESG para a mitigação da assimetria de informação entre os gestores e os investidores. Para os investidores, a divulgação de práticas ESG possui um conteúdo informativo relevante para a tomada de decisão, referenciando a teoria da agência e a teoria da sinalização. A teoria da agência vem enfatizar o desalinhamento de objetivos entre acionistas e gestores (ou outras partes interessadas) devido à assimetria de informação, logo a divulgação de fatores não financeiros como os fatores ESG ajuda a mitigar essa assimetria. Por outro lado, a teoria da sinalização mostra que as empresas que divulgam informação não financeira com os seus *stakeholders* ficam com melhor imagem do que aquelas que não o fazem, funcionando como um indicador de qualidade da empresa.

3. Enquadramento teórico

Neste capítulo, vamos abordar três teorias essenciais para o melhor entendimento desta dissertação. Essas teorias são a teoria da agência, a teoria baseada em recursos e a teoria dos *stakeholders*. Além disso, será apresentado o conceito de variedades de capitalismo.

Teoria da agência

A teoria da agência baseia-se na ideia da separação entre a propriedade e o controle das empresas, juntamente com a existência de assimetrias de informação, gera a possibilidade de ações oportunistas exercidas por parte do agente (o gestor) que pode ter objetivos diferentes dos objetivos do principal (o proprietário), e assim perseguir objetivos egoístas – problema de agência (Prior et al., 2008).

A relação de agência tem implícita uma relação contratual entre duas partes, e, que devido a essa relação se criam problemas. Segundo Jensen e Meckling (1976), um contrato de agência corresponde a um contrato em que o principal, neste caso o acionista, confia o poder e a capacidade de tomada de decisão no agente, neste caso o gestor, com a finalidade da maximização da sua riqueza. Todavia, as duas partes do contrato, acionista e gestor, por vezes perseguem interesses distintos, originando um problema de agência. De acordo com a opinião de Shleifer e Vishny (1997), este problema manifesta-se essencialmente em consequência da ineficiência dos contratos mencionados. Estes contratos são incompletos e possuem várias lacunas quanto à previsibilidade de todas as situações futuras, visto que essas situações futuras são maioritariamente impossíveis de prever. Para além disso, os gestores das empresas conseguem ter acesso a mais e melhor informação que os acionistas. Com isto, o gestor tende a ocultar informação do acionista e a ficar com informação privilegiada para ele. A assimetria de informação é outro problema que os acionistas enfrentam nesta relação de agência. É com base nestes conceitos de contratos incompletos e de assimetria de informação que se desenvolve a Teoria da Agência.

Na ótica de Jensen e Meckling (1976), este conflito de interesses entre acionistas e gestores origina os denominados custos de agência, que são os seguintes: (1) custos suportados pelos acionistas com o objetivo de supervisionar os gestores (*monitoring expenditures*); (2) despesas realizadas pelos acionistas para garantir aos gestores que a gestão se resignará aos seus interesses (*bonding expenditures*) e (3) perdas residuais ou de bem-estar em consequência da

diferença entre as decisões tomadas pelo gestor e as decisões que teriam maximizado o bem-estar do acionista (*residual loss*).

Alargando a teoria da agência para um ambiente mais dinâmico, sabemos que as decisões de gestão tem impacto em todos os *stakeholders*, e não apenas no acionista. Sendo assim o gestor é visto como o agente dos *stakeholders* (Hill & Jones, 1992; Jones, 1995). A empresa consiste num conjunto multilateral de relações entre os *stakeholders*. Cada *stakeholder* tem, por sua vez, os seus próprios interesses, que podem entrar em conflito uns com os outros. No entanto, o conflito de interesses mais importante consiste no conflito entre os interesses dos gestores e dos *stakeholders*, um problema de agência (Hill & Jones, 1992) que por vezes impede os *stakeholders* de maximizarem a sua utilidade coletiva. Como as tomadas de decisão dentro de uma organização são controladas pelos gestores, estes possuem o poder de tomar decisões em prol dos seus objetivos pessoais, causando perdas significativas aos outros intervenientes – custos de agência.

Na tradição das finanças empresariais, as empresas deveriam ser geridas para maximizar o valor para os acionistas, ou seja, o gestor deveria atender aos objetivos dos acionistas (maximização do seu valor). Segundo a visão da teoria da agência, a RSE consiste num problema de agência e desperdício de recursos. No ponto de vista desta teoria, a RSE é prejudicial ao valor para os accionistas, mas é favorecida pelos gestores, uma vez que são capazes de extrair benefícios privados, ou seja, a má governação induz mais atividades de RSE (Ferrel et al., 2016).

No entanto, segundo Ferrel et al. (2016), organizações que se envolvem numa estratégia de RSE consistem em empresas mais bem governadas, que sofrem menos com as preocupações da agência. Em empresas melhor governadas, os gestores são mais incentivados e os seus interesses e comportamentos estão mais alinhados com os dos acionistas e dos restantes *stakeholders*. Se a RSE for consistente e melhorar o desempenho da empresa, os gestores recompensados pelo bom desempenho terão um maior incentivo para se envolverem na RSE. Ou seja, uma boa governação induz mais atividades de RSE.

Teoria dos *Stakeholders*

O termo *stakeholder* refere-se a um grupo que têm reivindicação legítima sobre uma empresa (Freeman, 1984). Ou seja, existe uma relação de troca entre os elementos desse grupo e a empresa. Este grupo denominado por *stakeholders* é constituído pelos acionistas, credores,

gestores, empregados, clientes, fornecedores, comunidades locais e o público em geral. De acordo com March e Simon (1958), cada elemento do grupo proporciona à organização recursos críticos e, em troca, espera que os seus interesses sejam satisfeitos.

Como já foi mencionado anteriormente, a teoria dos *stakeholders* defende que a maximização do lucro não é o único objetivo da empresa e que é necessário satisfazer as necessidades das diversas partes interessadas na empresa, usualmente denominadas *stakeholders* para garantir a sua sobrevivência (Freeman, 2004). Os *stakeholders* fornecem recursos às empresas e esperam que os seus interesses sejam atendidos e recompensados em troca (Freeman, 1984).

Os *stakeholders* diferem no que diz respeito à dimensão da sua participação na empresa. Esta dimensão é função da medida em que a relação de troca desse *stakeholder* com a empresa é apoiada por investimentos em ativos específicos. Por ativos específicos entendemos os ativos que não podem ser reafectados a uma utilização alternativa sem perda de valor (Williamson, 1984).

Segundo Freeman (1984), a sustentabilidade de uma organização é determinada, em grande parte, pelo grau em que ela considera os interesses das comunidades que a detém. Para ele *stakeholder* é como um grupo ou indivíduo que pode afetar, ou que é afetado, pela realização do objetivo de uma empresa.

Uma das consequências de ações como a manipulação de resultados, ou outras atividades não éticas, é o facto de a empresa perder o apoio dos seus *stakeholders*, o que eventualmente poderá levar a um maior ativismo e vigilância por parte dos *stakeholders* afetados (Zahra et al., 2005). A consequência é que o gestor está sob a ameaça de comportamento desonesto por parte dos empregados, incompreensão dos clientes, pressão dos investidores, deserção dos parceiros, ações legais de reguladores, boicotes de ativistas, ilegitimidade da comunidade e exposição pelos media. Em última análise, estas ameaças podem destruir a reputação da empresa (Fombrun et al., 2000).

Para as empresas modernas, não é suficiente concentrarem a sua atenção nos acionistas, mas sim construir e manter relações com outros *stakeholders*, o que é crucial para o crescimento sustentável. Os outros *stakeholders* estão mais preocupados com questões ambientais, sociais e de gestão do que com a maximização do lucro para os acionistas, o que leva à construção de relações de confiança e de cooperação com outras empresas que possuem elevado desempenho ESG (Wang et al., 2022).

Adotando a teoria dos *stakeholders*, as organizações vão procurar satisfazer as necessidades e os interesses do seu grupo de *stakeholders*, o que se vai revelar numa melhoria da reputação junto da comunidade devido, essencialmente, ao facto de os interesses dos *stakeholders* estarem relacionados com a prática de atividades de RSE. Efetivamente esta adoção vai se refletir numa melhoria do desempenho financeiro relativo às práticas de RSE colocadas em ação pelas organizações.

Teoria baseada em recursos

A teoria ou visão baseada em recursos procura compreender as diferenças entre o desempenho das empresas, como um reflexo das diferentes dotações de recursos de que beneficiam as empresas concorrentes (Litz, 1996). Esta teoria tem hipóteses específicas que sugerem por que razão é difícil para uma empresa atingir os mesmos níveis elevados de valor económico criado por outra empresa, mesmo quando essas empresas operam aproximadamente nos mesmos mercados ou indústrias (Barney et al., 2021).

Tendo em consideração Brandenburger e Stuart (1996), uma empresa gera valor económico quando existe uma diferença positiva entre a disponibilidade dos seus clientes para pagar pelos seus produtos e serviços e o custo de produção desses produtos e serviços. Posto isto, as empresas concebem estratégias para aumentar esta disponibilidade do cliente para pagar por um produto ou serviço e/ou reduzir os custos de produzir esse produto ou serviço, reunindo recursos e capacidades de uma variedade de *stakeholders* (Barney & Mackey, 2018). Neste contexto, uma empresa tem vantagem competitiva sobre outras empresas que operam no mesmo mercado quando esta cria mais valor económico do que estas. Uma empresa terá uma vantagem competitiva sustentada quando as outras empresas têm dificuldade, ao longo do tempo, em alcançar o mesmo valor económico (Barney et al., 2021).

Segundo Barney et al. (2021), a teoria baseada em recursos começa por supor que as empresas são um conjunto de recursos e capacidades. Sendo que estes recursos e capacidades estão relacionados entre si e estão ligados de alguma forma. Os recursos e as capacidades são geralmente tratados como sinónimos e são considerados como os ativos tangíveis e intangíveis que são utilizados pelos gestores para criar e implementar as suas estratégias.

Um recurso é definido como uma capacidade ou competência para fazer face a uma situação. Tendo como ponto de partida esta definição, a visão baseada em recursos propõe essencialmente que uma empresa é definida pelos recursos que controla. Isto dita o domínio

em que uma empresa é capaz de funcionar de forma eficiente e eficaz. Logo, esta visão implica que, na medida em que as empresas possuem diferentes competências e capacidades, e, portanto, nas situações em que são capazes de funcionar de forma eficaz e eficiente, são de esperar diferenças no desempenho de cada uma delas (Litz, 1996).

Além do mais, esta teoria tem sido aceite como uma teoria que esclarece as fontes de vantagem competitiva e expressa aos gestores como estes devem identificar essas fontes. Tais fontes são recursos controlados pela empresa, valiosos, raros, inimitáveis e insubstituíveis (Barney, 1991).

Os recursos e as capacidades de uma organização são co-especializados quando são mais produtivos quando utilizados em conjunto e perdem muito valor se forem utilizados separadamente. A co-especialização é a forma como os recursos e as capacidades estão interligados entre si de uma forma que cria valor económico (Barney, 2021).

Russo e Fouts (1997) e McWilliams e Siegel (2001) identificaram ações e atributos presentes em estratégias de RSE como os recursos enunciados pela teoria em estudo. Exemplos desses atributos da RSE são o café do comércio justo, os cosméticos não testados em animais, produtos livres de pesticidas, atum livre de golfinhos e motores com combustíveis alternativos. Por outro lado, as ações de RSE são, por exemplo, a reciclagem, a redução da poluição, as práticas de trabalho progressistas e o apoio aos serviços sociais locais.

A crescente atenção dada à RSE e o sucesso a longo prazo de empresas como a McDonald's, que foram as primeiras a adoptar tais estratégias, indicam que a RSE pode, de facto, ser um recurso no sentido da teoria baseada em recursos. Além disso, a RSE pode ser considerada ativo co-especializado que torna outros ativos mais valiosos do que seriam de outra forma, como por exemplo a reputação. Evidentemente que uma reputação de qualidade é vista como um recurso valioso para uma organização. Para além disso, os atributos e as atividades de RSE podem aumentar a percepção e, portanto, o valor da qualidade (McWilliams & Siegel, 2011).

De forma sucinta estas considerações levam-nos à conclusão de que uma estratégia de RSE pode ser um complemento valioso de uma estratégia de diferenciação, aumentando o valor da reputação e/ou da marca da empresa (McWilliams & Siegel, 2011).

Variedades de capitalismo

A teoria das variedades do capitalismo rege-se em torno das diferenças das instituições políticas e económicas entre países, territórios ou regiões (Hall & Soskise, 2001). O capitalismo é visto como um conjunto específico de princípios e regras que são aplicados de forma semelhante, mas que originam resultados diferentes, devido essencialmente à trajetória de desenvolvimento particular de cada país ou região.

Hall e Soskice (2001) propõem dois grupos de economias: *liberal market economies* e *coordinated market economies*. O primeiro tipo seguia as características do liberalismo clássico, com a concorrência a desempenhar um papel importante nas relações de mercado. Além disso, este grupo possui uma relação estreita com o estado, visto que a coordenação se baseia, essencialmente, nos mecanismos de mercado. Por outro lado, o grupo denominado *coordinated market economies* assenta mais no estado e nos seus mecanismos de regulação. Neste caso a concorrência possui uma importância menor quando comparada com o grupo anterior. Todavia, muitos países possuem características mistas, encontrando-se em versões intermédias destes dois grupos (Pinto et al., 2019). Após muitos anos de estudo e de evolução, a teoria de Hall e Soskice (2001) foi alargada para cinco grupos na Europa: as economias baseadas no mercado (exemplo Reino Unido e Irlanda), o capitalismo europeu continental (exemplo Alemanha e França), as economias social-democratas (países escandinavos), o capitalismo mediterrâneo (Portugal, Espanha, Itália e Grécia) e o capitalismo oriental (países associados à antiga união soviética) (Pinto et al, 2019).

A Tabela 1 apresenta as principais características dos cinco grupos de variedade de capitalismo identificados pela literatura ao longo dos anos, segundo a visão de Pinto et al. (2019).

Tabela 1 - Características das variedades de capitalismo

Variedades de Capitalismo	Produto Mercado Concorrência	Salários e mercado de trabalho	Sector financeiro e corporate <i>governance</i>	Proteção social e o papel do estado	Educação, I&D e inovação
Economias baseadas no mercado	Livre concorrência não regulamentada	Extremamente flexível	Baseado no mercado de interações Autorregulação	Subdesenvolvido	Papel importante do setor privado
Capitalismo europeu continental	Regulamentação de atividades empresariais	Política de emprego	Intermediação bancária	Sistema público relativamente desenvolvido, principalmente na saúde	Sistema público orientado para o ensino secundário com desempenhos médios
Economias social-democratas	Regulamentação limitada para produtos com baixo custo	Intervenção pública e forte presença dos sindicatos	Intermediação bancária	Sistema público altamente desenvolvido	Sistema público com bons desempenhos
Capitalismo mediterrâneo	Concorrência muito regulamentada, principalmente a atividade empresarial	Mercado do trabalho protegido por regulamentação rigorosa	Mercados financeiros relativamente subdesenvolvidos	Proteção social limitada a certos grupos	Sistema público com baixo desempenho
Capitalismo oriental	Forte intervenção pública e proteção da concorrência internacional	Mercado laboral flexível	Sistema financeiro atípico com mercados financeiros subdesenvolvidos	Proteção social fraca	Sistema educacional pouco desenvolvido

Fonte: Pinto et al. (2019, p. 917) (versão traduzida)

O debate sobre o papel da RSE reflete frequentemente as variedades de capitalismo entre países e fronteiras da empresa (Ferrel et al., 2016). Sendo importante refletir sobre as diferentes características das variedades de capitalismo para, assim, avaliarmos corretamente o impacto da RSE em cada um dos seus grupos. Por exemplo, fazendo a distinção entre *liberal market economies* e *coordinated market economies*, percebemos facilmente que é essencial

existir uma certa sensibilidade para entender as diferenças entre estes dois territórios/regiões. Enquanto as *coordinated market economies* são orientadas para a sociedade e o ambiente que a rodeia, sendo assim as empresas pertencentes a esta variedade de capitalismo procuram satisfazer as necessidades dos seus *stakeholders*. Por outro lado, as *liberal market economies* são orientadas para o mercado e maior parte das vezes tendem a procurar satisfazer as necessidades dos acionistas em detrimento de outros *stakeholders*. Assim, as práticas de RSE são frequentemente vistas como diferentes entre estes dois grupos de países (Amaeshi, 2011).

Podemos concluir que a perspectiva comum de observar os relatórios sociais empresariais apenas como artefactos de responsabilização das empresas consiste numa perspectiva muito generalista, sendo necessário entender que estes relatórios são o reflexo das características e influências nacionais e transnacionais e dos contextos institucionais vividos pelas empresas (Amaeshi, 2011).

4. Revisão de literatura empírica e desenvolvimento de hipóteses

Nesta secção, iremos apresentar vários estudos empíricos sobre a relação entre as práticas ESG e o desempenho financeiro empresarial, com base nos quais, em combinação com o enquadramento teórico já apresentado, iremos formular as nossas hipóteses de investigação.

Muitos estudos realizados nos últimos anos em mercados globais (Aureli et al., 2019), países desenvolvidos (Taliento et al., 2019) e países de mercados emergentes, como a China (Zhao et al., 2018), revelaram o papel das práticas de ESG na melhoria do desempenho financeiro e do valor de mercado das empresas por meio dos mecanismos mencionados na revisão de literatura presente no Capítulo 2. É importante notar que alguns estudos sugerem que as práticas ESG têm um impacto negativo no desempenho financeiro das empresas (Rehman et al., 2016; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

Os investigadores que defendem um relacionamento negativo entre desempenho social e financeiro acreditam que as empresas que são socialmente responsáveis estão em desvantagem competitiva relativamente aos seus concorrentes que não o são, porque impõem um custo direto na empresa. Este ponto de vista é apoiado principalmente pela teoria económica neoclássica (Wang et al., 2016).

Gillan et al. (2021) analisaram vários estudos que determinam a relação entre a atuação no âmbito ESG e o desempenho ou o valor das empresas, com o objetivo de juntar as questões mais discutidas e proporcionar um consenso. Os autores chegaram à conclusão de que, embora haja um crescimento de evidências que sugerem que a atuação no âmbito ESG possa reduzir o risco e aumentar o valor da empresa, nem sempre se consegue apurar esses factos, continuando a ser motivo de debate na literatura.

Relativamente ao artigo de Barauskaite e Streimikiene (2020), foram encontrados artigos que evidenciam uma ligação negativa entre o ESG e o desempenho financeiro, sendo que esta ligação negativa se deve, essencialmente, ao facto de as estratégias de RSE serem vistas como um aspeto competitivo desfavorável, pois os custos incorridos pelas empresas podem afetar os preços dos seus produtos, os salários e o lucros da empresa. Por outro lado, também foram encontrados muitos estudos que revelam uma relação positiva, que se confirma pela teoria dos *stakeholders*.

Friede et al. (2015), através de uma revisão de segundo nível de 60 estudos de revisão – incluindo estudos de contagem de votos e meta-análises – sobre a relação ESG e

desempenho financeiro, capazes de combinar mais de 3.700 estudos resultados de mais de 2.200 estudos primários exclusivos, realizaram uma meta-análise desta literatura e concluíram que, aproximadamente, 90% dos estudos encontram uma relação entre a pontuação ESG e o desempenho financeiro não negativa. Além disso, a grande maioria dos estudos identifica uma relação positiva entre ESG e o desempenho financeiro. Destaca-se que o impacto positivo do ESG no desempenho financeiro parece estável ao longo do tempo

Gao e Zhang (2015) encontram uma correlação positiva entre as pontuações ESG e o desempenho financeiro empresarial, ao nível do q de Tobin. Também focando na variável Q de Tobin, Ferrell et al. (2016) encontraram uma relação positiva entre as pontuações ESG e o valor da empresa, e ampliaram a sua análise para evidenciar que a adoção de níveis ESG mais elevados ajuda a atenuar a relação negativa entre o entrincheiramento de gestão e o valor da empresa. Iliev e Roth (2023) estimam que aumentos impulsionados pelos diretores nas atividades ESG das empresas causam melhorias no ROA (rentabilidade dos ativos).

Segundo o estudo realizado por Wang et al. (2016), com base em 42 estudos e 119 tamanhos de efeito, uma correlação revelou uma associação positiva entre a implementação de estratégias de RSE e o desempenho financeiro das empresas. Relativamente à direção da causalidade desta associação positiva, os investigadores afirmam que o desempenho financeiro subsequente está positivamente associado à responsabilidade social prévia, seguindo a teoria dos *stakeholders*.

Giese et al. (2019), segundo uma amostra de cerca de mil relatórios de investigação empírica, determinaram que a correlação entre ESG e o desempenho financeiro é inconclusiva, visto que a literatura identifica tanto correlações positivas, como negativas ou inexistentes. Todavia, a maioria das investigações demonstram existir correlações positivas.

Atz et al. (2023), realizaram um estudo com 1.141 artigos e 27 meta-revisões publicados entre 2015 e 2020. De acordo com o seu estudo, existe uma associação robusta e positiva entre a implementação de práticas sustentáveis e o desempenho financeiro empresarial. Doze de treze meta-análises recentes descobriram uma associação positiva entre práticas sustentáveis e o desempenho financeiro, no período de 1976-2018. Além disso, foi estimado que um novo estudo, no âmbito da sustentabilidade, encontraria, com 95% de probabilidade, um coeficiente de correlação parcial entre 0,05 e 0,13. A pequena magnitude é mais difícil de

interpretar, devido ao ruído dos dados e ao contexto idiossincrático, ainda é possível que o ESG tenha um grande efeito no desempenho financeiro, afirmam os autores.

Aydoğmuş et al. (2022) mostram que a performance em ESG tem um impacto positivo significativo no valor e na rentabilidade das empresas na Turquia, sugerindo que práticas sustentáveis podem aumentar o valor das firmas. Habib e Mourad (2024) analisam empresas dos EUA durante a crise da COVID-19, concluindo que práticas robustas de ESG contribuíram para uma melhor resiliência e desempenho financeiro em tempos de crise. Por fim, Nguyen et al. (2022) investigam o impacto do ESG em empresas não financeiras do S&P 500, encontrando evidências mistas, onde o impacto positivo é observado principalmente em empresas com maior maturidade e práticas ESG bem implementadas. Juntos, estes estudos indicam que o desempenho ESG pode influenciar positivamente o desempenho financeiro, embora o contexto e a implementação das práticas ESG sejam fatores críticos para os resultados.

Independentemente de ser evidente a falta de consenso na literatura encontrada, a grande maioria da evidência empírica menciona a existência de uma relação positiva entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro, de acordo com a teoria dos *stakeholders*. Sendo assim, a hipótese de investigação do nosso estudo baseia-se na relação positiva entre o desempenho ESG combinado e dividido pelas suas três componentes, e o desempenho financeiro das empresas.

Hipótese 1: *O desempenho ESG impacta positivamente o desempenho financeiro.*

Hipótese 2: *O desempenho da componente ambiental (E), social (E) e governamental (G) desagregadas impactam positivamente o desempenho financeiro.*

5. Metodologia

Nesta secção vamos apresentar a amostra a utilizar, a base de dados para a recolha e tratamento de dados, as variáveis e os modelos desenvolvidos para testar as hipóteses de investigação definidas no Capítulo 4.

5.1. Amostra e Recolha de dados

Para o estudo da relação entre o desempenho ESG combinado e desagregado pelas suas três componentes com o desempenho financeiro empresarial foram utilizados dados da *WorkSpace Refinitiv* relativos à pontuação combinada (*ESG*), ambiental (*E*), social (*S*) e governamental (*G*), durante 25 anos, de 1999 a 2023, das empresas em estudo. Como as empresas cotadas fornecem informação não financeira de forma voluntária, e já algumas de forma obrigatória, em comparação com as empresas não cotadas, decidiu-se apenas considerar na amostra empresas cotadas. Sendo assim, a amostra consiste nas empresas pertencentes aos índices de bolsa mais equiparáveis dos países pertencentes ao capitalismo mediterrâneo – Portugal, Espanha, Itália e Grécia. Os índices de bolsa a analisar serão o PSI-20, IBEX-35, Itália 40 e Athex 20, no horizonte temporal de 1999 a 2023. No entanto, foram retiradas da amostra todas as instituições financeiras e seguradoras devido a diferentes regras regulatórias e contabilísticas em comparação com outros setores e empresas (Velte, 2017).

Após a recolha de todos os dados necessários das empresas pertencentes aos índices mencionados, através da plataforma *WorkSpace Refinitiv*, construiu-se a base de dados bruta para o trabalho a desenvolver, pelo que esta é constituída por 2150 observações, ou seja, é composta por 86 empresas durante 25 anos (Tabela 2). Optou-se pela abordagem de dados em painel para capturar tanto as variações temporais como as variações entre diferentes empresas, ou seja, com esta abordagem pretendeu-se combinar dados seccionais (observações de várias unidades, como empresas, em um único ponto no tempo) com séries temporais (observações da mesma unidade em diferentes pontos no tempo).

Tabela 2 - Desagregação da Amostra

País	Nº de empresas	Nº de Observações
Portugal (PSI 20)	14	350
Espanha (IBEX 35)	28	700
Itália (Italia 40)	25	625
Grécia (ATHEX 20)	19	475
	86	2150

5.2. Definição das Variáveis

5.2.1. Variáveis Dependentes

Para medir o desempenho financeiro das empresas podemos adotar duas abordagens: a abordagem baseada no mercado ou a abordagem baseada na contabilidade. Alguns autores utilizam uma abordagem baseada no mercado, outros baseada na contabilidade e outros combinam ambas as abordagens (Soana, 2009). Neste estudo iremos adotar uma abordagem combinada entre ferramentas de mercado e da contabilidade.

Tendo em conta o estudo realizado por Velte (2017), as variáveis dependentes a utilizar são o *ROA* (*return on assets*) e o *Q_Tobin* que consistem em *proxies* para o desempenho financeiro, que serão recolhidas na base de dados *Workspace Refinitiv*.

A *ROA* é uma variável contabilística muito conhecida no sentido de avaliar o desempenho financeiro empresarial, representando a rentabilidade da empresa face aos seus ativos totais. Esta variável consiste no rácio entre o resultado líquido e total dos ativos. Por outro lado, o *Q_Tobin* consiste no rácio entre o valor de mercado de um ativo físico e o seu valor de substituição, representando uma variável de mercado. Tornou-se prática comum na literatura financeira e contabilística medir o rácio comparando o valor de mercado do capital próprio e dos passivos da empresa com os seus valores contabilísticos correspondentes, uma vez que os valores de substituição dos ativos de uma empresa são difíceis de avaliar (Choi & Wang, 2009). Neste caso, o *Q_Tobin* será calculado pela divisão entre a capitalização bolsista (medida do valor de mercado do total das ações de uma empresa) mais o passivo total e o valor contabilístico do total dos ativos, sendo que a capitalização bolsista é determinada através dos preços das ações do último dia de negociação de cada ano.

Para avaliar a relação entre o desempenho *ESG* e o desempenho financeiro, utilizamos as variáveis desfasadas de um ano do *ROA* e do *Q_Tobin*, visto que o desempenho *ESG* atual não vai conduzir a um melhor desempenho financeiro imediato. Ou seja, comparamos as pontuações *ESG* do ano t com as variáveis dependentes (*ROA*; *Q_Tobin*) do ano $t+1$ (Velte, 2017).

5.2.2. Variáveis Explicativas

As variáveis explicativas deste estudo são o desempenho *ESG* combinado e desagregado nas suas três componentes retirados da base de dados *WorkSpace* do *Refinitiv* e as variáveis de controlo identificadas abaixo.

Segundo o *website* da *Refinitiv* (2023), os ratings *ESG* possuem as seguintes faixas de pontuação:

- 0 – 25 (1º quartil): indica desempenho relativo mau de *ESG* e grau insuficiente de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de *ESG*.
- 25 – 50 (2º quartil): indica um desempenho relativo satisfatório de *ESG* e grau moderado de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de *ESG*.
- 50 – 75 (3º quartil): indica um desempenho relativo bom de *ESG* e grau médio de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de *ESG*.
- 75 – 100 (4º quartil): indica um desempenho relativo excelente de *ESG* e alto grau de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de *ESG*.

Segundo a matriz da *Refinitiv*, os três pilares do *ESG* possuem dez categorias que os compõem. Primeiramente, o pilar do ambiente é composto pelas emissões das empresas, pelas inovações relacionadas com o impacto no ambiente e pelo nível de uso de recursos. Em segundo, o pilar social consiste na implementação dos direitos humanos, na qualidade dos produtos e na satisfação dos trabalhadores e da comunidade. Por fim, o pilar governamental é avaliado através da comunicação das práticas *ESG*, da gestão tendo em conta a estrutura da gestão e a sua compensação e da igualdade no tratamento dos *shareholders* (Refinitiv, 2023).

Para captar melhor o efeito do desempenho *ESG* no desempenho financeiro das empresas seleccionadas e para evitar erros na interpretação do modelo, foram controladas determinadas

características financeiras e não financeiras através de variáveis implementadas no nosso modelo. Assim, serão tidas em conta certas variáveis de controlo de forma a isolar o efeito do desempenho *ESG*, e das suas componentes, no desempenho financeiro das empresas, ou seja, no *ROA* e no *Q_Tobin*.

Sendo assim, seleccionámos as seguintes variáveis de controlo para todos os modelos a estimar:

- A dimensão (*SIZE*) tem por base o valor total dos ativos de cada empresa. As empresas de maior dimensão geralmente tem maior poder de mercado e maior capacidade de gerar economias de escala. No entanto, estas também podem sofrer com maiores custos de agência, relacionados com a maior complexidade organizacional, o que pode levar a ineficiências administrativas e dificuldades de coordenação (Zaiane & Ellouze, 2023). Desta forma, o efeito da dimensão da empresa no desempenho financeiro pode ser tanto positivo quanto negativo.
- A idade da empresa (*AGE*) foi incluída para capturar os efeitos da maturidade e experiência acumulada sobre o desempenho financeiro. Estudos como o de Coad et al. (2013) demonstram que empresas mais antigas tendem a apresentar melhor desempenho financeiro devido a vantagens competitivas adquiridas ao longo do tempo, como eficiência operacional e base de clientes estabelecida.
- A alavancagem (*LEV*) consiste na taxa de endividamento de uma empresa face ao seu ativo total. Uma maior taxa de endividamento traduz-se numa empresa com uma menor rentabilidade. Sendo assim, uma empresa muito endividada terá um menor desempenho financeiro, pois o seu risco financeiro e o custo de capital são afetados (Pulino et al., 2022). Por outro lado, existem estudos que indicam uma relação positiva entre a dívida e o seu desempenho financeiro, que pode estar relacionada com benefícios fiscais do endividamento e menor custo de capital (Bui et al., 2023). Esta variável consiste no rácio entre a dívida e os seus ativos.
- A liquidez (*LIQ*) consiste no rácio entre o ativo corrente e o passivo corrente. A capacidade de uma empresa em cumprir com as suas obrigações de curto prazo pode afetar a sua estabilidade financeira e desempenho. A liquidez é frequentemente associada a uma melhor gestão financeira e menor risco de insolvência, o que é positivo para a valorização de mercado (Takou & Ogakwu, 2013).

- O setor da indústria será controlado visto que algumas indústrias podem ter um maior impacto nas variáveis identificadas como *proxies* do desempenho financeiro, devido a características inerentes da própria indústria e ciclos económicos específicos. Logo, a variável *dummy* IND_j assume o valor 1, quando a empresa pertence à indústria j e 0, em caso contrário. Na Tabela 3 estão identificados os diferentes setores presentes na amostra.

Tabela 3 - Setores na Amostra

Setor
1 – Informação
2 – Produção
3 – Construção
4 – Serviços de Utilidade Pública
5 – Serviços profissionais, científicos e técnicos
6 – Retalho
7 – Transportes e Logística
8 – Artes, Entretenimento e Recriação
9 – Imobiliário
10 – Alojamento e Serviços de Alimentação
11 – Mineração, Extração e Extração de Gás e Petróleo

A seguinte variável apenas foi utilizada nos modelos com a variável dependente ROA :

- O FAR consiste no *Fixed Assets Ratio*, ou seja, no rácio entre os ativos fixos/ativos totais. Os ativos fixos incluem propriedades, plantas, equipamentos, e outros bens duráveis que são usados na produção de bens e serviços e têm uma vida útil longa. Empresas com maior percentagem de ativos fixos no seu total de ativos tendem a ser mais eficientes operacionalmente e a conseguem atingir economias de escala, contribuindo para um melhor desempenho financeiro (Olonite et al., 2021).

Por fim, as seguintes variáveis apenas foram utilizadas nos modelos com variável dependente Q_{Tobin} :

- O *EPS*, ou seja, o *earnings per share* indica a quantidade do resultado líquido atribuível a cada ação ordinária em circulação. Esta variável consiste num indicador direto da rentabilidade de uma empresa, refletindo a eficiência com a qual a empresa gera lucros para os seus acionistas. A inclusão do *EPS* permite controlar a influência da rentabilidade e da eficiência de geração de lucros, o que pode afetar positivamente o desempenho financeiro (Ghani et al., 2023).
- A variável *dummy COVID* assume o valor 1, para os anos de 2020 a 2023 e 0, em caso contrário. Esta variável tem como objetivo avaliar se existem diferenças significativas durante o período da pandemia do COVID-19, visto que este período foi muito difícil para as empresas.

Em suma, na Tabela 4 podemos visualizar as variáveis que vamos utilizar nos modelos a estimar, assim como a sua descrição, fonte e o resultado esperado, quando aplicável.

Tabela 4 - Variáveis dos modelos

Variáveis	Descrição (unidades)	Fonte	Resultado esperado
Dependentes			
<i>ROA</i>	Resultado líquido/Ativos totais (unidade decimal em Euros)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	
<i>Q_Tobin</i>	Valor de mercado dos capitais próprios e passivos/Valor contabilístico dos ativos totais (unidade decimal em Euros)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	
Independentes em estudo			
<i>ESG</i>	Indicador do desempenho ESG combinado (mensurado de 0 a 100)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	+/-
<i>E</i>	Indicador do desempenho a nível ambiental (mensurado de 0 a 100)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	+/-
<i>S</i>	Indicador do desempenho a nível social (mensurado de 0 a 100)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	+/-
<i>G</i>	Indicador do desempenho a nível de governação (mensurado de 0 a 100)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	+/-
Independentes de controlo			
<i>SIZE</i>	Total de ativos (em milhões de euros)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	+/-
<i>AGE</i>	Diferença do ano de fundação até ao ano em análise (em anos)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	+
<i>LEV</i>	Passivo Total/Ativo Total (unidade decimal em Euros)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	+/-
<i>LIQ</i>	Ativo Corrente/Passivo Corrente (unidade decimal em Euros)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	+
<i>INDj</i>	Variáveis <i>dummy</i> assumem o valor 1 quando a empresa pertence à indústria <i>j</i> e 0 em caso contrário. <i>j</i> = 1, 2, ..., 11	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	
<i>FAR</i>	Ativos Fixos/Ativos Totais (unidade decimal em euros)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	+
<i>EPS</i>	Resultado líquido/nº de ações em circulação (unidade decimal em Euros)	<i>WorkSpace Refinitiv</i>	+
<i>COVID</i>	Variável <i>dummy</i> igual a 1 para os anos de 2020 a 2023, e igual a 0, em caso contrário.		

5.3. Modelos em estudo

Para estudar as hipóteses de investigação desenvolvidas foram definidos os seguintes modelos, relacionados com as duas hipóteses de investigação definidas no Capítulo 4:

Hipótese 1: O desempenho ESG combinado impacta positivamente o desempenho financeiro.

Modelo 1:

$$\ln ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 \ln SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 \ln LEV_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 FAR_{it} + \sum_{j=2}^{11} \delta_j INDj_i + u_{1,it}, i = 1, 2, \dots, n, t = 1, 2, \dots, T,$$

Modelo 2:

$$\ln Q_Tobin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t-1} + \alpha_2 \ln SIZE_{it} + \alpha_3 AGE_{it} + \alpha_4 \ln LEV_{it} + \alpha_5 COVID_t \times \ln LEV_{it} + \alpha_6 LIQ_{it} + \alpha_7 EPS_{it} + \sum_{j=2}^{11} \pi_j INDj_i + u_{2,it}, i = 1, 2, \dots, n, t = 1, 2, \dots, T,$$

Hipótese 2: O desempenho da componente ambiental (E), da componente social (S) e da componente governamental (G) desagregadas impactam positivamente o desempenho financeiro.

Modelo 3:

$$\ln ROA_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 E_{i,t-1} + \gamma_2 S_{i,t-1} + \gamma_3 G_{i,t-1} + \gamma_4 \ln SIZE_{it} + \gamma_5 AGE_{it} + \gamma_6 \ln LEV_{it} + \gamma_7 LIQ_{it} + \gamma_8 FAR_{it} + \sum_{j=2}^{11} \rho_j INDj_i + u_{3,it}, i = 1, 2, \dots, n, t = 1, 2, \dots, T,$$

Modelo 4:

$$\ln Q_Tobin_{it} = \Omega_0 + \Omega_1 E_{i,t-1} + \Omega_2 S_{i,t-1} + \Omega_3 G_{i,t-1} + \Omega_4 \ln SIZE_{it} + \Omega_5 AGE_{it} + \Omega_6 \ln LEV_{it} + \Omega_7 COVID \times \ln LEV_{it} + \Omega_8 LIQ_{it} + \Omega_9 EPS_{it} + \sum_{j=2}^{11} \theta_j INDj_i + u_{4,it}, i = 1, 2, \dots, n, t = 1, 2, \dots, T,$$

em que $\ln$ representa o logaritmo natural, i a empresa e t o ano. ROA , representa o valor do resultado líquido sobre o valor dos ativos totais. Q_Tobin , representa, o valor de mercado dos

capitais próprios e dos passivos sobre o valor contabilístico dos ativos totais. *ESG*, representa, o desempenho ESG combinado. *E*, representa, o desempenho ambiental. *S*, representa, o desempenho social. *G*, representa, o desempenho governamental. *SIZE*, representa, o valor total dos ativos. *AGE*, representa, a idade da empresa. *LEV*, representa, o passivo total sobre o ativo total. A variável *COVID* é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando estamos perante os anos de 2020 a 2023, e 0 em caso contrário. *LIQ*, representa, o ativo corrente sobre o passivo corrente. *FAR*, representa, o rácio entre os ativos fixos e os ativos totais. *EPS*, representa, o rácio entre o resultado líquido e o número de ações em circulação. A variável *IND_j* é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa pertence à indústria *j* e 0 em caso contrário.

6. Resultados e Discussão

Neste capítulo, vamos efetuar uma análise descritiva às variáveis definidas ao longo do Capítulo 5, e, seguidamente, serão analisados os resultados obtidos da estimação dos modelos definidos também nesse capítulo.

6.1. Análise Descritiva

Nesta secção será realizada uma análise às estatísticas descritivas de todas as variáveis da amostra deste estudo, com objetivo de adquirir uma visão geral sobre a distribuição e a variabilidade de cada variável, ajudando a entender melhor os dados antes de prosseguir com a estimação dos modelos identificados na Secção 5.

A análise descritiva é realizada à amostra em bruto, ou seja, a amostra apresentada e a análise descritiva efetuada dizem respeito à base de dados antes de estimarmos os modelos definidos na Secção 5.

Na Tabela 5 podemos observar os resultados das estatísticas descritivas das variáveis dependentes, independentes em estudo e independentes de controlo.

Tabela 5 - Estatísticas Descritivas das Variáveis

Variáveis	Nº de observações	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-padrão
Dependentes						
<i>ROA</i>	1840	0,0496	0,0363	16,7436	-2,9969	0,4055
<i>Q_Tobin</i>	1840	1,4745	0,8520	428,1149	0,0000	10,9196
Independentes em estudo						
<i>ESG</i>	1086	62,6846	67,1238	95,1849	2,5973	19,6393
<i>E</i>	1086	61,8767	67,2739	99,0490	0,0000	25,0894
<i>S</i>	1086	67,7868	73,8453	98,1851	1,3331	23,2749
<i>G</i>	1086	55,0467	57,2619	97,1158	3,9583	21,2430
Independentes de controlo						
<i>SIZE</i>	1840	17,3921*	4,9905*	219,8740*	17 639,7053	31,3281*
<i>AGE</i>	2150	51,5209	44,0000	231,0000	1,0000	42,5427
<i>LEV</i>	1840	0,3504	0,3554	1,0653	0,0000	0,1641
<i>LIQ</i>	1840	1,4926	1,1930	71,8393	0,1070	2,5036
<i>FAR</i>	1840	0,5840	0,5690	39,4528	0,0000	0,9333
<i>EPS</i>	1840	0,5221	0,3877	41,1822	-366,7849	8,9885

*Bilhões de euros.

Começando por analisar as variáveis dependentes deste estudo, a rentabilidade dos ativos (*ROA*) das empresas da amostra possui uma média de, aproximadamente, 5%, ou seja, em média, as empresas geram um retorno de 5% sobre os seus ativos, mas com uma ampla variação como indicado pelo desvio-padrão. O valor mínimo negativo (-299%) sugere que algumas empresas enfrentaram perdas durante o horizonte temporal definido, enquanto o valor máximo de 1674% indica uma alta eficiência em algumas empresas.

Relativamente ao *Q_Tobin*, a média de 1,48 indica que, em média, o valor de mercado dos ativos das empresas é 1,48 vezes superior ao seu custo de reposição, sugerindo que há uma sobrevalorização relativa dos ativos em comparação com seu potencial de substituição. O valor máximo de 428,12 sugere que há pelo menos uma empresa que está gerando um valor de mercado significativamente superior ao custo de reposição de seus ativos, enquanto o

mínimo de 0,00 indica que algumas empresas estão com um Q_Tobin muito baixo, o que pode apontar para ineficiências ou subutilização de recursos. O desvio-padrão de 10,92 mostra uma dispersão considerável dos valores do Q_Tobin em relação à média, indicando uma variabilidade significativa entre as empresas da amostra.

Observando a Figura 1, onde consta a média das variáveis dependentes ao longo do tempo, para o ROA, visualizámos um pico do seu valor em meados de 2004, sendo este constante no restante horizonte temporal. Relativamente ao Q_Tobin , este possui um pico em 2000, no entanto a partir de 2001 este tem tendência a situar-se ligeiramente acima de 1.

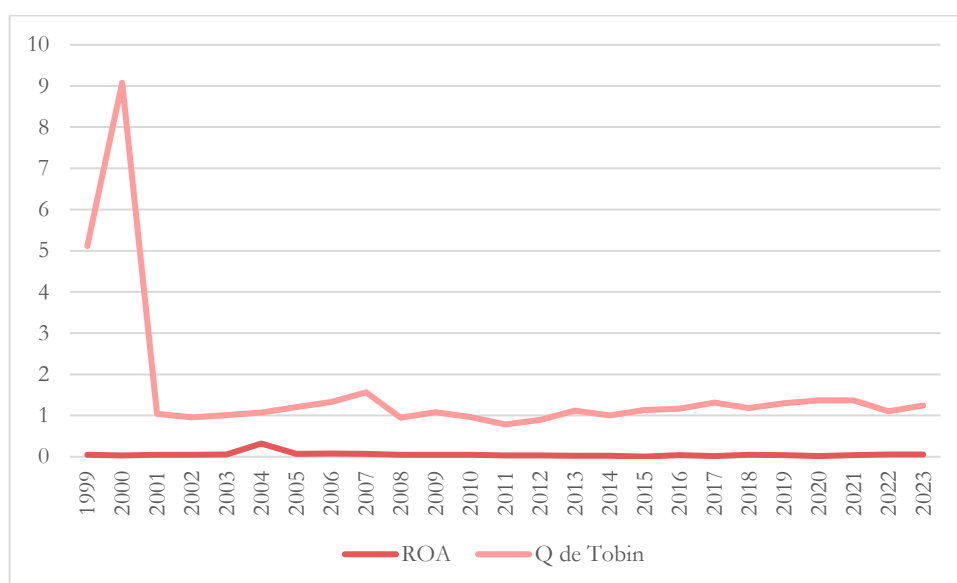


Figura 1 - Média das variáveis dependentes ao longo do tempo

Em relação às variáveis independentes, o *ESG* possui uma média de 62,69 indicando que, em média, as empresas apresentam um bom desempenho ESG. Examinando as pontuações para cada uma das componentes individualmente, verificamos que a componente *S*, relativa à parte social, possui uma média (67,79) superior à componente ambiental (61,88) e à componente governamental (55,05). Estes resultados demonstram que as empresas da amostra privilegiam a vertente social às vertentes ambiental e governamental. Além disso, a componente governamental (*G*) é considerada aquela com maior dificuldade a adotar práticas sustentáveis pelas empresas.

Além disto, podemos visualizar na Figura 2 que apenas obtivemos dados sobre o desempenho *ESG* combinado e desagregado das empresas, a partir do ano de 2002, sendo que desde 1999 a 2002, este tipo de informação ainda não era divulgado pelas empresas da

amostra. A partir do ano de 2003 até meados de 2008, as pontuações *ESG* recolhidas registaram alguma inconstância tendo diminuído muito até 2003, e desde aí vieram a crescer. A partir do ano de 2008 verificamos então um aumento gradual das pontuações *ESG* tanto no nível combinado, como no seu nível desagregado. Verificando-se como antes dito, que a componente social sempre se demonstrou mais forte e a componente governamental tendencialmente é inferior às restantes componentes. Como apenas obtivemos dados para as variáveis independentes a partir do ano de 2002, conclui-se que isto terá impacto no número de observações a usar nos modelos a estimar.

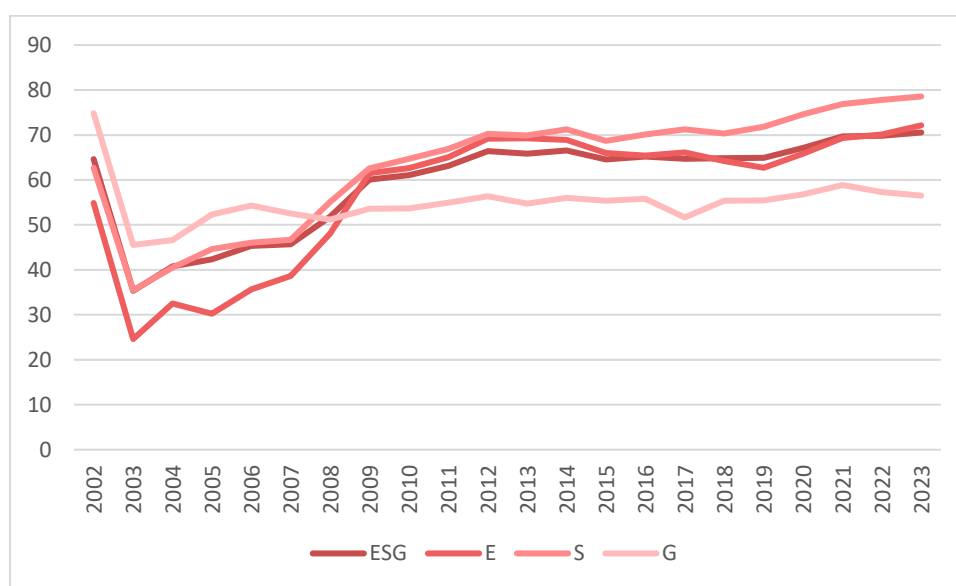


Figura 2 - Média das variáveis independentes em estudo ao longo do tempo

Por outro lado, a análise das variáveis de controlo permite concluir certas informações sobre as características das empresas que pertencem à amostra em análise. A dimensão das empresas diz respeito ao valor total dos seus ativos, verifica-se que existe um desvio-padrão elevado de 31,3281 milhões de euros. Além disso, podemos afirmar que em média as empresas apresentam aproximadamente 17,3921 milhões de euros no total dos seus ativos. As empresas têm uma idade média de aproximadamente 52 anos, com grande variação como indicado pelo desvio-padrão de 43. Sendo que algumas empresas já possuem bastante *know-how* com grandes anos de experiência, e outras muito recentes no mercado. A alavancagem média é de 35%, indicando que, em média, as empresas utilizam financiamento de dívida para cerca de 35% dos seus ativos. A média da liquidez é de 1,49 o que significa que, em média, as empresas da amostra possuem uma boa gestão financeira de curto prazo, tendo capacidade para cumprir com as suas obrigações de curto prazo. Relativamente ao *FAR*,

verificamos que, em média, 58% dos ativos de uma empresa são ativos fixos. Por fim, o *EPS* mostra uma média positiva (0,52) o que significa que, em média, as empresas da amostra geram lucro para os seus acionistas. Por outro lado, o *EPS* possui um valor mínimo de - 366,79, ou seja, pelo menos uma empresa teve uma perda de 366,79 euros por ação, nesse período.

Relativamente, aos setores com maior expressão na amostra são o setor da produção, representando 35%, e os serviços, representando, 23%. A Tabela 6 evidencia o número e a percentagem de observações por indústria.

Tabela 6 - Número e percentagem de observações de cada setor

Setor	Nº de observações	% de observações
1 – Informação	175	8%
2 – Produção	750	35%
3 – Construção	225	10%
4 – Serviços de Utilidade Pública	500	23%
5 – Serviços profissionais, científicos e técnicos	75	3%
6 – Retalho	150	7%
7 – Transportes e Logística	150	7%
8 – Artes, Entretenimento e Recreação	25	2%
9 – Imobiliário	50	1%
10 – Alojamento e Serviços de Alimentação	25	1%
11 – Mineração, Extração e Extração de Gás e Petróleo	25	1%

6.2. Estimação e Análise dos Resultados

Para a análise econométrica de dados em painel, em termos estáticos, existem três modelos que são considerados apropriados: o modelo de *pooled* OLS, o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios. O modelo *pooled* OLS não considera a heterogeneidade nem das empresas nem do período, assumindo que todas as empresas e períodos são homogêneos. O modelo de efeitos fixos assume que os efeitos específicos das empresas e/ou períodos estão correlacionados com as variáveis explicativas. Quanto ao modelo de efeitos aleatórios, assume-se que a heterogeneidade das empresas e/ou períodos não observada não está correlacionada com as variáveis explicativas (Wooldridge, 2010; Hausman, 1978).

Foram realizados testes de hipóteses: o teste F de efeitos fixos, o teste de Hausman e o teste de Breush-Pagan, com o objetivo de identificar qual o modelo mais adequado. O teste F de efeitos fixos permite escolher entre o modelo de efeitos fixos e o *pooled* OLS, já o teste de Hausman, permite escolher entre o modelo de efeitos fixos ou aleatórios e, por fim, o de Breush-Pagan, permite escolher entre o modelo de efeitos aleatórios e o *pooled* OLS. Foram realizados os testes estatísticos supramencionados, concluindo-se que a especificação mais apropriada seria a do modelo de efeitos fixos para o período, e não para as empresas, pois pretendíamos utilizar variáveis *dummy* para controlar a indústria.

Assim, a relação entre as variáveis dependentes, *ROA* e *Q_Tobin*, e as variáveis explicativas *ESG* e de controlo foram analisadas através da estimação pelo método dos mínimos quadrados de modelos de efeitos fixos para o período.

6.2.1. *ROA* como Variável Dependente

Na Tabela 7 apresentam-se os resultados da estimação para os Modelos 1 e 3 definidos na Secção 5.3., com efeitos fixos para o período, considerando o logaritmo natural do *ROA* como variável dependente. Os ajustamentos apresentados a seguir usaram ambos 837 observações da base de dados bruta apresentada no Capítulo 6.2.

Tabela 7 - Resultados da estimação com a variável dependente $\ln ROA$

	Variável Dependente – $\ln ROA$	
Variáveis Explicativas	Efeitos Fixos para o Período	
	Modelo 1 Estimado	Modelo 3 Estimado
<i>ESG (-1)</i>	0,0059* (0,002)	
<i>E (-1)</i>		0,0012 (0,002)
<i>S (-1)</i>		0,0036*** (0,002)
<i>G (-1)</i>		0,0020 (0,001)
$\ln SIZE$	-0,1076* (0,028)	-0,1151* (0,029)
<i>AGE</i>	0,0009** (0,001)	0,0008*** (0,001)
$\ln LEV$	-0,2634* (0,049)	-0,2637* (0,050)
<i>LIQ</i>	0,2002* (0,044)	0,2033* (0,046)
<i>FAR</i>	0,4712* (0,152)	0,4630* (0,155)
<i>IND_j</i>	Sim	Sim
Observações	837	837
R^2	0,3583	0,3616
R^2 Ajustado	0,3303	0,3320
Teste Wald-F	12,7788 (0,000)	12,2316 (0,000)
Teste F de Efeitos Fixos para o Período	5,1060 (0,000)	4,7182 (0,000)

Notas: (i) (-1) significa que a variável é desfasada de um período. (ii) entre parêntesis reporta-se o valor do respetivo desvio-padrão robusto para cada cluster de empresa; (iii) os símbolos *, ** e *** indicam a significância individual da variável explicativa para o nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente; (iv) R^2 corresponde ao coeficiente de determinação; (v) O Teste Wald-F corresponde ao teste de significância global da regressão, sendo que, entre parêntesis e por baixo do valor observado da estatística do teste, consta o respetivo valor de *p-value*; (vi) No teste F de Efeitos Fixos para o período, entre parêntesis, é indicado o valor de *p-value*.

Os valores obtidos para o teste F de efeitos fixos para o período para ambas as regressões com efeitos fixos permitem deduzir pela existência de heterogeneidade anual, isto é, efeitos fixos para o período, para um nível de significância de 1%. Por outro lado, também se pode

concluir que ambas as regressões são globalmente significativas para um nível de significância de 1%.

Além disso, constata-se que para o Modelo 1 estimado ou Ajustamento 1 todas as variáveis independentes são estatisticamente significativas a um nível de significância de 1%, à exceção da variável *AGE* que é estatisticamente significativa a 5%. No que diz respeito ao Ajustamento 3, todas as variáveis independentes são estatisticamente significativas a um nível de significância de 1%, à exceção da variável *AGE* e *S* que são estatisticamente significativas a um nível de significância de 10% e as variáveis *E* e *G* que não são estatisticamente significativas. Importa também mencionar que todas as estimativas dos coeficientes de regressão das variáveis estatisticamente significativas estão em conformidade com a literatura exposta na Secção 4 e 5.2.2.

Antes de iniciarmos a interpretação das estimativas obtidas, observa-se a possibilidade de existência de multicolinearidade imperfeita nos Ajustamentos 1 e 3. Para avaliarmos a existência deste problema podemos obter a correlação linear entre as variáveis explicativas presentes neste estudo. Ao observar o Anexo 1 conclui-se que a correlação linear entre as variáveis é baixa, propondo a não existência de multicolinearidade imperfeita. Outra forma de avaliar este problema é utilizar o *variance inflation factor* (VIF). Os valores do VIF para os Ajustamentos 1 e 3 estão presentes na Tabela 8, sendo inferiores a 5, sendo possível inferir pela ausência do problema.¹

¹ Na literatura o *threshold* considerado para o VIF como indicador de multicolinearidade imperfeita pode ser 10; 5 ou 2,5. Na análise do estudo usou-se o valor de 5. Tiveram-se em consideração os estudos de Johnston *et al.* (2017) e de James *et al.* (2013).

Tabela 8 - VIF para os modelos estimados 1 e 3

Variáveis Explicativas	VIF – Modelo estimado 1	VIF – Modelo estimado 3
<i>ESG</i> (-1)	2,4334	
<i>E</i> (-1)		4,8960
<i>S</i> (-1)		4,3043
<i>G</i> (-1)		1,3048
$\ln SIZE$	2,8209	3,4774
<i>AGE</i>	1,1688	1,4041
$\ln LEV$	2,0339	2,1023
<i>LIQ</i>	1,8224	2,4809
<i>FAR</i>	2,5504	3,5511
<i>INDj</i>	< 2,6499	< 3,5121

A relação estimada entre o *ESG* e o *ROA* é positiva. Isto quer dizer que um aumento de 1 ponto no desempenho combinado do *ESG* num determinado ano resulta num aumento estimado de 0,59% no *ROA* no ano seguinte, *ceteris paribus*. Embora seja um aumento pequeno, concluímos que a prática de normas ESG têm um efeito positivo no desempenho financeiro das empresas do sul da Europa, o que está em concordância com os estudos de Aydogmus *et al.* (2022) e de Nguyen *et al.* (2022).

Relativamente às variáveis de controlo, conseguimos validar que o *SIZE*, dimensão da empresa, possui uma relação estimada negativa com o *ROA*. Um aumento de 1% no tamanho da empresa está associado a uma diminuição estimada de 0,11% no *ROA*, mantendo tudo resto constante. Portanto, empresas maiores tendem a ter um *ROA* menor (Zaiane & Ellouze, 2023).

A idade da empresa tem uma relação estimada positiva com o *ROA*. Cada ano adicional de idade da empresa está associado a um aumento estimado de 0,09% no *ROA*, *ceteris paribus*. Isso indica que empresas mais antigas tendem a ter um desempenho ligeiramente melhor em termos de *ROA*, o que já era de esperar segundo Coad *et al.* (2013).

O *LEV* tem uma relação estimada negativa com o *ROA*. Um aumento de 1% na alavancagem da empresa está associado a uma diminuição estimada de 0,26% no *ROA*,

mantendo tudo resto constante. Isso sugere que empresas mais alavancadas têm um *ROA* menor, visto que o seu risco financeiro e custo de capital são afetados (Pulino, 2022).

A *LIQ* também apresenta uma relação estimada positiva com o desempenho financeiro das empresas do sul da Europa. Um aumento de um 1% no rácio de liquidez da empresa está associado a um aumento estimado de 20,02% no *ROA*, *ceteris paribus*, indicando que empresas mais líquidas tendem a ter um *ROA* mais alto. Segundo Takon e Ogakwu (2013), uma empresa com uma boa liquidez demonstra maior estabilidade financeira e desempenho devido à sua capacidade de cumprir com as suas obrigações de curto prazo.

Por fim, o *FAR*, ou seja, o *Fixed Assets Ratio*, implica também uma relação estimada positiva com o *ROA*, sendo que um aumento de um 1% no *FAR* da empresa resulta em um aumento estimado de 47% no *ROA*, mantendo tudo resto constante. Isso indica que um maior valor de ativos fixos está fortemente associado a um *ROA* mais elevado, conforme Olonite et al. (2021).

Sendo assim, após análise do Modelo 1 (definido no Capítulo 5), concluímos que a Hipótese 1 no que diz respeito à variável dependente *ROA*, é verdadeira. Ou seja, o desempenho *ESG* combinado impacta positivamente o desempenho financeiro das empresas do sul da Europa, medido através do *ROA*.

Passando para o Modelo 3 estimado, em que as componentes do *ESG* serão analisadas de forma individual, no que diz respeito à componente ambiental e governamental, verificamos que estas não são estatisticamente significativas, indicando que estas componentes por si só não conseguem influenciar o desempenho financeiro das empresas do sul da Europa. No entanto, a componente social demonstrou ser estatisticamente significativa a 10%, tendo um efeito estimado positivo no *ROA*. Um aumento de um ponto na componente social indica um aumento de 0,36% no *ROA*, *ceteris paribus*. Segundo o estudo de Aydogmus et al. (2022), a componente social também tem uma relação positiva e significativa com o *ROA*. Além disso, importa mencionar que as estimativas dos coeficientes de regressão para o Ajustamento 3 são aproximadas das já interpretadas no Ajustamento 1.

Em suma, a Hipótese 2 é parcialmente verdadeira no que diz respeito à variável dependente *ROA*, apenas conseguimos corroborar a hipótese para a componente social, sendo a sua relação com o desempenho financeiro positivo. Por outro lado, as componentes ambiental e

governamental não são relevantes individualmente para o desempenho financeiro das empresas.

6.2.2. Q_Tobin como Variável Dependente

Na Tabela 9 apresentam-se os resultados da estimação dos Modelos 2 e 4 definidos na Secção 5.3., com efeitos fixos para o período, considerando o logaritmo natural do Q_Tobin como variável dependente. Os modelos estimados apresentados a seguir usaram ambos 980 observações da base de dados bruta apresentada no Capítulo 6.2.

Tabela 9 - Resultados dos modelos estimados com a variável dependente $\ln Q_Tobin$

	Variável Dependente – $\ln Q_Tobin$	
Variáveis Explicativas	Efeitos Fixos para o Período	
	Modelo 2 Estimado	Modelo 4 Estimado
<i>ESG</i> (-1)	0,0046* (0,001)	
<i>E</i> (-1)		0,0001 (0,001)
<i>S</i> (-1)		0,0051* (0,001)
<i>G</i> (-1)		-0,0006 (0,001)
$\ln SIZE$	-0,1837* (0,016)	-0,1925* (0,015)
<i>AGE</i>	0,0006** (0,000)	0,0004*** (0,000)
$\ln LEV$	0,0884* (0,033)	0,0954* (0,034)
<i>COVID</i> x $\ln LEV$	0,1195* (0,043)	0,1179* (0,043)
<i>LIQ</i>	0,1121* (0,029)	0,1138* (0,029)
<i>EPS</i>	0,0414* (0,013)	0,0414* (0,013)
<i>IND_j</i>	Sim	Sim
Observações	980	980
R ²	0,3670	0,3778
R ² Ajustado	0,3429	0,3526
Teste Wald-F	15,1897 (0,000)	15,0333 (0,000)
Teste F de Efeitos Fixos para o Período	3,5226 (0,000)	3,6154 (0,000)

Notas: (i) (-1) significa que a variável é desfasada de um período. (ii) entre parêntesis reporta-se o valor do respetivo desvio-padrão robusto para cada cluster de empresa; (iii) os símbolos *, ** e *** indicam a significância individual da variável explicativa para o nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente; (iv) R² corresponde ao coeficiente de determinação; (v) O Teste Wald-F corresponde ao teste de significância global da regressão, sendo que, entre parêntesis e por baixo do valor observado da estatística do teste, consta o respetivo valor de *p-value*; (vi) No teste F de Efeitos Fixos para o período, entre parêntesis, é indicado o valor de *p-value*.

Os valores obtidos para o teste F de efeitos fixos para o período para ambas as regressões com efeitos fixos permitem deduzir pela existência de heterogeneidade anual, isto é, efeitos fixos para o período, para um nível de significância de 1%. Por outro lado, também se pode concluir que todas as regressões são globalmente significativas para um nível de significância de 1%.

Além do mais, constata-se que para o Ajustamento 2 todas as variáveis independentes são estatisticamente significativas a um nível de significância de 1%, à exceção da variável *AGE* que é estatisticamente significativa a 5%. Relativamente ao Ajustamento 4, todas as variáveis independentes são estatisticamente significativas a um nível de significância de 1%, à exceção da variável *AGE* que é estatisticamente significativa a um nível de significância de 10% e as variáveis *E* e *G* que não são estatisticamente significativas. Importa também mencionar que todas as estimativas dos coeficientes de regressão das variáveis estatisticamente significativas estão em conformidade com a literatura exposta na Secção 4 e 5.2.2.

Antes de iniciarmos a interpretação das estimativas obtidas, observa-se a possibilidade de existência de multicolinearidade imperfeita nos Ajustamentos 2 e 4. Ao observar o Anexo 2 conclui-se que a correlação linear entre as variáveis explicativas é baixa, propondo a não existência de multicolinearidade imperfeita. Os valores do VIF dos ajustamentos estão presentes na Tabela 10, sendo inferiores a 5, sendo possível inferir pela ausência do problema.

Tabela 10 - VIF para os modelos estimados 2 e 4

Variáveis Explicativas	VIF – Modelo estimado 1	VIF – Modelo estimado 3
<i>ESG</i> (-1)	3,9418	
<i>E</i> (-1)		4,6582
<i>S</i> (-1)		4,2110
<i>G</i> (-1)		1,6927
$\ln SIZE$	3,4943	3,3305
<i>AGE</i>	1,2218	1,2861
$\ln LEV$	3,0914	3,3224
<i>COVID</i> $\times$ $\ln LEV$	2,4944	2,6910
<i>LIQ</i>	1,8488	1,8986
<i>EPS</i>	1,6490	1,7152
<i>IND_j</i>	< 3,9398	< 4,5988

Através da análise da Tabela 9, verificamos que a estimativa do coeficiente da variável *ESG* é positiva. Sendo assim, deduzimos que o desempenho *ESG* no ano t tem impacto positivo no desempenho financeiro do ano $t+1$, medido pelo Q_Tobin . Um aumento de 1 ponto no desempenho *ESG* num determinado ano resulta num aumento estimado de 0,46% no Q_Tobin no ano seguinte, *ceteris paribus*. Este resultado está de acordo com estudos anteriores, como o estudo de Aydogmus et al. (2022) e de Habib (2024).

No que diz respeito à dimensão das empresas, estima-se que esta variável tem um impacto negativo no desempenho financeiro das empresas do sul da Europa. Um aumento de 1% no tamanho da empresa implica uma diminuição estimada de 0,18% no Q_Tobin , mantendo tudo resto constante. Tal relação confirma a opinião de Zaiane e Ellouze (2023).

Relativamente à idade das empresas (*AGE*), o impacto desta variável no desempenho financeiro da empresa estima-se ser positivo. Cada ano adicional de idade da empresa está associado a um aumento estimado de 0,06% no Q_Tobin , *ceteris paribus*, o que está em concordância com Coad et al. (2013).

O *LEV* possui uma relação estimada positiva com o Q_Tobin . Um aumento de 1% na alavancagem resulta num aumento estimado de 0,09% no Q_Tobin , no período não COVID,

mantendo tudo resto constante. Esta relação é diferente da concluída para os modelos com variável dependente *ROA*, no entanto como mencionado no Capítulo 5, a relação entre o *LEV* e o desempenho financeiro pode tanto ser positiva como negativa. Neste caso, a relação positiva pode estar relacionada com benefícios fiscais do endividamento e menor custo de capital (Bui et al., 2023). No período de 2020 a 2023, a alavancagem das empresas teve o seu impacto estimado agravado em 0,12 pontos percentuais no desempenho financeiro, *ceteris paribus*. Isto mostra que no período do COVID a relação entre o desempenho financeiro e a alavancagem foi mais forte.

A liquidez (*LQ*), como esperado, assume uma relação estimada positiva com o desempenho financeiro, medido pelo *Q_Tobin*. Um aumento de 1% na liquidez traduz-se num aumento estimado de 11,21% no *Q_Tobin*, mantendo tudo resto constante, o que vai ao encontro do afirmado por Takon e Ogakwu (2013).

Por fim, um aumento de 1% no *EPS* pressupõe um aumento estimado de 4,14% no *Q_Tobin*, *ceteris paribus*. Assume-se que a geração de lucros mede a rentabilidade de uma empresa, e quanto maior o *EPS*, mais eficiente é a empresa a gerar lucros para os seus acionistas (Ghani et al., 2023).

Finalmente, o Ajustamento 4 fornece informação adicional relativamente à relação de cada componente do *ESG* no desempenho financeiro, medido pelo *Q_Tobin*. Neste modelo estimado, confirmamos que a componente ambiental e governamental não tem impacto no desempenho financeiro medido através do *Q_Tobin*. Porém, a componente social mostrou-se estatisticamente significativa a 1%. Estima-se que um aumento de um ponto na componente social é capaz de impactar o *Q_Tobin* em 0,51%.

Não se verificaram diferenças na relação entre a variável dependente e as variáveis de controlo do Ajustamento 2 para o Ajustamento 4, ou seja, o sinal das estimativas dos coeficientes de regressão para todas as variáveis manteve-se em ambos os modelos.

Concluimos que a Hipótese 1, relativamente à variável dependente *Q_Tobin*, é confirmada. Logo, o desempenho *ESG* impacta positivamente o desempenho financeiro, medido através do *Q_Tobin*. No que diz respeito à Hipótese 2, apenas conseguimos corroborar para a componente social. Sendo a componente ambiental e governamental não relevantes.

7. Conclusão

A presente dissertação explorou de forma pioneira a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro, medido através de variáveis contábilísticas e de mercado, de empresas em países do capitalismo mediterrâneo, um campo até então inexplorado na literatura, tanto quanto é do nosso conhecimento. Analisando um período extenso, de 1999 a 2023, conseguimos estabelecer uma ligação clara e robusta entre a adoção de práticas ESG e a melhoria do desempenho financeiro, avaliado tanto pelo *ROA* como pelo *Q_Tobin*. O estudo compreende 837 observações para os modelos com *proxy* para o desempenho financeiro o *ROA* e 980 observações para os modelos com variável dependente *Q* de Tobin.

As descobertas deste estudo são consistentes com os apresentados por vários estudos semelhantes, como os estudos de Aydogmus et al. (2022), de Nguyen et al. (2022) e de Habib (2024). Interpretados à luz da teoria dos *stakeholders*, parece que, através de implementação de uma estratégia de RSE com base na adoção de práticas ESG, as organizações conseguem dar resposta às necessidades dos seus *stakeholders*, o que impulsiona o seu desempenho financeiro. Essas descobertas não apenas ampliam a compreensão sobre como práticas responsáveis podem alavancar o sucesso financeiro, mas também fortalecem a teoria dos *stakeholders*. Ao atender às necessidades diversas dos seus *stakeholders*, as empresas não só cumprem seu papel social, mas também colhem frutos financeiros.

Os resultados confirmam que o desempenho financeiro das empresas é positivamente influenciado pelo desempenho ESG combinado do ano anterior, corroborando a primeira hipótese de investigação. Mais interessante ainda, ao desagregarmos as componentes do ESG, descobrimos que a dimensão social emerge como a verdadeira protagonista, mostrando impacto significativo tanto no *ROA* quanto no *Q_Tobin*, enquanto as dimensões ambiental e de governança, isoladamente, não apresentaram relevância estatística.

O estudo desenvolvido contribuiu fortemente para a investigação empírica da RSE, pois a análise é dividida entre o desempenho ESG combinado e o desempenho ESG desagregado pelas suas três componentes e inclui pela primeira vez medidas para o desempenho financeiro, baseadas na contabilidade e no mercado para o cenário do capitalismo mediterrâneo.

Apesar das contribuições significativas, reconhecemos as limitações inerentes ao estudo, como a dependência da base de dados *Workspace* do *Refinitiv*, que restringiu a inclusão de

variáveis de controlo adicionais, e o foco nas empresas com ações admitidas a cotação em bolsa de valores. Portanto, sugerimos que futuras pesquisas utilizem bases de dados mais abrangentes, com inclusão de diversos tipos de empresas, e incorporem uma análise mais detalhada do impacto de outras variáveis, incluindo o efeito disruptivo da COVID-19 no desempenho ESG das empresas.

Concluimos, assim, que o caminho para o crescimento financeiro sustentável não só é compatível com a adoção de práticas ESG, mas também é impulsionado por elas, especialmente quando as empresas dão a devida atenção às suas responsabilidades sociais. Este estudo abre novas portas para futuras investigações e reforça a importância do ESG no cenário empresarial contemporâneo.

8. Referências bibliográficas

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
- Alniacik, U., Alniacik, E. & Genc, N. (2011). How corporate social responsibility information influences stakeholders' intentions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 18, 234–245. <https://doi.org/10.1002/csr.245>
- Alves, R. R. (2023). *ESG: O presente e o futuro das empresas*. Editora Vozes.
- Amaeshi, K. (2011). Neither national boundaries nor transnational social spaces: Accounting for variations of CSR practices in varieties of capitalism. *University of Edinburgh Business School; Cranfield University - School of Management*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1518940>
- Atz, U., Holt, T. V., Liu, Z. Z. & Bruno, C. C. (2023). Does sustainability generate better financial performance? Review, meta-analysis, and propositions. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 802-825. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2106934>
- Aureli, S., Gigli, S., Medei, R. & Supino, E. (2019). The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones sustainability world index listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 43-52. <https://doi.org/10.1002/csr.1772>
- Aydoğmuş, M. Gülay, G. & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 119-127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Barauskaite, G. & Streimikiene, D. (2020). Corporate social responsibility and financial performance of companies: The puzzle of concepts, definitions and assessment methods. *Corporate Social Responsibility Environment and Management*, 28, 278–287. <https://doi.org/10.1002/csr.2048>
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27, 1101-1122. <https://doi.org/10.1002/smj.557>

- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Barney, J. B., & Mackey, A. (2018). Monopoly profits, efficiency profits, and teaching strategic management. *Academy of Management Learning & Education*, 17, 359-373. https://www.researchgate.net/publication/321774569_Monopoly_Profits_Efficiency_Profits_and_Teaching_Strategic_Management
- Barney, J. B., Ketchen, D. J., & Wright, M. (2021). Resource-based theory and the value creation framework. *Journal of Management*, 47(7), 1936-1955. <https://doi.org/10.1177/01492063211021655>
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. (2015). Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 35, 297–309. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.09.007>
- Bénabou, R., & Tirole, J. (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x>
- Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42(5), 488-506. <https://doi.org/10.2307/256972>
- Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2003). Consumer-company identification: A framework for understanding consumers' relationships with companies. *Journal of Marketing*, 67, 76-88. <https://www.jstor.org/stable/30040524>
- Bocquet, R., Le Bas, C., Mothe, C. & Poussing, N. (2013). Are firms with different CSR profiles equally innovative? Empirical analysis with survey data. *European Management Journal*, 31(6), 642-654. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2012.07.001>
- Brammer, S., & Millington, A. (2004). The development of corporate charitable contributions in the UK: A stakeholder analysis. *Journal of Management Studies*, 41, 1411-1434. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2004.00480.x>
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial Management*, 35(3), 97–116. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x>

- Brandenburger, A. M., & Stuart, H. W. (1996). Value-based business strategy. *Journal of Economics & Management Strategy*, 5, 5-24. <https://doi.org/10.1111/j.1430-9134.1996.00005.x>
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *British Accounting Review*, 50(1), 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005>
- Bui, T. N., Nguyen, X. H. & Pham, K. T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market. *International Journal of Financial Studies*, 11, 100. <https://doi.org/10.3390/ijfs11030100>
- Chen, Z. & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Choi, J. & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 30(8), 895-907. <https://doi.org/10.1002/smj.759>
- Cini, A.C. & Ricci, C. (2018). CSR as a driver where ESG performance. *Symphonya*, 1(1), 68-75. <https://doi.org/10.4468/2018.1.05cini.ricci>
- Clément, A., Robinot, É. & Trespeuch, L. (2023). The use of ESG scores in academic literature: A systematic literature review. *Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy*. <https://doi.org/10.1108/JEC-10-2022-0147>
- Coad, A. Segarra, A. & Teruel, M. (2013). Like milk and wine: Does firm performance improve with age? *Structural Change and Economic Dynamics*, 24, 173-189. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2012.07.002>
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *Accounting Review*, 87, 723–759. <https://doi.org/10.2308/accr-10218>
- Diwan, H. & Sreeraman, B. A. (2024). From financial reporting to ESG reporting: A bibliometric analysis of the evolution in corporate sustainability disclosures. *Environment, Development and Sustainability*, 26, 13769–13805. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-03249-2>

- Duque-Grisales, E. & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Dutton, J. E., Dukerich, J. M., & Harquail, C. V. (1994). Organizational images and member identification. *Administrative Science Quarterly*, 39, 239-263. <https://doi.org/10.2307/2393235>
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- Eliwa, Y., Aboud, A. & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Fatemi, A., Glaum, M. & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Ferrell, A., Liang, H., & Renneboog, L. (2016). Socially responsible firms. *Journal of Financial Economics*, 122 (3), 585-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.12.003>
- Fink, L. (2020). A fundamental reshaping of finance. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/01/16/a-fundamental-reshaping-of-finance/>
- Fombrun C, Gardberg N. & Barnett M. (2000). Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk. *Business and Society Review*, 105, 85-106. <http://dx.doi.org/10.1111/0045-3609.00066>
- Franco, C.E. & Suguna, G. (2017). Corporate social responsibility influences, employee commitment and organizational performance. *International Journal of Research - Granthaalayah*, 5 (1), 23-27. [https://doi.org/10.29121/granthaalayah.v5.i1\(SE\).2017.1917](https://doi.org/10.29121/granthaalayah.v5.i1(SE).2017.1917)
- Freeman, R. (1984). Strategic management: A stakeholder approach. *Pitman*.

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable & Investment*, 5 (4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

Friedman, M. (1970). A Friedman doctrine: The social responsibility of business. *New York Times Magazine*, 13, 32–33.

Gao, L., & Zhang, J.H. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 32, 108–127. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.03.004>

Gelb, D.S., & Strawser, J.A. (2001). Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure. *Journal of Business Ethics*, 33, 1–13. <https://doi.org/10.1023/A:1011941212444>

Ghani, R. A., Samah, A. R. A., Baharuddin, N. S., & Ahmad, Z. (2023). Determinants of firm value as measured by the Tobin's Q: A case of Malaysian plantation sector. *International Journal of Academic Research in Accounting Finance and Management Sciences*, 13(2), 420–432. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARAFMS/v13-i2/17268>

Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69–83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>

Gillan, S.L., Koch, A. & Starks, L.T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>

Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30, 777–798. <https://www.jstor.org/stable/20159168>

Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30, 425–445. <https://doi.org/10.1002/smj.750>

Graves, S. B., & Waddock, S. A. (1994). Institutional owners and corporate social performance. *Academy of Management Journal*, 37, 1034–1046. <https://doi.org/10.5465/256611>

- Hahn, R., & Kühnen, M. (2013). Determinants of sustainability reporting: A review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of Cleaner Production*, 59, 5–21. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.07.005>
- Hall, P. & Soskice, D. (2001). Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage. *Oxford*, 1-68. <https://doi.org/10.1093/0199247757.001.0001>
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
- He, R., Chen, X., Chen, C., Zhai, J. & Cui, L. (2021). Environmental, social, and governance incidents and bank loan contracts. *Sustainability*, 13(4), 1885. <https://doi.org/10.3390/su13041885>
- Hill, C. W. & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29, 131–154. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x>
- Hong, H., & Liskovich, I. (2015). *Crime, punishment and the halo effect of corporate social responsibility* (Working Paper No. 21215). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w21215>
- Hood, J. N. (2003). The relationship of leadership style and CEO values to ethical practices in organizations. *Journal of Business Ethics*, 43, 263–273. <https://doi.org/10.1023/A:1023085713600>
- Howard-Grenville, J. A. & Hoffman, A. J. (2003). The importance of cultural framing to the success of social initiatives in business. *Academy of Management Executive*, 17, 70-84. <https://doi.org/10.5465/ame.2003.10025199>
- Huang, D.Z.-X. (2021). Environmental, social and governance factors and assessing firm value: Valuation, signalling and stakeholder perspectives. *Account Finance*, 62, 1983-2010. <https://doi.org/10.1111/acfi.12849>
- Iliev, P., & Roth, L. (2023). Director expertise and Corporate sustainability. *Review of Finance*, 27(6), 2085-2123. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3575501>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2016). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting: Evidence from four countries. *Mimeo: London Business School*. <https://ssrn.com/abstract=1799589>

- Jain, K. & Tripathi, P.S. (2023). Mapping the environmental, social and governance literature: A bibliometric and content analysis. *Journal of Strategy and Management*, 16(3), 397-428. <https://doi.org/10.1108/JSMA-05-2022-0092>
- James, G., Witten, D., Hastie, T. & Tibshirani, R. (2013). *An introduction to statistical learning: With applications in R*. Springer.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, R. A., & Greening, D. W. (1999). The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. *Academy of Management Journal*, 42, 564-576. <https://doi.org/10.2307/256977>
- Johnston, R., Jones, K., & Manley, D. (2017). Confounding and collinearity in regression analysis: A cautionary tale and an alternative procedure, illustrated by studies of British voting behaviour. *Quality & Quantity*, 52(4), 1957–1976. <https://doi.org/10.1007/s11135-017-0584-6>
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20, 404 - 437. <https://doi.org/10.2307/258852>
- Jonsdottir, B., Sigurjonsson, T. O., Johannsdottir, L., & Wendt, S. (2022). Barriers to using ESG data for investment decisions. *Sustainability*, 14(9), 5157. <https://doi.org/10.3390/su14095157>
- Khan, M. A. (2022). ESG disclosure and firm performance: A bibliometric and meta-analysis. *Research in International Business and Finance*, 61, 1-19. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101668>
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking and Finance*, 43, 1–13. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.013>
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *Accounting Review*, 87, 761–796. <https://doi.org/10.2308/accr-10209>

- Klassen, R. D., & Whybark, D. C. (1999). The impact of environmental technologies on manufacturing performance. *Academy of Management Journal*, 42(6), 599-615. <http://dx.doi.org/10.2307/256982>
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. & 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. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Lioui, A. & Sharma, Z. (2012). Environmental corporate social responsibility and financial performance: Disentangling direct and indirect effects. *Ecological Economics*, 78, 100-111. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2012.04.004>
- Litz, R. A. (1996). A resource-based-view of the socially responsible firm: Stakeholder interdependence, ethical awareness, and issue responsiveness as strategic assets. *Journal of Business Ethics*, 15(12), 1355–1363. <http://www.jstor.org/stable/25072858>
- Luque, A., & Herrero-García, N. (2019). How corporate social (ir)responsibility in the textile sector is defined, and its impact on ethical sustainability: An analysis of 133 concepts. *Corporate Social Responsibility Environmental Management*, 26, 1285–1306. <https://doi.org/10.1002/csr.1747>
- March, J. G. & Simon, H. A. (1958). *Organizations*. Wiley.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117–127. <https://doi.org/10.2307/259398>
- McWilliams, A., & Siegel, D. S. (2011). Creating and capturing value: Strategic corporate social responsibility, resource-based theory, and sustainable competitive advantage. *Journal of Management*, 37(5), 1480-1495. <https://doi.org/10.1177/0149206310385696>
- Meng-tao, C., Da-peng, Y., Wei-qi, Z. & Qi-jun, W. (2023). How does ESG disclosure improve stock liquidity for enterprises: Empirical evidence from China. *Environmental Impact Assessment Review*, 98, 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.eiar.2022.106926>

Muller, A., & Kraussl, R. (2011). Doing good deeds in times of need: A strategic perspective on corporate disaster donations. *Strategic Management Journal*, 32, 911-929. <https://doi.org/10.1002/smj.917>

Muñoz-Torres, M.J., Fernandez-Izquierdo, M., Ángeles, Rivera-Lirio, J.M., Ferrero-Ferrero, I., Escrig-Olmedo, E., Gisbert-Navarro, J.V. & Marullo, M.C. (2018). An assessment tool to integrate sustainability principles into the global supply chain. *Sustainability*, 10 (3), 535. <https://doi.org/10.3390/su10020535>

Nguyen, D.T., Hoan, T.G. & Tran, H. G. (2022). Help or Hurt? The impact of ESG on firm performance in S&P 500 non-financial firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(2). <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v16i2.7>

Olonite, O. A., Okoro, C. N. & Ibrahim, K. (2021). Impact of assets structure on financial performance of quoted construction firms in Nigeria. *International Journal of Research*, 1, 9-13. https://www.researchgate.net/publication/360246204_Impact_of_Assets_Structure_on_Financial_Performance_of_Quoted_Construction_Firms_in_Nigeria

Pérez, L., Hunt, V., Samandari, H., Nuttall, R. & Biniek, K. (2022). Does ESG really matter and why? *McKinsey*. <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/does-esg-really-matter-and-why>

Pinto, H., Healy, A., & Cruz, A. R. (2019). Varieties of capitalism and resilience clusters: An exploratory approach to European regions. *Regional Science Policy & Practice*, 11(6), 913-933. <https://doi.org/10.1111/rsp3.12183>

Prior, D., Surroca, J. and Tribó, J.A. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16, 160-177. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00678.x>

Pulino, C. S. Ciaburri, M. Magnanelli, B. S. & Nasta, L. (2022). Does ESG disclosure influence firm performance? *Sustainability*, 14, 7595. <https://doi.org/10.3390/su14137595>

PwC. (2022). *Diretiva de Reporte Corporativo de Sustentabilidade (CSRD)*. <https://www.pwc.pt/pt/sustentabilidade/docs/pwc-sustentabilidade-diretiva-reporte.pdf>

- Refinitiv. (2023). *ESG scores*. <https://www.refinitiv.com/pt/sustainable-finance/esg-scores#company-esg-scores>
- Rehman, R. U., Zhang, J., Uppal, J., Cullinan, C. & Naseem, M. A. (2016). Are environmental social governance equity indices a better choice for investors? An Asian perspective. *Business Ethics: A European Review*, 25(4), 440-459. <https://doi.org/10.1111/beer.12127>
- Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of Management Journal*, 40(3), 534-559. <https://doi.org/10.2307/257052>
- Russo, M. V., & Harrison, N. S. (2005). Organizational design and environmental performance: Clues from the electronics industry. *Academy of Management Journal*, 48, 582-593. <https://www.jstor.org/stable/20159680>
- Saeed, A., & Sroufe, R. (2021). Performance, risk, and cost of capital: Trends and opportunities for future CSR research. *Journal of Risk and Financial Management*, 14, 586. <https://doi.org/10.3390/jrfm14120586>
- Salancik, G. R., & Pfeffer, J. (1978). A social information processing approach to job attitudes and task design. *Administrative Science Quarterly*, 23(2), 224-253. <https://doi.org/10.2307/2392563>
- Schinzel, U. (2018). Responsible leadership and corporate social responsibility (CSR) in Luxembourg. *International Journal of Organizational Analysis*, 26, 415-431. <https://doi.org/10.1108/IJOA-09-2017-1241>
- Schnietz, K. E., & Epstein, M. J. (2005). Exploring the financial value of a reputation for corporate social responsibility during a crisis. *Corporate Reputation Review*, 7, 327-345. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540230>
- Seltzer, L., Starks, L.T., & Zhu, Q. (2022). *Climate regulatory risk and corporate bonds* (Working Paper no. 299924). National Bureau of Economic Research. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3563271>
- Shleifer, A., & Vishny R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

Soana, M. G. (2009). The relationship between corporate social performance and corporate financial performance in the banking sector. *Journal of Business Ethics*, 104(1), 133–148. <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-011-0894-x>

Starks, L.T. (2009). EFA keynote speech: “Corporate governance and corporate social responsibility: What do investors care about? What should investors care about?”. *Financial Review*, 44 (4), 461–468. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2009.00225.x>

Stellner, C., Klein, C., & Zwergel, B. (2015). Corporate social responsibility and Eurozone corporate bonds: The moderating role of country sustainability. *Journal of Banking & Finance*, 59, 538–549. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.032>

Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31, 463–490. <https://doi.org/10.1002/smj.820>

Tahmid, T., Hoque, M. N., Said, J., Saona, P. & Azad, M. A. K. (2022). Does ESG initiatives yield greater firm value and performance? New evidence from European firms. *Cogent Business & Management*, 9. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2144098>

Takon, S. M., & Ogakwu, V. N. (2013). Impact of liquidity on return on assets of firms: Evidence from Nigeria. *International Journal of Management & Information Technology*, 6(3), 885–894. <https://doi.org/10.24297/ijmit.v6i3.728>

Taliento, M., Favino, C., & Netti, A. (2019). Impact of environment, social and governance information on economic performance: Evidence of a corporate sustainability advantage from Europe. *Sustainability*, 11(6), 1738. <https://doi.org/10.3390/su11061738>

União Europeia. (2022). Diretiva (UE) 2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2022. *Jornal Oficial da União Europeia*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>

- Wang, H., Choi, J., & Li, J. (2008). Too little or too much? Untangling the relationship between corporate philanthropy and firm financial performance. *Organization Science*, 19(1), 143-159. <https://www.jstor.org/stable/25146168>
- Wang, N., Pan, H., Feng, Y. & Du, S. (2022). How do ESG practices create value for businesses? Research review and prospects. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-12-2021-0515>
- Wang, Q., Dou, J., & Jia, S. (2016). A meta-analytic review of corporate social responsibility and corporate financial performance: The moderating effect of contextual factors. *Business & Society*, 55(8), 1083-1121. <https://doi.org/10.1177/0007650315584317>
- WCED. (1987). Report of the world commission on environment and development: Our common future. *Oxford: Oxford University Press*.
- Williamson, O. E. (1984). Corporate governance. *Yale Law Review*, 93, 1197-1230. <http://hdl.handle.net/20.500.13051/3880>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, second edition. MIT Press.
- Yu, E.P., Luu, B.V. & Chen, C.H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, 52, 101-192. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101192>
- Zahra, S. A., Priem, R. L. & Rasheed, A. A. (2005). The antecedents and consequences of top management fraud. *Journal of Management*, 31(6), 803–828. <http://dx.doi.org/10.1177/0149206305279598>
- Zaiane, S. & Ellouze, D. (2023). Corporate social responsibility and firm financial performance: The moderating effects of size and industry sensitivity. *Journal of Management and Governance*, 27, 1147–1187. <https://doi.org/10.1007/s10997-022-09636-7>
- Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y. & Kang, J. (2018). ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies. *Sustainability*, 10(8), 2607. <https://doi.org/10.3390/su10082607>

9. Anexos

Anexo 1 - Correlação das variáveis independentes dos modelos estimados 1 e 3

	<i>ESG</i> (-1)	<i>E</i> (-1)	<i>S</i> (-1)	<i>G</i> (-1)	ln <i>SIZE</i>	<i>AGE</i>	ln <i>LEV</i>	<i>LIQ</i>	<i>FAR</i>	<i>IND2</i>	<i>IND3</i>	<i>IND4</i>	<i>IND5</i>	<i>IND6</i>	<i>IND7</i>	<i>IND8</i>	<i>IND9</i>	<i>IND10</i>	<i>IND11</i>
<i>ESG</i> (-1)	1	0,8819	0,9266	0,6560	0,4935	0,0905	0,1622	-0,2100	0,0586	0,1183	0,0964	0,1827	0,0371	0,0191	0,0723	-0,0283	-0,1438	0,0626	-0,0362
<i>E</i> (-1)	0,8819	1	0,7807	0,3577	0,4616	0,0293	0,1467	-0,1976	0,0673	0,0545	0,0632	0,1713	0,0117	0,0017	0,1056	-0,0718	-0,1165	0,0887	-0,0501
<i>S</i> (-1)	0,9266	0,7807	1	0,4486	0,4511	0,1421	0,1344	-0,1859	0,0458	0,1182	0,0181	0,1558	0,0350	-0,0149	0,0575	-0,0091	-0,1593	0,0570	-0,0331
<i>G</i> (-1)	0,6560	0,3577	0,4486	1	0,3259	0,0480	0,1586	-0,1781	0,0383	0,1286	0,1723	0,1587	0,0774	0,0870	0,0235	-0,0074	-0,0600	0,0111	-0,1621
ln <i>SIZE</i>	0,4935	0,4616	0,4511	0,3259	1	-0,0541	0,4133	-0,3052	0,1837	0,1843	0,0307	0,3331	0,1303	0,1134	0,0109	-0,1896	-0,0097	-0,0474	-0,0096
<i>AGE</i>	0,0905	0,0293	0,1421	0,0480	-0,0541	1	0,0453	-0,0782	0,0592	0,1776	0,0628	0,0526	0,1530	0,1995	0,0582	-0,0063	-0,0274	0,0153	-0,1064
ln <i>LEV</i>	0,1622	0,1467	0,1344	0,1586	0,4133	0,0453	1	-0,2978	0,1490	0,1429	0,1093	0,2415	0,1123	0,1910	0,1217	-0,0989	0,0594	0,0513	-0,0188
<i>LIQ</i>	-0,2100	-0,1976	-0,1859	-0,1781	-0,3052	0,0782	-0,2978	1	0,1695	0,2179	0,0225	0,1520	0,0480	0,0286	0,1147	0,0226	0,0136	-0,0596	0,0435
<i>FAR</i>	0,0586	0,0673	0,0458	0,0383	0,1837	0,0592	0,1490	0,1695	1	0,3143	0,1424	0,4010	0,3304	0,0808	0,1589	0,0068	0,2553	0,0915	0,0020
<i>IND2</i>	-0,1183	-0,0545	-0,1182	-0,1286	-0,1843	0,1776	-0,1429	0,2179	0,3143	1	0,2339	0,3699	0,1338	0,1810	0,1753	0,0873	0,0996	-0,0421	-0,0820
<i>IND3</i>	-0,0964	-0,0632	-0,0181	-0,1723	0,0307	0,0628	0,1093	0,0225	0,1424	0,2339	1	0,2030	0,0734	0,0993	0,0962	0,0479	0,0547	-0,0231	-0,0450
<i>IND4</i>	0,1827	0,1713	0,1558	0,1587	0,3331	0,0526	0,2415	0,1520	0,4010	0,3699	0,2030	1	0,1162	0,1571	0,1521	0,0758	0,0865	-0,0365	0,0711

<i>IND5</i>	0,0371	-	0,0117	0,0350	0,0774	-0,1303	-	0,1530	-0,1123	0,0480	0,3304	0,1338	0,0734	0,1162	1	0,0568	0,0550	0,0274	0,0313	-0,0132	-	0,0257
<i>IND6</i>	0,0191	0,0017	-	0,0149	0,0870	-0,1134	0,1995	-0,1910	0,0286	0,0808	0,1810	0,0993	0,1571	0,0568	1	-	-	-	0,0423	-0,0179	-	0,0348
<i>IND7</i>	0,0723	0,1056	0,0575	0,0235	0,0109	-	0,0582	0,1217	0,1147	0,1589	0,1753	0,0962	0,1521	0,0550	0,0744	1	-	0,0359	0,0410	-0,0173	-	0,0337
<i>IND8</i>	-	-	-	0,0074	-0,1896	-	0,0063	-0,0989	0,0226	0,0068	0,0873	0,0479	0,0758	0,0274	0,0371	0,0359	1	-	0,0204	-0,0086	-	0,0168
<i>IND9</i>	-	-	-	0,1593	-0,0097	-	0,0274	0,0594	0,0136	0,2553	0,0996	0,0547	0,0865	0,0313	0,0423	0,0410	0,0204	1	-0,0098	-	0,0192	
<i>IND10</i>	0,0626	0,0887	0,0570	0,0111	-0,0474	0,0153	0,0513	0,0596	0,0915	0,0421	0,0231	0,0365	0,0132	0,0179	0,0173	0,0086	0,0098	1	-	-	0,0081	
<i>IND11</i>	-	-	-	0,1621	0,0096	-	0,1064	0,0188	0,0435	0,0020	0,0820	0,0450	0,0711	0,0257	0,0348	0,0337	0,0168	0,0192	-0,0081	1	-	

Anexo 2 - Correlação das variáveis independentes dos modelos estimados 2 e 4

	<i>ESG (-1)</i>	<i>E (-1)</i>	<i>S (-1)</i>	<i>G (-1)</i>	<i>ln SIZE</i>	<i>AGE</i>	<i>ln LEV</i>	<i>COVI D</i>	<i>LIQ</i>	<i>EPS</i>	<i>IND2</i>	<i>IND3</i>	<i>IND4</i>	<i>IND5</i>	<i>IND6</i>	<i>IND7</i>	<i>IND8</i>	<i>IND9</i>	<i>IND10</i>	<i>IND11</i>
<i>ESG (-1)</i>	1	0,883	0,924	0,655	0,4968	0,097	0,1541	0,1448	-0,205	0,020	0,111	0,092	0,169	0,038	0,021	0,074	0,026	0,141	0,062	0,034
<i>E (-1)</i>	0,8832	1	0,778	0,359	0,4635	0,040	0,1373	0,1063	-0,192	0,015	0,046	0,058	0,152	0,009	0,007	0,107	0,069	0,113	0,088	0,050
<i>S (-1)</i>	0,9249	0,778	1	0,447	0,4536	0,143	0,1308	0,1778	-0,182	0,025	0,114	0,016	0,153	0,035	0,017	0,058	0,008	0,157	0,057	0,032
<i>G (-1)</i>	0,6553	0,359	0,447	1	0,3293	0,051	0,1537	0,0539	-0,177	0,009	0,125	0,169	0,152	0,077	0,091	0,024	0,007	0,059	0,011	0,160
<i>ln SIZE</i>	0,4968	0,463	0,453	0,329	1	0,048	0,4024	-0,1255	-0,301	0,047	0,177	0,033	0,325	0,127	0,110	0,012	0,187	0,008	0,046	0,010
<i>AGE</i>	0,0978	0,040	0,143	0,051	-0,0482	1	0,0369	0,0538	-0,075	0,009	0,183	0,058	0,068	0,149	0,199	0,054	0,007	0,025	0,016	0,104
<i>ln LEV</i>	0,1541	0,137	0,130	0,153	0,4024	0,036	1	0,0275	-0,298	0,015	0,148	0,105	0,247	0,113	0,189	0,118	0,099	0,057	0,050	0,017
<i>COVI D</i>	0,1448	0,106	0,177	0,053	-0,1255	0,053	0,0275	1	-0,111	0,016	0,046	0,002	0,019	0,005	0,018	0,021	0,020	0,010	0,075	0,012
<i>LIQ</i>	-0,2058	-0,192	0,182	0,177	-0,3011	0,075	0,2984	0,1116	1	0,041	0,219	0,023	0,152	0,047	0,026	0,113	0,023	0,014	0,059	0,043
<i>EPS</i>	0,0202	0,015	0,025	0,009	0,0476	0,009	0,0155	0,0160	0,041	1	0,095	0,041	0,062	0,010	0,030	0,055	0,017	0,065	0,042	0,019

IND2	-0,1110	- 0,046 5	- 0,114 6	- 0,125 2	-0,1775	0,183 7	- 0,1480	0,0460	0,219 1	0,095 3	1	- 0,230 0	- 0,373 4	- 0,131 7	- 0,179 4	- 0,172 4	- 0,085 9	- 0,098 0	- 0,041 4	- 0,080 6
IND3	-0,0922	- 0,058 5	- 0,016 6	- 0,169 9	0,0331	0,058 2	0,1056	0,0022	0,023 6	0,041 8	0,230 0	1	- 0,205 3	- 0,072 4	- 0,098 6	- 0,094 8	- 0,047 2	- 0,053 9	- 0,022 8	- 0,044 3
IND4	0,1694	0,152 3	0,153 0	0,152 3	0,3259	0,068 6	0,2471	-0,0192	0,152 7	0,062 4	0,373 4	0,205 3	1	- 0,117 5	- 0,160 1	0,153 9	0,076 7	0,087 5	0,037 0	- 0,072 0
IND5	0,0386	- 0,009 3	- 0,035 7	- 0,077 6	-0,1277	- 0,149 7	- 0,1138	-0,0057	- 0,047 3	- 0,010 3	- 0,131 7	- 0,072 4	- 0,117 5	1	- 0,056 5	- 0,054 3	- 0,027 0	- 0,030 9	- 0,013 0	- 0,025 4
IND6	0,0217	- 0,007 0	- 0,017 0	- 0,091 9	-0,1109	- 0,199 8	- 0,1897	-0,0185	- 0,026 2	- 0,030 0	- 0,179 4	- 0,098 6	- 0,160 1	- 0,056 5	1	- 0,073 9	- 0,036 9	- 0,042 0	- 0,017 8	- 0,034 6
IND7	0,0741	0,107 2	0,058 2	0,024 3	0,0128	0,054 7	0,1188	0,0212	0,113 7	0,055 0	0,172 4	0,094 8	0,153 9	0,054 3	0,073 9	1	0,035 4	0,040 4	0,017 1	- 0,033 2
IND8	-0,0269	- 0,069 5	- 0,008 6	- 0,007 8	-0,1871	- 0,007 8	- 0,0998	-0,0206	0,023 0	0,017 5	0,085 9	0,047 2	0,076 7	- 0,027 0	- 0,036 9	- 0,035 4	1	0,020 1	0,008 5	- 0,016 6
IND9	-0,1411	- 0,113 5	- 0,157 8	- 0,059 1	-0,0085	- 0,025 5	0,0578	0,0106	0,014 1	0,065 2	0,098 0	0,053 9	0,087 5	- 0,030 9	- 0,042 0	- 0,040 4	0,020 1	1	0,009 7	- 0,018 9
IND10	0,0626	0,088 3	0,057 0	0,011 2	-0,0466	0,016 0	0,0506	0,0757	0,059 4	0,042 1	0,041 4	0,022 8	0,037 0	- 0,013 0	- 0,017 8	- 0,017 1	0,008 5	0,009 7	1	- 0,008 0
IND11	-0,0348	- 0,050 9	- 0,032 4	- 0,160 7	0,0105	- 0,104 3	0,0176	-0,0125	0,043 9	0,019 1	0,080 6	0,044 3	0,072 0	- 0,025 4	- 0,034 6	- 0,033 2	0,016 6	0,018 9	0,008 0	1