



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

**O Impacto da Publicação de Relatórios de Sustentabilidade no  
Desempenho Financeiro das Empresas Portuguesas.**

**Andressa Bertranda Depiante**

Leiria, setembro de 2016





Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

**O Impacto da Publicação de Relatórios de Sustentabilidade no  
Desempenho Financeiro das Empresas Portuguesas.**

**Andressa Bertranda Depiante**

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação da Doutora Eduarda Fernandes Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, setembro de 2016.



# Dedicatória

---

Gostaria de dedicar essa dissertação que será mais uma vitória alcançada ao meu Deus, aos meus filhos pela paciência e ao meu marido pelo apoio.



# Agradecimentos

---

Agradecer a minha orientadora Doutora Eduarda Fernandes pela paciência e pelo apoio.



# Resumo

---

O presente trabalho tem como objetivo apresentar evidências empíricas sobre o impacto da divulgação de informação sobre práticas ambientais pelas empresas portuguesas no seu desempenho financeiro.

Este estudo justifica-se pela percepção de que as empresas, em geral, estão muito preocupadas em divulgar as práticas ambientais praticadas para satisfazer a necessidade de informação dos stakeholders, cada vez mais conscientes dos problemas ambientais quer a nível local ou mundial. Perante este cenário, cada vez mais as empresas produzem relatórios de sustentabilidade, pelo que se torna evidente a necessidade de avaliar o retorno dessa decisão em termos financeiros.

No seguimento de um enquadramento teórico sobre estudos realizados sobre esta temática e seus resultados, e adotando a metodologia sugerida por Lo et. al (2012) foi realizado um estudo de evento, cujo evento é a publicação do primeiro relatório de sustentabilidade para 38 empresas portuguesas, para analisar o retorno anormal dos indicadores ROA (Return On Assets), ROS (Retur On Sales) e SOA (Sales On Assets) e assim verificar a existência, ou não, de algum impacto.

Com base nos resultados obtidos conclui-se que não podemos afirmar que a publicação voluntária do relatório de sustentabilidade tem algum impacto positivo no desempenho financeiro das empresas portuguesas.

*Palavras-chave: Relatório de sustentabilidade, desempenho financeiro e ambiente.*



# Abstract

---

This study aims to present empirical evidence on the impact of the disclosure of information on environmental practices by Portuguese companies in its financial performance.

This study is justified by the perception that companies in general are very concerned to disclose environmental practices carried out to satisfy the information needs of stakeholders, increasingly aware of the environmental problems at the local or global level. Given this scenario the number of companies producing sustainability reports is increasing, and it is therefore necessary to evaluate the financial return of this decision.

Following the presentation of several studies on this topic and its main results, we adopted the methodology suggested by Lo et. al (2012), and carried out an event study. The chosen event was the publication of the first sustainability report for 38 Portuguese companies to analyze its impact on the abnormal return of ROA indicators (Return On Assets), ROS (Return On Sales) and SOA (Sales on Assets).

Based on the results achieved we conclude that it is not possible to claim that the voluntary publication of the sustainability report has some positive impact on the financial performance of Portuguese companies.

*Keywords: Sustainability report, financial performance, environment.*



# Lista de figuras

---

Figura 1- Empresas que cumpriam os critérios definidos.....	17
Figura 2 - Empresas portuguesas que publicam relatórios de sustentabilidade.....	18
Figura 3 - Base de dados do estudo.....	19
Figura 4- Empresas da amostra por atividade econômica.....	20



# Lista de tabelas

---

Tabela 1- Resumo de revisão de literatura - Relação entre as práticas ambientais e o desempenho económico e financeiro das empresas .....	11
Tabela 2 - Descrição das variáveis.....	15
Tabela 3 - Estatística descritiva das empresas da amostra.....	21
Tabela 4-Desempenho anormal das empresas que publicam relatórios de sustentabilidade ano N-2 e N+1, baseado no desempenho das empresas de controlo. ....	23
Tabela 5- Desempenho anormal das empresas que publicam relatórios de sustentabilidade ano N-2 e N, baseado no desempenho das empresas de controlo.....	24
Tabela 6 Desempenho anormal das empresas que publicam relatórios de sustentabilidade ano N-2 e N-1, baseado no desempenho das empresas de controlo. ....	25
Tabela 7- Desempenho Anormal das empresas que publicam relatórios de sustentabilidade pelo critério de 50-200% ativo total nas empresas de controlo no período N-2 e N+1 .....	26
Tabela 8 - Retornos anormais de N-3 e N-2 .....	27



# Lista de Siglas

---

- GRI – Global Reporting Initiative
- IPAC – Instituto Português de Acreditação
- ISO – International Organization for Standardization
- RCAAP – Repositório Científico de Acesso Aberto de Portugal
- RO – Resultados Operacionais
- ROA – Return on Assets
- ROIC – Return on Invested Capital
- ROS – Return on Sales
- SGA – Sistema de Gestão Ambiental
- SOA – Sales On Assets



# Índice

---

<b>DEDICATÓRIA</b>	<b>III</b>
<b>AGRADECIMENTOS</b>	<b>V</b>
<b>RESUMO</b>	<b>VII</b>
<b>ABSTRACT</b>	<b>IX</b>
<b>LISTA DE FIGURAS</b>	<b>XI</b>
<b>LISTA DE TABELAS</b>	<b>XIII</b>
<b>LISTA DE SIGLAS</b>	<b>XV</b>
<b>ÍNDICE</b>	<b>XVII</b>
<b>1. INTRODUÇÃO</b>	<b>1</b>
<b>2. REVISÃO DE LITERATURA</b>	<b>3</b>
2.1 Motivos para a adoção de práticas ambientais	3
2.2 Relatórios de sustentabilidade	6
2.3 Práticas Ambientais e Desempenho Económico e Financeiro	8
<b>3.METODOLOGIA</b>	<b>12</b>
3.1 Objetivo e Hipóteses de investigação	12
3.2 Estratégia de investigação	13
3.2.1 – Janela de evento e Variáveis	14
3.3 Constituição e caracterização da amostra	16
	xvii

3.3.1 Empresas de Controlo	18
<b>4.APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS</b>	<b>22</b>
<b>5.CONCLUSÃO</b>	<b>29</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>31</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>33</b>



# 1. Introdução

---

O presente estudo foi realizado no âmbito de mestrado em Finanças Empresariais e tem como objetivo apresentar evidências empíricas sobre o impacto da divulgação de informação sobre práticas ambientais pelas empresas portuguesas no seu desempenho financeiro.

Até meados dos anos 70 pouco se ouvia sobre a sustentabilidade, porém nos dias atuais este passou a ser um tema frequente em todas as partes da sociedade. Os mercados e as sociedades são cada vez mais exigentes em relação às questões da sustentabilidade. O desenvolvimento sustentável, a responsabilidade social empresarial, a ecoeficiência e inovação são hoje mais um imperativo prático que um mero conceito (Anuário de sustentabilidade, (2008). Segundo Jacobs et al. (2010) a tentativa de captar, agradar e fidelizar os stakeholders à marca, e gerar a satisfação dos funcionários fez com que as empresas tivessem que adotar estratégias de forma a mudar comportamentos, nomeadamente: redução da emissão de gases poluentes; economia no uso de energias ou uso de energias renováveis; redução no consumo de água; reutilização de resíduos; e vários outros tipos de mudanças comportamentais. Essas alterações são importantes a nível interno, mas os gestores das empresas procuram também divulgá-las, de forma simples e gratuita para criar empatia. As diretrizes GRI, que consistem num conjunto de diretrizes internacionais para a elaboração de relatórios de sustentabilidade, são por isso, cada vez mais utilizadas pelas empresas para divulgar as informações económicas, sociais e ambientais relacionadas com a sua atividade.

Apesar da crescente utilização dos relatórios de sustentabilidade existem ainda poucos estudos que avaliam o seu impacto na rentabilidade das empresas. Este estudo tenta de alguma forma preencher essa lacuna, investigando o impacto da publicação de relatórios de sustentabilidade nos resultados financeiros de 38 empresas portuguesas. Para o efeito, é realizado um estudo de evento com uma janela de evento de 4 anos, respetivamente o ano da 1ª publicação, 2 anos anteriores à 1ª publicação e o 1º ano após a publicação do 1º relatório de sustentabilidade de 38 empresas portuguesas. O objetivo é verificar se existem diferenças estatisticamente significativas entre os retornos anormais das empresas que publicam relatórios de sustentabilidade e as que não publicam. Para estimar os retornos anormais no desempenho financeiro é utilizado o ROA (Return On Assets),

para medir a rentabilidade financeira, o ROS (Return On Sales), para medir eficiência das vendas e o SOA (Sales On Assets), para medir o desempenho das vendas. As hipóteses a testar são as seguintes, H1: As empresas portuguesas terão maior ROA após a publicação de relatórios de sustentabilidade; H2: As empresas portuguesas terão maior ROS após a publicação de relatórios de sustentabilidade e H3: As empresas portuguesas terão maior SOA após a publicação de relatórios de sustentabilidade.

Para o efeito, o presente estudo está organizado em 5 capítulos. O primeiro, o presente, onde consta uma breve introdução ao estudo. O segundo, a revisão de literatura, onde é feita uma introdução teórica dos conceitos fundamentais em matéria da divulgação voluntária de informações ambientais, e são apresentados os motivos para a adoção de práticas ambientais, referência à literatura existente sobre os relatórios de sustentabilidade, a certificação ambiental, a relação das práticas ambientais e o desempenho económico e financeiro das empresas. No terceiro capítulo sobre a Metodologia, é detalhado o objetivo do estudo e respetivas hipóteses de investigação, identificação das variáveis e sua operacionalização, descrita a amostra, os requisitos para a elaboração da base de dados de empresas de controlo, e descrita a forma como foi calculado o retorno anormal do desempenho. O quarto capítulo diz respeito à apresentação e discussão dos resultados obtidos, sendo o último a Conclusão, que sintetiza as principais relações que é possível obter com base nos resultados encontrados.

## 2. Revisão de Literatura

---

Neste capítulo é feita uma introdução teórica dos conceitos fundamentais em matéria da divulgação voluntária de informações ambientais, fazendo referência à literatura existente sobre os motivos para a adoção de práticas ambientais; os relatórios de sustentabilidade; a certificação ambiental; as práticas ambientais e desempenho económico e financeiro.

### 2.1 Motivos para a adoção de práticas ambientais

---

Como referem Hume e Gallagher (2010) existe uma pressão elevada por parte dos stakeholders das empresas para que estas aumentem os esforços para se tornarem ambientalmente pró-ativas. Estes autores salientam ainda a crescente importância da responsabilidade ambiental para o desempenho financeiro de uma empresa, e sugerem ainda que as empresas de serviços que são reconhecidas pela adoção de iniciativas ambientais na produção e na comercialização, terão retornos ajustados ao menor risco para o investidor. Além das pressões regulatórias e sociais, ocorre a busca por uma melhor reputação, pois os stakeholders estão, cada vez, mais atentos às relações entre empresas e o meio ambiente, penalizando-as gravemente em casos de agressões ambientais, mesmo que sejam acidentais ou involuntárias. Os mesmos autores informam que as práticas ambientais corporativas tendem a tornar-se menos uma questão ambiental e mais uma questão de estratégia competitiva, de relações humanas, eficiência operacional, marketing, finanças e desenvolvimento de produtos.

Por sua vez, Wagner (2009) demonstrou que as inovações de produtos ambientais são mais relacionadas com atividades específicas na gestão ambiental, como por exemplo: pesquisa de mercado em produtos verdes, rotulagem ambiental ou a prestação de informações dos consumidores sobre os efeitos ambientais dos produtos, do que com a implementação de sistemas de gestão ambiental. Essa procura dos clientes de produtos e serviços “amigos do ambiente” mostra como é importante que as empresas se preocupem com as inovações dos seus produtos para criar uma ligação entre a marca e os consumidores, através do seu desempenho ambiental. Wagner (2009) refere também a eliminação dos resíduos, destacando o seu papel na redução dos custos das empresas.

Também Grimmer e Bingham (2013) afirmam que os stakeholders expressam uma maior disposição para comprar produtos de empresas que agem de forma socialmente responsável, e procuram tomar decisões de compra com base no papel da empresa na sociedade e o seu nível de responsabilidade ambiental. Estes consumidores com maior consciência ambiental estão mais inclinados a comprar produtos de empresas com maior responsabilidade ambiental mesmo que o valor dos produtos seja mais elevado. A pesquisa realizada por estes autores mostra que as empresas que praticam marketing verde, ou seja, que comunicam aos consumidores a sua preocupação ambiental, influenciam as intenções de compras dos consumidores, principalmente dos consumidores com envolvimento ambientais. Os custos de produção mais elevados de produtos ambientais podem afetar essa relação, mas as empresas consideradas amigas do ambiente podem superar o custo adicional, aumentando a rentabilidade através do aumento das vendas. Koo et. al (2014), por seu lado, destacam que as preocupações crescentes com relação ao meio ambiente têm gerado pressões dos Stakeholders para que as empresas realizem seus negócios de forma a melhorar o desempenho ambiental através do cumprimento dos regulamentos internacionais.

O diferente desempenho social das empresas pode criar uma reputação positiva entre as partes interessadas e como resultado conseguir um bom desempenho financeiro, Wang e Berens (2015). Os autores concluem que a performance social corporativa influencia principalmente a reputação financeira da empresa entre as partes interessadas. No geral, ao examinar a cadeia de efeitos dos diferentes tipos de reputação para o desempenho financeiro da empresa, a pesquisa contribui para a identificação das vias subjacentes por meio da qual a criação de valor da performance social corporativa é alcançada.

Corbett e Kirsch (2004) relatam que as empresas podem também procurar obter a certificação ISO 14001, a fim de melhorar as suas relações com as autoridades do mercado, fornecedores, comunidade local e outros usuários de contabilidade. Isto é importante, principalmente para empresas sediadas em países emergentes que dependem de mercados internacionais, pois a divulgação dessas informações ambientais permite ganhar a confiança dos investidores internacionais e colher benefícios económicos. Corbett e Kirsch (2004) afirmam, no entanto, que a decisão de obter a certificação ambiental depende de vários fatores como por exemplo: a estrutura política e jurídica dos países, características culturais, entre outros.

Também sobre a motivação para a obtenção de certificação ambiental eram os estudos de Delmas (2001) e Wagner e Schaltegger (2001), o primeiro estudo afirma a ISO 14001 tem o potencial de influenciar a vantagem competitiva de uma empresa com o envolvimento das partes interessadas externas. Esse envolvimento facilita a comunicação de informações credíveis sobre as normas e os stakeholders estão inclinados a valorizá-la de forma positiva. Em comparação com a ISO 14001, um dos principais objetivos do sistema de gestão ambiental é construir a confiança das partes interessadas, com reguladores e do público em geral, ao exigir informações sobre o desempenho ambiental das empresas participantes. O sistema de gestão ambiental tenta atingir esse nível de credibilidade garantindo uma verificação independente dos sistemas de gestão e desempenho ambiental da empresa. O segundo estudo observa a relação entre a implementação de SGA (sistema de gestão ambiental) e de produtos ambientais inovadores como um sinal positivo do progresso ambiental da empresa. Assim, os requisitos dos SGA frequentemente implicam a realização de análises internas que podem resultar em inovações de produtos ambientais voltados para a satisfação e a procura dos consumidores mais conscientes.

## 2.2 Relatórios de sustentabilidade

---

Com a crescente pressão dos stakeholders as empresas veem a necessidade de fornecer informações ambientais de forma voluntária para informar os stakeholders das iniciativas ambientais praticadas pela empresa, como é o caso dos Relatórios de Sustentabilidade elaborados, nomeadamente, de acordo com as normas internacionais GRI (Global Reporting Initiative). Na prática, elaborar um relatório de sustentabilidade consiste em medir, divulgar e prestar contas às várias partes interessadas sobre o desenvolvimento das organizações visando atingir o objetivo do desenvolvimento sustentável. São apresentados vários motivos para a elaboração voluntária dos relatórios de sustentabilidade por parte das empresas como demonstrar compromisso e ser transparente perante a sociedade; demonstrar capacidade de participar em mercados competitivos; planejar atividades, tornar-se mais sustentável e posicionar a empresa e seguir a legislação. Essas práticas contribuem para a criação de uma boa reputação, de boa imagem corporativa; benefícios de Marketing; percepção do público relativo às operações da empresa e manter a legitimidade social ([www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org), consultado em 10/01/2016)

Segundo Cox e Douthett (2009) a rendibilidade das empresas está significativamente associada à divulgação de informações das atividades ambientais da empresa, sendo essa divulgação importante para os investidores. Também Iatridis (2013), refere que a necessidade de liquidez e a boa visibilidade no mercado iriam motivar as empresas a relatar os dados ambientais com maior qualidade, a fim de reduzir a assimetria de informação e o custo de capital. Segundo este autor a qualidade da divulgação ambiental e adoção de políticas amigas do ambiente estão associadas positivamente com a percepção dos investidores.

O estudo de Yussof e Darus (2012) sobre os esforços e iniciativas feitos por empresas malásias para comunicar a informação ambiental, revela que os gestores dessas empresas têm tomado medidas positivas para empreender a tarefa de envolver a empresa na prática de publicar relatórios ambientais. Esses passos positivos incluíram a adoção de vários métodos de comunicação, identificação e engajamento com grupos de partes interessadas,

reconhecendo que os relatórios ambientais eram importantes para as empresas e seus stakeholders.

Bachoo et. al (2013), por seu lado, evidenciam a associação entre as práticas de relatórios de sustentabilidade australianos e o valor da empresa, mensurado pelo custo do capital próprio e expectativa de desempenho futuro. O estudo revela uma associação significativa entre a qualidade das divulgações ambientais e o custo do capital próprio e uma relação positiva entre a qualidade do relatório de sustentabilidade e o desempenho futuro esperado. A idoneidade no mercado aparece para recompensar divulgações de sustentabilidade significativas e pode induzir a adoção generalizada de relatórios abrangentes de sustentabilidade. Da mesma forma, estes autores referem que os reguladores representam uma procura da sociedade para uma maior responsabilidade social corporativa.

## 2.3 Práticas Ambientais e Desempenho Económico e Financeiro

---

Porter e Vander Linde (1995) sugerem que as decisões operacionais em favor da proteção do ambiente podem melhorar o desempenho e tornar as empresas eficientes no uso de matérias-primas ou resíduos que se transformam em produtos comercializáveis. Se os gestores não divulgam as práticas ambientais de suas empresas, então os investidores podem interpretar isso como um sinal de que os gestores não estão dispostos a se comprometer com o duplo objetivo de maior desempenho. A sustentabilidade ambiental pode contribuir tanto para as vantagens competitivas como para a rentabilidade das empresas.

O estudo de Lo et. al. (2012) para 61 empresas americanas certificadas com ISO 14001, buscando evidências empíricas sobre o impacto da adoção de sistemas de gestão ambiental no desempenho financeiro dessas empresas, revela existir uma melhoria da rentabilidade das empresas ao longo de um período de três anos, medida pelo retorno dos ativos (ROA). Estes autores concluíram também que a melhoria na rentabilidade começou durante a fase de implementação e continuou pelo menos um ano após a certificação, devendo-se principalmente à eficiência na redução dos custos, medido pelo retorno sobre as vendas (ROS). O resultado obtido fornece uma evidência empírica contra os críticos que argumentam que a adoção de sistema de gestão ambiental é apenas para o marketing das empresas e não tem um impacto real sobre as operações da empresa. Também contradizem os que acreditam que os principais benefícios de ser amigo do ambiente é melhorar as vendas. Na verdade, para esses autores, o principal benefício da adoção de um sistema de gestão ambiental é melhorar a rentabilidade das empresas através da redução dos custos.

Jacobs et. al (2010) realizaram um estudo de evento para avaliar a reação do mercado de ações ao anúncio informação relativa ao desempenho ambiental das empresas, ou seja, os esforços das empresas para evitar, mitigar ou compensar os impactos ambientais. Foram utilizados para o estudo 417 anúncios, e estes autores concluíram que os benefícios económicos diretos das iniciativas ambientais corporativas melhoram o retorno sobre o investimento e o valor do mercado e além do valor captado na reação do mercado de

ações, é plausível que também possam criar valor de formas intangíveis, como o aumento da fidelidade à marca, cativação de novos clientes através da percepção dos consumidores, satisfação dos funcionários, redução de custos, acesso a novos mercados e capacidade de sobrevivência no longo prazo. Os gerentes enfrentam muitas pressões das várias partes interessadas para responder sobre questões ambientais e para responder a tais questões os gerentes podem beneficiar dos resultados encontrados pelos estudos realizados atualmente para mostrar que os tipos de iniciativas ambientais corporativas podem aumentar o valor da empresa.

Os resultados do estudo de Santoso e Feliana (2014) para 329 empresas indonésias, indicam que as atividades de responsabilidade social corporativa têm uma relação significativamente positiva no desempenho financeiro do mesmo ano e do ano seguinte, e com o ROA (retorno do ativo) para os próximos dois anos. Ou seja, concluem que as atividades de responsabilidade social corporativa têm um impacto positivo no desempenho financeiro das empresas. Além disso, esse estudo confirma que as atividades de responsabilidade social corporativa podem fazer a empresa desenvolver novas competências na gestão de seus recursos de forma eficaz e eficiente. Acrescentam, no entanto, que os resultados positivos foram testados apenas para dois anos e que dependem do tamanho da empresa.

Oh e Park (2015) testam a relação positiva entre práticas de responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro de 200 empresas coreanas, durante os anos de 2004-2010, e analisam ainda se essa relação é diferente de acordo com a indústria a que pertence a empresa e se o relacionamento fortalece com o passar do tempo. Com base nos resultados obtidos concluíram que a responsabilidade social empresarial tem um efeito positivo sobre a performance financeira da empresa, ainda que esse efeito possa ser diferente de empresa para empresa, dependendo das suas características. Oh e Park (2015) concluíram existir um efeito positivo na rentabilidade e no crescimento, para algumas empresas, enquanto noutras apenas no retorno do capital investido, e nas empresas que comunicam diretamente com os consumidores dá-se um aumento das vendas e da rentabilidade, relacionado com a imagem.

Apesar de muitos dos estudos encontrados apresentarem resultados de uma relação positiva entre o aumento da rentabilidade das empresas e a publicação de relatórios anuais

com informações ambientais, há também estudos que apontam em direção oposta ou até mesmo que concluem não existir uma relação significativamente relevante, ou seja, não existe uma associação significativa entre a rendibilidade da empresa e a extensão da divulgação de informação ambiental voluntária. Exemplo de estudos que apontam neste sentido são os de Archel e Lizarraga (2001), que investiga alguns fatores determinantes das empresas que divulgam informações ambientais em seus relatórios anuais para 56 empresas espanholas no período de 1995-1998; Archel (2003), que analisa a quantidade de informação social e ambiental divulgada nos relatórios anuais para 62 empresas espanholas no período de 1994-1998; e Monteiro e Guzman (2010), que identificam os principais fatores que podem ter influência significativa sobre a extensão das divulgações ambientais voluntárias feitas por 109 empresas portuguesas. Todos estes autores concluem também que quanto maior a empresa, maior a divulgação de relatórios anuais voluntários, pois as grandes empresas estão interessadas em projetar sua imagem como empresas que se dedicam à proteção do ambiente, como forma de melhorar a sua imagem pública e a sua reputação. Por outro lado, a elaboração e a divulgação, de informação ambiental é dispendiosa e em comparação com as pequenas e médias empresas, as grandes empresas têm uma certa disponibilidade de recursos técnicos e financeiros que são necessários para suportarem esses custos.

Tendo em conta que ainda não existe um consenso sobre a relação da divulgação voluntária de informações ambientais com o desempenho financeiro das empresas, conforme se pode visualizar na tabela abaixo, justifica-se assim a elaboração da presente investigação, com o intuito de fornecer elementos adicionais para esta discussão.

Tabela 1- Resumo de revisão de literatura - Relação entre as práticas ambientais e o desempenho económico e financeiro das empresas

Autores	Amostra	Metodologia	Principais Conclusões	Relação
Porter e Vander Linde (1995)		Estudo de caso	A proteção do ambiente pode melhorar o desempenho financeiro e contribuir para vantagens competitivas e o aumento da rentabilidade.	Positiva
Jacobs et. al (2010)	417 anúncios de empresas europeias (2004-2006)	Estudo de evento	Iniciativas ambientais melhoram o retorno do investimento e o valor de mercado e também pode criar valor de formas intangíveis.	
Lo et. al (2012)	61 empresas americanas	Estudo de evento	A adoção de sistema de gestão ambiental melhora a rentabilidade através da redução de custos e produz impacto positivo nas margens de lucros da empresa.	
Santoso e Feliana (2014)	329 empresas indonésias (2010-2012)	Modelo de regressão linear	A Responsabilidade social teve impacto significativamente importante no desempenho financeiro das empresas, e pode fazer a empresa desenvolver novas competências na gestão dos recursos de forma eficiente e eficaz.	
Oh e Park (2015)	200 empresas coreanas (2004-2010)	Modelo de regressão em painel	A responsabilidade social tem efeito positivo na rentabilidade, mas esse efeito pode ser diferente de empresa para empresa, depende das suas características.	
Archel e Lizarraga (2001)	56 empresas espanholas (1995-1998)	Modelo de regressão linear	Nenhumas das variáveis usadas para definir o desempenho financeiro foram consideradas importantes para o nível de divulgação de informação ambiental.	Nula
Archel (2003)	62 empresas espanholas (1994-1998)	Modelo de regressão linear	A rentabilidade não é um fator significativo na divulgação de informação ambiental.	
Monteiro e Guzman (2010)	109 empresas portuguesas (2002-2004)	Modelo de regressão linear	A rentabilidade não aparece como atributo da diferenciação em seu nível de divulgações ambientais, ou seja, não apresenta evidências significativamente relevantes.	

## 3. Metodologia

---

Neste capítulo é detalhado o objetivo do estudo e respetivas hipóteses de investigação, identificação de variáveis e sua operacionalização, descrita a amostra, requisitos para a elaboração da base de dados das empresas de controlo e descrita a forma como foi calculado o retorno anormal das empresas na amostra.

### 3.1 Objetivo e Hipóteses de investigação

---

O presente estudo tem como objetivo apresentar evidências empíricas sobre o impacto da publicação do primeiro Relatório de Sustentabilidade no desempenho financeiro das 38 empresas portuguesas selecionadas para amostra. Como indicadores desse desempenho, serão utilizados o ROA, o ROS e o SOA, conforme justificação apresentada na secção seguinte. Consequentemente o objetivo apresentado será traduzido nas 3 hipóteses de investigação que a seguir se apresentam. As hipóteses de investigação que se pretende testar são as seguintes:

**H1: As empresas portuguesas da amostra terão maior ROA após a publicação do 1º relatório de sustentabilidade.**

Segundo uma pesquisa realizada pela KPMG em 2006, com base num inquérito realizado aos gestores de 18 empresas portuguesas, cerca de 66% acreditam que publicar relatórios de sustentabilidade pode melhorar o desempenho operacional e de gestão das empresas e, dessa forma, reduzir custos. Quer devido à pressão exercida pelos stakeholders, que obrigam muitas vezes as empresas a fazer alterações em produtos ou processos, com o objetivo de otimizar os materiais utilizados, quer na tentativa de conseguir vantagens competitivas que permitam superar os concorrentes “não-ecológicos”, a preocupação ambiental das empresas, e respetiva divulgação, pode levar a maior eficiência em relação

aos custos. Para testar o impacto da aquisição de novas tecnologias ambientais na rentabilidade das empresas utilizamos o ROA (Return On Assets).

**H2: As empresas portuguesas da amostra terão maior ROS após a publicação do 1º relatório de sustentabilidade.**

A preocupação ambiental das empresas pode levar a uma maior eficiência em relação aos custos, através de iniciativas internas de redução de custos como energia, água, reutilização dos resíduos e outros. Desta forma utilizamos o ROS (Return On Sales) para avaliar a eficiência dos custos.

**H3: As empresas portuguesas da amostra terão maior SOA após a publicação do 1º relatório de sustentabilidade.**

Segundo Delmas (2001), a imagem corporativa melhorada pode permitir as empresas expandir seus mercados, porque os consumidores mais envolvidos com práticas ambientais, estão dispostos a pagar mais por um produto que é produzido seguindo as normas ambientais. O SOA é o indicador utilizado para estimar o desempenho das vendas.

## **3.2 Estratégia de investigação**

---

Para atingir o objetivo proposto realizou-se um estudo de evento, que é um método que consiste na verificação da influência de eventos específicos na performance das empresas, nomeadamente através do cálculo dos retornos anormais. O evento considerado no presente estudo consiste assim na publicação do primeiro relatório de sustentabilidade por parte das empresas.

### 3.2.1 – Janela de evento e Variáveis

---

Para a realização deste estudo de evento, foi definida a janela de evento entre os anos N-2 e N+1, sendo o ano N ano de evento, ou seja, ano da publicação do primeiro relatório de sustentabilidade da empresa. Esta janela temporal inclui o ano N+1 por ser o ano a seguir à primeira publicação do relatório de sustentabilidade e assim o seu impacto no desempenho da empresa, inclui o ano N-1, o ano anterior a publicação com potenciais impactos relacionados com a preparação da divulgação do relatório e também o ano N-2 por se considerar ser um ano anterior ao evento e ainda livre do seu impacto. Esta opção segue de perto os procedimentos do trabalho de Lo et.al (2012), que esteve na base da presente investigação.

Lo et. al (2012), investigam o impacto da adoção de sistemas de gestão ambiental no desempenho financeiro de empresas da indústria de moda e têxteis dos Estados Unidos. Para o efeito os autores optaram por utilizar dados contabilísticos ao invés de cotação de mercado, embora as empresas da sua amostra fossem empresas de capital aberto. Lo et. al. (2012) fazem esta opção por acreditarem que para estimar os impactos reais da certificação ambiental se devem analisar os resultados operacionais das empresas, ou seja, receita das vendas menos os custos operacionais, não sendo, portanto afetados pelas mudanças nas taxas de juros ou por considerações fiscais, conforme argumentaram também Barber e Lyon (1996).

Com base nos argumentos, nomeadamente, dos autores mencionados, os indicadores utilizados no presente estudo foram o ROA (Retur On Assets), para medir a rentabilidade financeira das empresas - resultado operacional dividido pelo total do ativo; o ROS (Return On Sales), utilizado para medir a eficiência das vendas - resultado operacional dividido pelas vendas; e o SOA (Sales On Assets), para medir o desempenho das vendas das empresas - vendas divididas pelo total do ativo.

Tabela 2 - Descrição das variáveis

Variáveis	Denominação	Proxies	Descrição
Return On Assets	ROA N-2 ROA N-1 ROA N ROA N+1	Resultado operacional / Total Ativo Líquido	Os anos utilizados para análise são: N ano da primeira publicação; N-1 e N- 2 os dois anos anteriores à publicação e N+1 ano à seguir a primeira publicação.
Return On Sales	ROS N-2 ROS N-1 ROS N ROS N+1	Resultado Operacional / Volume de Negócios	Os anos utilizados para análise são: N ano da primeira publicação; N-1 e N- 2 os dois anos anteriores à publicação e N+1 ano à seguir a primeira publicação.
Sales On Assets	SOA N-2 SOA N-1 SOA N SOA N+1	Volume de Negócios / Total do Ativo Líquido	Os anos utilizados para análise são: N ano da primeira publicação; N-1 e N- 2 os dois anos anteriores à publicação e N+1 ano à seguir a primeira publicação

Para avaliar a existência de desempenhos anormais para as empresas que optam pela divulgação do relatório de sustentabilidade, torna-se necessário comparar o seu desempenho financeiro dentro da janela de evento, com aquele que seria o desempenho esperado tal como Lo et.al (2012), e conforme defendido por Barber e Lyon (1996), o cálculo do desempenho anormal e do desempenho esperado das empresas realizou-se utilizando as seguintes equações:

$$AP_{(t+j)} = PS_{(t+j)} - EP_{(t+j)} \quad (1)$$

$$EP_{(t+j)} = PS_{(t+i)} + Média (PC_{(t+j)} - PC_{(t+i)}) \quad (2)$$

Onde:

- AP – Desempenho Anormal
- PS - Desempenho das empresas da amostra
- EP - Desempenho esperado das empresas
- PC – Desempenho das empresas de controlo
- t - Ano de publicação do 1º relatório de sustentabilidade
- i - Ano de início da comparação (i=N-2)
- j - Ano final da comparação (j=N-1,N,N+1).

## 3.3 Constituição e caracterização da amostra

---

Os procedimentos adotados para a constituição da amostra são os que se descrevem de seguida<sup>1</sup>.

Tendo por objetivo salientar a realidade portuguesa, procuramos encontrar as empresas com maior representatividade, e com resultados favoráveis em pelo menos um dos anos da amostra, usando para o efeito a base de dados ibérica denominada *sabi* ([sabi.bvdinfo.com/ip](http://sabi.bvdinfo.com/ip)), onde foi possível encontrar a necessária informação financeira dessas empresas. Os critérios utilizados para encontrar as empresas mais representativas no mercado português foram os seguintes:

- País/Região: Portugal
- Total do ativo (mil EUR): Último ano disponível, Último ano -1, Último ano -2, min=5.000, para pelo menos um dos períodos selecionados.
- Volume de Negócios (mil EUR): Último ano disponível, Último ano -1, Último ano -2, min=5.000, para pelo menos um dos períodos selecionados.
- Resultado Líquido do Exercício (mil EUR): Último ano disponível, Último ano -1, Último ano -2, min=1.500, para pelo menos um dos períodos selecionados.

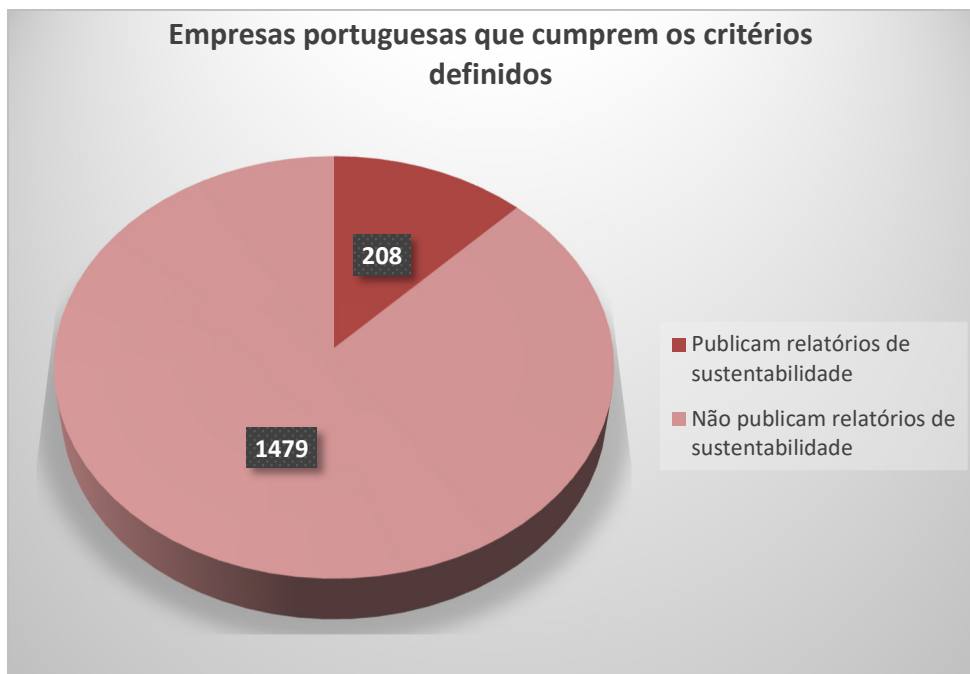
---

<sup>1</sup> Partindo do trabalho de Lo et. al (2012), o objetivo inicial foi o de aplicar a mesma metodologia a empresas portuguesas, ainda que não exclusivamente no setor têxtil. Para o efeito começou por se pesquisar quais as empresas portuguesas que realizaram a certificação e, portanto, poderiam fazer parte da nossa base de dados.

Através do IPAC (Instituto Português de Acreditação) conseguiu-se uma base de dados com 1076 empresas certificadas em Portugal até o dia 04/08/2014, mas surgiram vários problemas que impediram a continuidade do estudo. Por um lado, a base de dados não fornecia informação sobre o ano da primeira certificação e alguns certificados não apresentavam essa informação, apenas que estava dentro do prazo de validade e por outro, nos casos em que essa informação existia, tratavam-se de datas muito antigas (2000, 2001) em relação às quais não era possível obter gratuitamente a informação financeira desses anos e dos 2 anos anteriores para a realização do estudo. Por esse motivo foi necessário ajustar a pesquisa e ao invés de utilizar a ISO 14001, optou-se por utilizar os relatórios de sustentabilidade por se poder considerar um indicador alternativo da adoção de práticas ambientais. Este estudo passou a assumir, portanto, um caráter exploratório já que pretende analisar se a publicação de relatórios de sustentabilidade tem algum impacto significativo no desempenho financeiro das empresas da amostra.

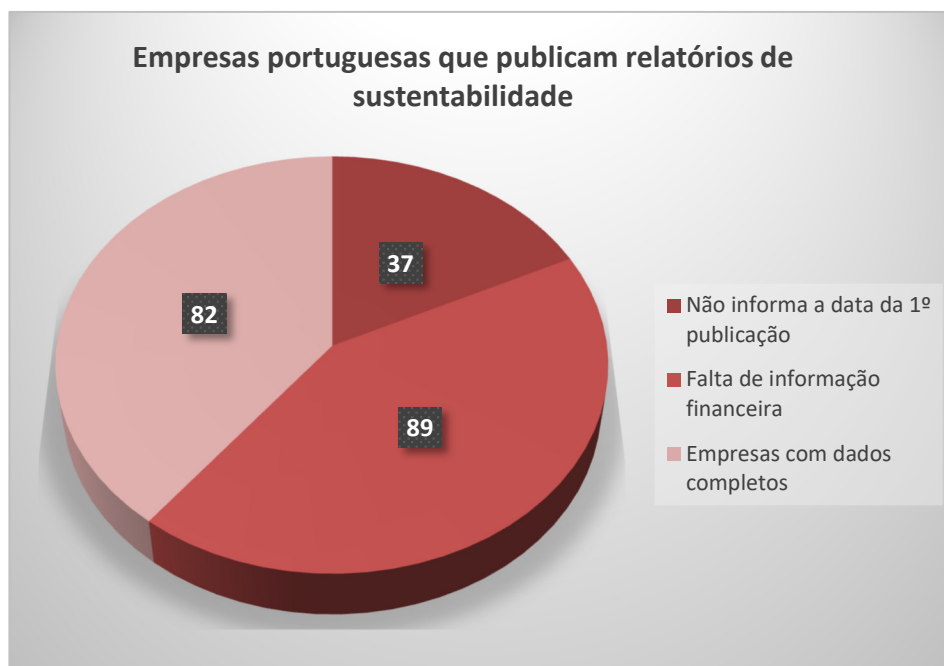
Desta primeira fase de pesquisa foram identificadas 1687 empresas que cumpriam os critérios definidos. Num segundo momento procurou identificar as empresas que publicavam relatórios de sustentabilidade e encontramos um total de 208 empresas.

Figura 1- Empresas que cumpriam os critérios definidos



Destas 208 foram eliminadas 37 por falta da informação do ano de publicação do primeiro relatório de sustentabilidade, o que deu origem a uma amostra de 171 empresas. Num terceiro momento foi averiguada a acessibilidade da informação financeira dessas empresas para os anos necessários para a janela de evento. Nesta fase, foram eliminadas mais 89 empresas por falta de informação financeira referente aos 4 anos em análise. Encerramos assim a base de dados com uma amostra de 82 empresas portuguesas, listadas no anexo A, que publicam os relatórios de sustentabilidade e em relação às quais foi possível obter toda a informação financeira necessária para o presente estudo.

Figura 2 - Empresas portuguesas que publicam relatórios de sustentabilidade



### 3.3.1 Empresas de Controlo

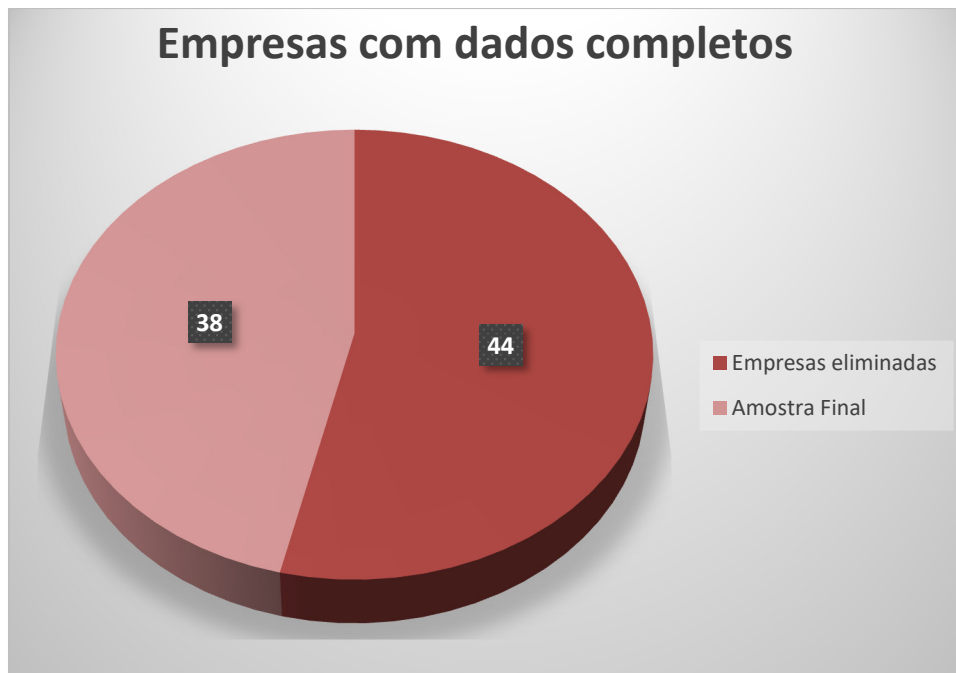
Para seleccionar as empresas de controlo foi adotado o procedimento de Lo et. al (2012) que sugerem a combinação de três critérios: desempenho pré-evento, setor e tamanho da empresa.

Tal como para a constituição da amostra foi utilizada a base de dados *sabi* ([sabi.bvdinfo.com/ip](http://sabi.bvdinfo.com/ip)), para procurar empresas que correspondessem simultaneamente aos requisitos de empresas de controlo e que não publicassem relatórios de sustentabilidade. Após a identificação das grandes empresas portuguesas que não publicam relatórios de sustentabilidade, o passo a seguir é encontrar empresas com o mesmo CAE de pelo menos 2 dígitos; e, por último, empresas com desempenho (ROA) no ano N-2 (ano pré-evento) correspondente a 85-115% das empresas da

amostra. Após a confirmação dos três requisitos obtivemos um total de 138 empresas de controlo e fomos em busca das outras variáveis necessárias para o cálculo do seu desempenho que são respetivamente ROA N-2, ROA N+1, ROS N-2, ROS N+1, SOA N-2 E SOA N+1.

As empresas foram agrupadas por CAE e por correspondência com a empresa da amostra por forma a obter a média da variação do desempenho dos anos da janela de evento por CAE, como não foram encontradas algumas empresas de controlo em determinados CAEs para o cumprimento do requisito de desempenho, foram eliminadas 44 empresas da amostra, finalizando assim a base de dados do presente estudo com 38 empresas

*Figura 3 – Empresas com dados completos*



Ao analisar os setores de atividade das empresas da amostra pode verificar-se que a maioria pertence aos setores de atividade das indústrias transformadoras, comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos e transportes e armazenagem.

Figura 4- Empresas da amostra por atividade econômica



Tabela 3 - Estatística descritiva das empresas da amostra

	N	Média	Mediana	Desv Padrão	Mínimo	Máximo
ROA N-2	38	0.0793711	0.0619000	0.12243061	-0.20220	0.52030
ROAN-1	38	0.1986974	0.0329500	0.86715084	-0.06020	5.38340
ROA N	38	0.6271079	0.0417500	3.529467	-0.10220	21.80650
ROA N+1	38	0.1005658	0.0399500	0.34501195	-0.27610	2.11990
ROS N-2	38	0.1108632	0.0852000	0.33273613	-1.35020	0.92770
ROS N-1	38	0.0869053	0.0901500	1.12821434	-5.89980	2.95560
ROS N	38	0.2945395	0.0698000	1.21421168	-0.86440	7.31130
ROS N+1	38	0.3433368	0.0833500	1.26697537	-1.54840	6.32410
SOA N-2	38	0.8906711	0.6543500	0.85568834	0.00770	3.83570
SOA N-1	38	1.0361842	0.4606000	1.697030900	0.00610	9.38720
SOA N	38	1.6205237	0.5218500	4.70609305	0.00240	29.23130
SOA N+1	38	0.8046947	0.4294500	0.87016030	0.00180	3.53670

Em média as empresas da amostra registam um ROA e SOA de N maior que os dois anos anteriores e o ano a seguir e o ROS de N+1 é maior que os três anos anteriores. Ao analisar a mediana pode-se verificar que a mediana do ROA e do SOA de N-2 é maior que os anos posteriores e a mediana do ROS de N-1 é maior que o ano anterior e os anos posteriores.

## 4. Apresentação e Discussão dos Resultados

---

Neste capítulo serão apresentados e discutidos os resultados encontrados com a elaboração do presente estudo. Começamos a nossa discussão com uma análise dos resultados do desempenho anormal das empresas portuguesas que divulgam relatórios de sustentabilidade, usando para o efeito o teste t de Student e o teste não paramétrico de Wilcoxon Signed-Rank para duas amostras emparelhadas, onde comparamos o ano N-2 com os anos seguintes da janela de evento.<sup>2</sup> Ou seja, analisa-se de seguida o impacto da publicação do 1º relatório de sustentabilidade sobre os resultados financeiros das empresas, testando-se a existência ou não de retornos anormais, utilizando os três indicadores referidos no capítulo anterior: ROA, ROS e SOA, e que se traduziram nas 3 hipóteses de investigação apresentadas.

Para testar essas hipóteses de investigação torna-se então necessário verificar o resultado dos testes estatísticos acima mencionados, que testam para os 3 indicadores de desempenho, a significância estatística da diferença entre o desempenho das empresas da amostra 2 anos antes da publicação do relatório de sustentabilidade e o seu desempenho no ano seguinte à sua publicação.

Conforme se pode verificar na tabela abaixo, usando o teste não paramétrico de Wilcoxon, concluiu-se que a diferença é estatisticamente significativa para os indicadores ROA e ROS e não é estatisticamente significativa para o indicador SOA. No entanto, o sinal do coeficiente obtido é contrário ao esperado, indicando que o retorno anormal calculado com base nestes dois indicadores é menor após a publicação do 1º relatório de sustentabilidade do que dois anos antes deste evento. De facto, observamos que apenas 36,84% das empresas da amostra apresentam resultados positivos no retorno anormal de ROA e 26,32% no retorno anormal de ROS. Em síntese:

---

<sup>2</sup> Apesar de calculados estes dois testes estatísticos e apresentados os seus valores nas tabelas do presente capítulo, dada a reduzida dimensão da amostra apenas serão analisados e interpretados os testes não paramétricos de Wilcoxon.

**Resultado 1:** Para as empresas da amostra, o retorno anormal calculado com base no ROA é menor após a publicação do 1º relatório de sustentabilidade.

**Resultado 2:** Para as empresas da amostra, o retorno anormal calculado com base no ROS é menor após a publicação do 1º relatório de sustentabilidade.

No que diz respeito ao valor do teste não paramétrico quando é utilizado o indicador SOA, conclui-se que, apesar de não ser estatisticamente significativo para os habituais níveis de significância, o seu sinal é positivo, indicando um maior retorno anormal para as empresas que publicam relatórios de sustentabilidade no ano posterior a esse evento, comparativamente com o seu resultado dois anos antes do mesmo. Efetivamente, verifica-se que 63,16% das empresas apresentam resultados positivos no retorno anormal de SOA.

No entanto, os dados obtidos, quando analisados com base nos habituais níveis de significância, traduzem-se no seguinte resultado:

**Resultado 3:** Para as empresas da amostra, não existe diferença estatisticamente significativa no retorno anormal calculado com base no SOA após a publicação do 1º relatório de sustentabilidade.

*Tabela 4-Desempenho anormal das empresas que publicam relatórios de sustentabilidade ano N-2 e N+1, baseado no desempenho das empresas de controlo.*

	ANO N-2 E N+1			
	N	Média	Mediana	% Posit
AP ROA	38	0,0385	-0,0359**	36,842
T/Z		0,6787	-2,11	
SIG		0,502	0,035	
AP ROS	38	-0,75388	-0,1708**	26,32
T/Z		-1,091	-1,951	
SIG		0,282	0,051	
AP SOA	38	0,0751	0,6392	63,16
T/Z		0,109	-1,428	
SIG		0,914	0,153	

\*Nível de Significância de 10%

\*\*Nível de Significância de 5%

\*\*\*Nível de Significância de 1%

Assim, tendo em conta os resultados acima apresentados, rejeitamos as hipóteses H1, H2 e H3, ou seja, não é possível concluir que após a publicação do 1º relatório de sustentabilidade as empresas portuguesas da amostra obtêm um maior ROA, ROS ou SOA.

Com o intuito de testar a consistência destes resultados e analisar a existência (ou não) de retornos anormais para as empresas da amostra, em anos anteriores apresentam-se nas tabelas 5 e 6 os resultados para os 3 indicadores que ilustram a comparação entre N-2, que é o segundo ano anterior à publicação do primeiro relatório de sustentabilidade, com N, que é o ano da publicação do relatório de sustentabilidade e N-1 que é o ano anterior a 1º publicação do relatório de sustentabilidade.

Como se pode constatar, após a análise da comparação do ano N-2 e o ano N, apenas existe diferença estatisticamente significativa no retorno anormal das empresas quando é utilizado o ROS, não sendo essa mesma diferença estatisticamente significativa para os indicadores ROA e SOA. No entanto, o sinal de todos os coeficientes obtidos é negativo (quer estatisticamente significativos ou não), contrariamente ao esperado, indicando que o retorno anormal é menor no ano da publicação do 1º relatório de sustentabilidade do que dois anos antes.

*Tabela 5- Desempenho anormal das empresas que publicam relatórios de sustentabilidade ano N-2 e N, baseado no desempenho das empresas de controlo.*

	ANO N-2 E N			
	N	Média	Mediana	% Posit
AP ROA	38	-0,49535	-0,0085	50,00
T/Z		-0,897	-1,167	
SIG		0,375	0,243	
AP ROS	38	0,0682	-0,1542***	18,42
T/Z		0,292	-2,995	
SIG		0,772	0,003	
AP SOA	38	-0,3087	-0,1324	44,74
T/Z		-0,366	-0,79	
SIG		0,716	0,429	

\*Nível de Significância de 10%

\*\*Nível de Significância de 5%

\*\*\*Nível de Significância de 1%

Efetivamente, apenas 18,42% das empresas da amostra registam resultados positivos no retorno anormal quando usado o indicador ROS, o que justifica a significância estatística do sinal negativo do coeficiente obtido. Esta percentagem é relativamente maior para os indicadores ROA e SOA (50% e 44,74%, respetivamente), ainda que não sejam estatisticamente significativos.

Resultados semelhantes são obtidos quando comparados o retorno anormal destas empresas nos anos N-2 e N-1. Como pode-se verificar apenas o indicador ROS apresenta a existência de diferença significativa no retorno anormal. No entanto, o sinal do coeficiente é negativo. Portanto, podemos verificar que não houve uma melhoria significativa no desempenho das empresas da amostra no ano N e no ano N-1, o que confirma a consistência dos resultados encontrados na comparação de N-2 e N+1.

*Tabela 6 Desempenho anormal das empresas que publicam relatórios de sustentabilidade ano N-2 e N-1, baseado no desempenho das empresas de controlo.*

	ANO N-2 E ANO N-1			
	N	Média	Mediana	% Posit
AP ROA	38	-0,6978	-0,0035	47,37
T/Z		-0,549	-0,964	
SIG		0,586	0,335	
AP ROS	38	0,3194	-0,2148***	18,42
T/Z		1,664*	-3,067	
SIG		0,105	0,002	
AP SOA	38	0,2151	-0,0768	44,74
T/Z		0,378	-0,776	
SIG		0,708	0,438	

\*Nível de Significância de 10%

\*\*Nível de Significância de 5%

\*\*\*Nível de Significância de 1%

Barber e Lyon (1996) sugerem ainda que o tamanho semelhante da empresa é outro fator que pode interferir no desempenho da empresa. Sendo assim realizamos mais um teste de Wilcoxon para testar se os desempenhos anormais das empresas portuguesas persistem com os mesmos resultados anteriores, mas desta vez acrescentamos mais um critério para

as empresas de controlo. Controlamos o seu tamanho com um intervalo de 50-200% dos ativos totais, para encontrar empresas de controlo com dimensão semelhante às empresas da amostra.

Da análise dos resultados que encontram-se na tabela 7, conclui-se que a diferença é estatisticamente significativa para o indicador SOA e não é estatisticamente significativa para o indicador ROA e ROS. No entanto, o sinal do coeficiente obtido é contrário ao esperado, indicando que o retorno anormal calculado com base neste indicador é menor após a publicação do 1º relatório de sustentabilidade do que dois anos antes deste evento. De facto, observamos que apenas 41,18% % das empresas da amostra apresentam resultados positivos no retorno anormal de ROA e 52,94% no retorno anormal de ROS e 35,29% no retorno anormal de SOA. Os resultados encontrados são consistentes com os resultados encontrados anteriormente. Podemos constatar que nenhuma das hipóteses foram suportadas. O que podemos concluir é que não podemos afirmar que a publicação de relatórios de sustentabilidade apresenta resultados positivos no desempenho das empresas portuguesas da amostra.

*Tabela 7- Desempenho Anormal das empresas que publicam relatórios de sustentabilidade pelo critério de 50-200% ativo total nas empresas de controlo no período N-2 e N+1*

	ANO N-2 E ANO N+1			
	N	Média	Mediana	% POSITIVO
AP ROA	17	0,0049	-0,0107	41,18
T/Z		0,094	-0,923	
SIG		0,926	0,356	
AP ROS	17	0,3201	0,0051	52,94
T/Z		0,79	-0,166	
SIG		0,441	0,868	
AP SOA	17	1,3258	0,0446*	35,29
T/Z		1,553	-1,681	
SIG		0,140	0,093	

\*Nível de Significância de 10%

\*\*Nível de Significância de 5%

\*\*\*Nível de Significância de 1%

Como os resultados das empresas apresentam em sua maioria valores negativos nos períodos estudados, incluiu-se ainda um estudo adicional para verificar se houve alguma alteração significativa no desempenho das empresas da amostra antes da preparação e divulgação dos relatórios de sustentabilidade. Por isso realizamos um estudo de comparação entre os retornos anormais dos anos N-3 e ano N-2 para verificar se os resultados negativos da maioria das empresas têm alguma relação com os custos relacionados com os relatórios de sustentabilidade ou se se justificam com a existência de retornos anormais no ano N-2.

Tabela 8 - Retornos anormais de N-3 e N-2

	ANO N-3 E ANO N-2			
	N	Média	Mediana	% POSITIVO
AP ROA	31	0,0530	-0,0038	41,94
T/Z		0,568	-0,098	
SIG		0,575	0,922	
AP ROS	31	0,0959	0,146***	83,87
T/Z		0,475	-2,567	
SIG		0,638	0,01	
AP SOA	31	-1,1975	0,3349	58,06
T/Z		-0,857	-1,47	
SIG		0,398	0,142	

\*Nível de Significância de 10%

\*\*Nível de Significância de 5%

\*\*\*Nível de Significância de 1%

Ao analisarmos os anos N-3 e N-2, que são isentos de influências da publicação dos relatórios de sustentabilidade verifica-se que N-2 foi um ano que registou retornos anormais positivos, quando calculado com base no ROS, comparativamente com N-3 (coeficiente positivo, estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%). De facto, 83,87% das empresas registaram retornos anormais positivos para o indicador ROS, enquanto apenas 41,94% das empresas registam valores positivos para o ROA (cujo coeficiente não é estatisticamente significativo). Para o indicador SOA 58,06% das

empresas registam retorno anormal positivo (cujo, coeficiente positivo não é estatisticamente significativo para os habituais níveis de significância).

Em síntese, com base nos resultados obtidos, não podemos afirmar que a publicação de relatórios de sustentabilidade causa impacto positivo no desempenho das 38 empresas portuguesas analisadas para o estudo. Verifica-se que para as empresas da amostra não se registaram alterações significativas no retorno anormal de ROA, ROS e SOA, logo as hipóteses H1, H2 e H3 não são suportadas pelos resultados encontrados.

## 5. Conclusão

---

Este estudo é um trabalho empírico exploratório cujo objetivo é apresentar evidências empíricas sobre o impacto da publicação de relatórios de sustentabilidade no desempenho das empresas portuguesas. O fato de algumas das grandes empresas portuguesas publicarem relatórios de sustentabilidade para informar aos stakeholders sobre as preocupações ambientais tornou-se um tema interessante para investigação, pois é um tema relativamente recente e pouco explorado em Portugal no que diz respeito ao impacto dessas informações no desempenho das empresas.

O estudo efetuado baseou-se num estudo de evento, que permitia comparar o segundo ano anterior à primeira publicação do relatório de sustentabilidade, por ser o ano isento de qualquer influência com a publicação, com o ano posterior à primeira publicação, o ano anterior à primeira publicação e o ano da publicação para verificar a existência de alterações nos retornos anormais.

Com base na análise dos resultados obtidos para os indicadores ROA, ROS e SOA concluímos não poder afirmar que a publicação do primeiro relatório de sustentabilidade pelas empresas portuguesas tem algum impacto significativamente positivo no seu desempenho financeiro. Resultados consistentes com os encontrados por Archel e Lizarraga (2001), Archel (2003) e Monteiro e Guzman (2010). E ainda concluímos que nestes anos de estudo a maioria das empresas portuguesas têm apresentado desempenho negativo, esse fato talvez possa ser explicado porque a economia portuguesa tem sofrido com a crise económica desde o ano de 2003 até os dias atuais, e também é importante salientar que para a preparação e publicação destes relatórios as empresas têm que suportar vários custos adicionais.

No entanto foram muitas as limitações encontradas para a realização do estudo, como o acesso gratuito à informação financeira referente aos anos anteriores a 2003; o acesso a data da publicação do primeiro relatório de sustentabilidade; como as empresas portuguesas são de tamanhos variados, encontrar empresas com o mesmo CAE com características similares como desempenho financeiro (85%-115%).

Em futuras investigações seria interessante um estudo que comparasse empresas portuguesas com empresas situadas em outros países para entender se a relação entre a

publicação dos relatórios de sustentabilidade e o desempenho nestes países apresentam resultados diferentes dos resultados encontrados neste trabalho. Também seria interessante a repetição deste estudo onde a informação financeira fosse de acesso mais facilitado para uma base de dados com mais empresas para serem analisadas.

# Referências bibliográficas

---

Archel, Pablo Domench and Lizarraga, Fermín Dallo (2001), *Algunos Determinantes de la Información Medioambiental divulgada por las Empresas Españolas Cotizadas*, Revista de Contabilidad, vol. 4, nº 7, pp. 129-153.

Archel, Pablo Domench (2003), *La Divulgación de la Información Social e Medioambiental de la Gran Empresa Española en el Período 1994-1998: Situación actual y Perspectivas*. Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXXII, nº 117, pp. 571-601.

Bachoo, Kaveen, Tan Rebeca and Wilson Mark (2013), *Firm Value and the Quality of Sustainability Reporting in Australia*, Australian Accounting Review, vol. 23, nº 64, pp. 67-87.

Barber, Brad M. and Lyon, John D. (1996), *Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics*, Journal of Financial Economics, vol.41, pp. 359-399.

Corbett, Charles J. and Kirsch, David A. (2004), *Response to "Revisiting ISO 14000 Diffusion: A New "Look" at the Drivers of Certification"*, Production and Operations Management, vol. 13, nº 3, pp. 268-271.

Cox, Carol A. and Douthett, Edward B. (2009), *Further Evidence on the Factors and Valuation associated with the level of environmental liability disclosures*, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, vol 13, Number 3, pp. 1-27.

Delmas, Magali (2001), *Stakeholders and Competitive Advantage: The Case of ISO 1400*, production Operations Management, vol. 10, nº 3, pp. 343-358.

GRI (2012), *Relatórios de sustentabilidade da GRI: Quanto vale essa jornada*, disponível em [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org), consultado em 10/01/2016.

Grimmer, Martin and Bingham, Timothy (2013), *Company environmental performance and consumer purchase intentions*, Journal of Business Research, vol.66, pp.1945–1953.

Hume, Susan R. and Gallagher, Liam (2010), *The Value for Service Industry Firms of Environmental Initiatives*, Management Research Review, vol. 33(11), pp.1054-1063.

Iatridis, George Emmanuel (2013), *Environmental disclosure quality: Evidence on environmental performance, corporate governance and value relevance*, Emerging Markets Review, vol 14, pp.55–75.

Jacobs, Brian W., Singhal, Vinod R. and Subramanian, Ravi (2010), *An empirical investigation of environmental performance and the market value of the firm*, Journal of Operations Management, vol 28, pp. 430–441.

Koo, Chulmo, Chung, Namho and Ryoo, Sung yul (2014), *How does ecological responsibility affect manufacturing firms' environmental and economic performance?*, Total Quality Management, vol. 25, nº. 10, pp.1171–1189.

KPMG (2006), estudo realizado sobre a publicação de relatórios de sustentabilidade.

Lo, Chris K. Y., Yeung, Andy C.L. and Cheng, T.C.E. (2012), *the impact of environmental management systems on financial performance in fashion and textiles industries*, Int. J. Production Economics, vol 135, pp.561–567.

Monteiro, Sónia Maria da Silva and Guzman, Beatriz Aibar (2010), *Determinants of Environmental Disclosure in the Annual Reports of Large Companies Operating in Portugal*, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, vol. 17, pp. 185-204.

Oh, Wankeun and Park, Seunggho (2015), *The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance in Korea*, Emerging markets Finance & Trade, vol. 51, pp. 85-94.

Porter, Michael E. And Linde, Claas Van Der (1995), *Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship*, Journal of Economic Perspectives, vol. 9, n° 4, pp. 97-118.

Santoso, Adrian Himawan and Feliana, Ye Ke (2014), *The association Between Corporate Social Responsibility And Corporate Financial Performance*, Issues in Social and Environmental Accounting, vol. 8, n° 2, pp. 82-103.

Wagner, Marcus (2009), *Innovation and Competitive Advantages from the Integration of Strategic Aspects with Social and Environmental Management in European Firms*, Business Strategy and the Environment, vol. 18, pp. 291-306.

Wagner, Marcus and Schaltegger, Stefan (2001), *The Relationship between the Environmental and Economic Performance of Firms*, GMI, pp. 95-108.

Wang, Yijing and Berens, Guido (2015), *The Impact of Types of Corporate Social Performance on Reputation and Financial Performance*, J Bus Ethics, vol. 131, pp. 337-359.

Yusoff, Haslinda and Darus, Faizah (2012), *Environmental Reporting Practices in Malaysia: is it a Mechanism for Corporate Accountability and Stakeholder Engagement?*, Malaysian Accounting Review, Special Issue, vol. 11, n° 2, pp. 137-159.

# Anexos

---

Anexo A – Base de dados empresas da amostra antes da seleção de empresas de controlo.

EMPRESAS	CAE	ANO REL SUS	ROA N-2	ROA N-1	ROA N	ROA N+1	ROS N-2	ROS N-1	ROS N	ROS N+1	SOA N-2	SOA N-1	SOA N	SOA N+1
MATUTANO - SOCIEDADE DE PRODUTOS ALIMENTARES, LDA	10310	2011	0,0139	0,2353	0,2756	0,1591	0,0528	0,1595	0,1955	0,1045	0,2623	1,4758	1,4095	1,5230
SOVENA OILSEEDS PORTUGAL, S.A.	10413	2012	0,0797	0,0086	0,0059	0,0059	0,0483	0,0451	0,0296	0,0246	1,6502	0,1900	0,2005	0,2404
LACTOGAL - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.	10510	2011	0,0673	0,0975	0,0469	0,0471	0,0471	0,0692	0,0337	0,0329	1,4297	1,4090	1,3911	1,4312
SORGAL - SOCIEDADE DE ÓLEOS E RAÇÕES, S.A.	10912	2012	0,1048	0,0062	0,0164	0,0090	0,0375	0,0045	0,0115	0,0055	2,7907	1,3911	1,4312	1,6449
SUMOL+COMPAL MARCAS, S.A.	11072	2007	-0,2279	0,0568	0,0727	0,0092	-	0,5166	0,0337	0,0403	0,0162	0,4411	1,6827	1,8050
SUMOL+COMPAL, S.A.	11072	2007	0,0018	0,0080	0,0153	-	0,0069	0,0193	0,0486	0,0921	-	0,0811	0,0939	0,1644
CELULOSE BEIRA INDUSTRIAL (CELBI), S.A.	17110	2010	0,0153	0,0004	0,0688	0,0403	0,1018	0,0023	0,2070	0,1202	0,1504	0,1517	0,3325	0,3354
CAIMA - INDÚSTRIA DE CELULOSE, S.A.	17110	2011	-0,1004	0,2196	0,1389	0,0869	-	0,1077	0,0913	0,0643	0,0382	0,9329	2,4046	2,1595
CELTEJO - EMPRESA DE CELULOSE DO TEJO, S.A.	17110	2011	-0,0760	0,0098	0,0037	0,0352	-	0,2595	0,0059	0,0013	0,0105	0,2928	1,6524	2,7817
AMCOR FLEXIBLES PORTUGAL, LDA	17120	2013	0,0655	0,0440	0,0416	0,0661	0,0900	0,0322	0,0307	0,0515	0,7287	1,3669	1,3523	1,2849
EUROPA&C KRAFT VIANA, S.A.	17120	2013	0,1441	0,1977	0,3658	0,2395	0,1543	0,0960	0,1435	0,0887	0,9337	2,0587	2,5490	2,7003
IMPrensa NACIONAL - CASA DA MOEDA, S.A.	18120	2008	0,0543	0,0085	0,0402	0,1064	0,1208	0,0227	0,0942	0,1817	0,4497	0,3753	0,4268	0,5858
PRAXAIR - PORTUGAL GASES, S.A.	20110	2011	0,3341	0,3248	0,2335	0,2035	0,2454	0,2275	0,1882	0,1509	1,3616	1,4277	1,2403	1,3488
CUF - QUÍMICOS INDUSTRIAIS, S.A.	20144	2011	0,0160	0,0208	0,0408	0,0450	0,0344	0,0302	0,0511	0,0471	0,4634	0,6907	0,7985	0,9554
SECIL - COMPANHIA GERAL DE CAL E CIMENTO, S.A.	23510	2006	0,0496	0,0600	0,0549	0,0303	0,1534	0,1932	0,1785	0,0953	0,3233	0,3107	0,3074	0,3183
SIEMENS, S.A.	27110	2008	0,1031	0,0838	0,0949	0,1223	0,0982	0,0890	0,0916	0,1146	1,0502	0,9412	1,0366	1,0673
SIEMENS HEALTHCARE DIAGNOSTICS, UNIPessoal, LDA	27110	2009	-0,1273	-0,2587	0,0389	0,0278	-	0,2492	-0,3191	0,0648	0,0349	0,5109	0,8108	0,6004
WEGEURO - INDÚSTRIA ELÉCTRICA, S.A.	27110	2011	0,1486	0,0317	0,0420	0,0881	0,1142	0,0241	0,0333	0,0780	1,3014	1,3153	1,2613	1,1298
VOLKSWAGEN AUTOEUROPA, LDA	29100	2010	0,0060	-0,0048	0,0317	0,0910	0,0032	-0,0034	0,0192	0,0327	1,8646	1,4018	1,6524	2,7817
GESTAMP AVEIRO - INDÚSTRIA DE ACESSÓRIOS DE AUTOMÓVEIS, S.A.	29320	2009	0,0410	0,0030	-0,0004	0,0455	0,0781	0,0029	-0,0004	0,0357	0,5249	1,0366	1,0673	1,2752
EUROPA&C ENERGIA VIANA, S.A.	35112	2013	0,2532	0,0283	0,0347	0,0204	0,1855	0,5457	0,1441	0,1095	1,3645	0,0518	0,2411	0,1865
GRUPO EDP	35113	2003	0,0415	0,0358	0,0486	0,0469	0,1192	0,1016	0,1298	0,1466	0,3481	0,3524	0,3741	0,3197
SETGÁS - SOCIEDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE GÁS NATURAL, S.A.	35220	2007	0,0382	0,0449	0,0565	0,0585	0,1975	0,2111	0,2534	0,4545	0,1933	0,2128	0,2229	0,1286
EPAL - EMPRESA PORTUGUESA DAS ÁGUAS LIVRES, S.A.	36001	2005	0,0482	0,0538	0,0514	0,0374	0,2341	0,2604	0,2575	0,1949	0,2061	0,2066	0,1998	0,1921

EMPRESAS	CAE	ANO REL SUS	ROA N-2	ROA N-1	ROA N	ROA N+1	ROS N-2	ROS N-1	ROS N	ROS N+1	SOA N-2	SOA N-1	SOA N	SOA N+1
ÁGUAS DE SANTO ANDRÉ, S.A.	36001	2008	-0,0238	-0,0456	-0,0356	-	0,2784	-0,4629	-0,3052	-	0,0855	0,0986	0,1165	0,1194
ÁGUAS DE TRÁS-OS-MONTES E ALTO DOURO, S.A.	36001	2008	-0,0064	-0,0050	-0,0070	-	0,3289	-0,2138	-0,2333	-	0,0196	0,0235	0,0299	0,0348
ÁGUAS DO ALGARVE	36001	2008	-0,0040	0,0145	0,0179	0,0193	0,0357	0,1374	0,1686	0,1878	0,1115	0,1055	0,1062	0,1028
AGUAS DO DOURO E PAIVA SA	36001	2008	0,0036	-0,0008	0,0006	0,0052	0,0308	-0,0070	0,0052	0,0397	0,1166	0,1163	0,1206	0,1309
ÁGUAS DO MONDEGO - SISTEMA MULTIMUNICIPAL DE ABASTECIMENTO DE ÁGUA E SANEAMENTO DO BAIXO MONDEGO - BAIRRADA, S.A.	36001	2008	0,0205	0,0154	0,0206	0,0194	0,1541	0,1278	0,1897	0,2200	0,1329	0,1205	0,1083	0,0881
ÁGUAS DO ZÊZERE E CÔA, S.A.	36001	2008	0,0025	-0,0020	-0,0025	-	0,0515	-0,0437	-0,0472	-	0,0477	0,0454	0,0537	0,0575
SANEST - SANEAMENTO DA COSTA DO ESTORIL, S.A.	37001	2008	-0,0435	-0,0414	-0,0311	-	0,4090	-0,4219	-0,3455	-	0,1064	0,0980	0,0901	0,0866
SIMRIA - SANEAMENTO INTEGRADO DOS MUNICÍPIOS DA RIA, S.A.	37002	2008	0,0041	-0,0050	0,0000	0,0058	0,0598	-0,1143	0,0009	0,1049	0,0691	0,0435	0,0459	0,0553
SUMA - SERVIÇOS URBANOS E MEIO AMBIENTE, S.A.	38112	2009	0,1376	0,1193	0,0670	0,0851	0,2219	0,2026	0,1662	0,2480	0,6200	0,5887	0,4035	0,3433
SULDOURO - VALORIZAÇÃO E TRATAMENTO DE RESÍDUOS SÓLIDOS URBANOS, S.A.	38212	2008	-0,0300	0,0008	-0,0018	-	0,1412	0,0032	-0,0078	-	0,2127	0,2554	0,2320	0,2134
TEIXEIRA DUARTE - GESTÃO DE PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS, S.A.	41100	2010	0,0020	0,0036	0,0995	-	0,2207	0,3599	6,5425	-	0,0089	0,0099	0,0152	0,0184
EDIA - EMPRESA DE DESENVOLVIMENTO E INFRA-ESTRUTURAS DO ALQUEVA, S.A.	42910	2011	0,0011	-0,0143	-0,0168	0,0188	0,1556	-0,1365	-0,2092	0,1579	0,0072	0,1047	0,0802	0,1193
SAIPEM - PERFURAÇÕES E CONSTRUÇÕES PETROLÍFERAS, UNIPESSOAL, LDA	43130	2003	0,0876	0,0669	0,0610	0,0570	0,1263	0,0935	0,0712	0,0664	0,6939	0,7156	0,8576	0,8584
THYSSENKRUPP ELEVADORES, S.A.	43290	2012	0,2023	0,0792	0,0288	0,0107	0,1932	1,2140	0,0555	0,0237	1,0475	0,0652	0,5194	0,4494
TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.	45110	2006	0,0370	0,0399	0,0535	0,0606	0,0329	0,0283	0,0365	0,0354	1,1233	1,4109	1,4644	1,7122
BMW PORTUGAL SA	45110	2012	-0,0338	0,0603	-0,1768	0,1999	0,0120	0,0524	-0,1608	0,1797	2,8106	1,1501	1,0997	1,1123
LACTICOOP - UNIÃO DAS COOPERATIVAS DE PRODUTORES DE LEITE DE ENTRE DOURO E MONDEGO, U.C.R.L.	46331	2011	0,0082	0,3083	0,0591	0,0748	0,0164	1,1496	0,2387	0,2798	0,4977	0,2682	0,2477	0,2672
JOHNSON & JOHNSON, LDA	46450	2009	0,1166	0,0516	0,0419	0,0214	0,0518	0,0698	0,0594	0,0364	2,2491	0,7391	0,7046	0,5870

EMPRESAS	CAE	ANO REL SUS	ROA N-2	ROA N-1	ROA N	ROA N+1	ROS N-2	ROS N-1	ROS N	ROS N+1	SOA N-2	SOA N-1	SOA N	SOA N+1
GALP AÇORES - DISTRIBUIÇÃO E COMERCIALIZAÇÃO DE COMBUSTÍVEIS E LUBRIFICANTES, S.A.	46711	2007	0,1257	0,1661	0,2099	0,1214	0,0804	0,1058	0,1057	0,0544	1,5635	1,5697	1,9865	2,2324
GALP - GÁS NATURAL, S.A.	46712	2006	0,0589	0,0841	0,2119	0,1472	0,1193	0,1282	0,1744	0,0775	0,4938	0,6555	1,2155	1,8994
CSN EUROPE LDA	46720	2012	0,0480	5,3834	21,8065	2,1199	0,1095	0,5735	0,7460	4,2154	0,4381	9,3872	29,2313	0,5029
SAMSUNG - ELECTRONICA PORTUGUESA, S.A.	46900	2008	0,0964	0,1514	0,1243	0,0862	0,0251	0,0317	0,0281	0,0244	3,8357	4,7783	4,4201	3,5367
GRUPO SONAE	47111	2005	0,0265	0,0413	0,0980	0,0565	0,0325	0,0535	0,0967	0,0815	0,8156	0,7716	1,0136	0,6935
CAIMA - TRANSPORTES, S.A.	49391	2011	0,0096	0,0342	0,0482	0,0290	0,0351	0,1146	0,0753	0,0495	0,2747	0,2986	0,6402	0,5871
ASCENDI BEIRAS LITORAL E ALTA, AUTO ESTRADAS DAS BEIRAS LITORAL E ALTA, S.A.	52211	2005	-0,0103	-0,0040	-0,0007	0,0020	-1,3397	-0,9469	-0,1933	0,3170	0,0077	0,0042	0,0037	0,0062
ASCENDI COSTA DE PRATA, AUTO ESTRADAS DA COSTA DE PRATA, S.A.	52211	2005	-0,0105	-0,0085	0,0601	0,0675	-2,5375	-3,4060	0,5456	0,5872	0,0041	0,0025	0,1102	0,1150
ASCENDI GRANDE PORTO, AUTO ESTRADAS DO GRANDE PORTO, S.A.	52211	2005	-0,0159	-0,0057	-0,0031	0,0028	-1,4079	-1,0648	-1,1194	0,4258	0,0113	0,0054	0,0027	0,0067
ASCENDI NORTE, AUTO ESTRADAS DO NORTE, S.A.	52211	2005	-0,0009	-0,0026	0,0040	0,0068	-0,0489	-0,1967	0,3963	0,2889	0,0184	0,0131	0,0102	0,0236
APL - ADMINISTRAÇÃO DO PORTO DE LISBOA, S.A.	52220	2007	0,0094	0,0053	0,0034	0,0083	0,0684	0,0389	0,0260	0,0642	0,1372	0,1374	0,1321	0,1290
ANAM - AEROPORTOS E NAVEGAÇÃO AÉREA DA MADEIRA, S.A.	52230	2007	-0,0403	-0,0294	-0,0250	0,0242	-0,8183	-0,5570	-0,3603	0,3047	0,0493	0,0528	0,0694	0,0794
NAVEGAÇÃO AÉREA DE PORTUGAL - NAV PORTUGAL, E.P.E.	52230	2009	0,0352	0,0195	0,0065	0,0056	0,0512	0,0072	0,0020	0,0056	0,6887	2,7068	3,2633	0,9995
TAM-LINHAS AÉREAS, S.A. - SUCURSAL EM PORTUGAL	52230	2013	0,4308	0,0620	0,0430	0,0396	0,9277	0,2330	0,1736	0,1791	0,4644	0,2660	0,2480	0,2212
CTT - CORREIOS DE PORTUGAL SA	53100	2004	-0,0225	0,0412	0,0375	0,0012	0,1002	0,0866	0,0773	0,0023	0,2242	0,4762	0,4845	0,4978
M.& J.PESTANA - SOCIEDADE DE TURISMO DA MADEIRA, S.A.	55111	2009	0,0189	0,0271	0,0144	0,0176	0,1268	0,2004	0,1060	0,1558	0,1489	0,1351	0,1356	0,1132
EUREST (PORTUGAL) - SOCIEDADE EUROPEIA DE RESTAURANTES, LDA	56290	2011	0,1248	0,0098	0,0035	-0,0179	0,0539	0,0295	0,0105	-0,0502	2,3153	0,3325	0,3354	0,3560
RÁDIO E TELEVISÃO DE PORTUGAL, S.A.	60200	2009	0,0184	0,0207	0,0259	0,0596	0,0371	0,0492	0,0693	0,1218	0,4950	0,4216	0,3734	0,4894
TOTAL TIM - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES MÓVEIS E AFINS, UNIPessoal, LDA	61900	2008	0,0139	-0,0320	0,0163	0,1933	0,0066	-0,0207	0,0183	0,5050	2,0942	1,5443	0,8927	0,3827

EMPRESAS	CAE	ANO REL SUS	ROA N-2	ROA N-1	ROA N	ROA N+1	ROS N-2	ROS N-1	ROS N	ROS N+1	SOA N-2	SOA N-1	SOA N	SOA N+1		
GRUPO REN	64200	2006	0,0451	0,0440	0,1534	0,0645	0,0482	0,0453	0,1918	0,4617	0,9344	0,9709	0,8000	0,1397		
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	64202	2007	0,0069	-0,0021	-0,0020	-	0,0019	0,8501	-0,1442	-0,8644	-	1,0893	0,0082	0,0147	0,0024	0,0018
ADP - ÁGUAS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	64202	2008	-0,0104	-0,0526	-0,0063	-	0,0099	1,3502	-5,8998	-0,8530	-	1,5484	0,0077	0,0089	0,0074	0,0064
MOTA - ENIGL, SGPS, S.A.	64202	2009	0,0045	-0,0017	0,0303	0,1406	0,2198	-0,0782	0,5955	9,1039	0,0203	0,0221	0,0509	0,0154		
GRUPO SONAE SIERRA PORTUGAL, S.A.	64202	2006	0,0809	0,0954	0,1057	0,0968	0,9015	1,1111	1,3006	1,3806	0,0897	0,0858	0,0813	0,0701		
SONAERP - RETAIL PROPERTIES, S.A.	68100	2006	0,0619	0,0719	0,0484	0,0399	0,3484	0,6594	0,6280	0,5819	0,1776	0,1090	0,0771	0,0686		
FÓRUM ALGARVE - GESTÃO DE CENTRO COMERCIAL, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA II & COMANDITA	68200	2009	0,0832	0,0968	0,0962	0,1131	0,7877	0,8236	0,8369	0,8273	0,1057	0,1176	0,1150	0,1367		
FORUM MONTIJO - GESTÃO DE CENTRO COMERCIAL, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA	68200	2009	0,0060	0,0063	0,0027	0,0121	0,0664	0,0683	0,0287	0,1258	0,0910	0,0928	0,0927	0,0960		
GALP ENERGIA, S.A.	70100	2007	0,0942	0,0014	0,0312	0,1690	0,0280	0,0006	0,0149	0,0656	3,3609	2,2580	2,0968	2,5772		
ERNST & YOUNG, S.A.	70220	2011	0,5203	0,0120	0,0150	0,0157	0,3997	0,9008	1,0470	1,0448	1,3016	0,0134	0,0143	0,0150		
ABB, (ASEA BROWN BOVERI), S.A.	71120	2001	0,1929	0,1856	0,1483	0,1490	0,2422	0,2501	0,2615	0,2519	0,7965	0,7418	0,5668	0,5914		
BMW RENTING (PORTUGAL), LDA	77110	2013	0,0279	0,0137	0,0235	0,0180	0,1056	0,2200	0,4079	0,3538	0,2641	0,0625	0,0575	0,0509		
LEASE PLAN PORTUGAL - COMÉRCIO E ALUGUER DE AUTOMÓVEIS E EQUIPAMENTOS, UNIPessoal, LDA	77110	2013	0,0174	0,0180	0,0343	0,0288	0,0685	2,9556	7,3113	6,3241	0,2545	0,0061	0,0047	0,0046		
EFACEC - MARKETING INTERNACIONAL, S.A.	82290	2007	-0,0461	-0,1077	0,3161	0,0051	0,0256	-0,0630	0,3087	0,0085	1,8019	1,7108	1,0240	0,5992		
EP - ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	84130	2008	-0,0005	-0,0004	0,0029	0,0045	-	3,5892	-2,2691	0,0772	0,1270	0,0001	0,0002	0,0379	0,0353	
HOSPITAL CUF CASCAIS, S.A.	86100	2011	-0,1605	-0,0469	0,1511	0,3463	-	0,1059	-0,0224	0,0681	0,1203	1,5163	2,0897	2,2178	2,8785	
HOSPITAL CUF DESCOBERTAS, S.A.	86100	2011	0,1181	0,1645	0,1162	0,1679	0,1018	0,1396	0,0983	0,1580	1,1596	1,1783	1,1820	1,0625		
HOSPITAL CUF INFANTE SANTO, S.A.	86100	2011	0,0649	0,0798	0,0373	0,0697	0,0771	0,0934	0,0443	0,0769	0,8411	0,8543	0,8405	0,9069		
INSTITUTO CUF - DIAGNÓSTICO E TRATAMENTO, S.A.	86220	2011	-0,2022	-0,0602	-0,1022	-	0,2761	0,1563	-0,0414	-0,0533	-	0,1513	1,2933	1,4533	1,9184	1,8243
DANONE PORTUGAL, S.A.	46331	2013	0,1789	0,0761	0,0432	0,0911	0,1162	0,0748	0,0440	0,1064	1,5390	1,0163	0,9817	0,8561		
SANTA CASA DA MISERICÓRDIA DE LISBOA	88990	2013	-0,0430	0,0086	-0,0457	0,0215	-	0,8317	0,0543	-0,2937	0,0356	0,0517	0,1579	0,1555	0,6046	

- As empresas listadas com fundo cinza são as empresas eliminadas após a seleção das empresas da amostra.

## Anexo B – Empresas da amostra.

EMPRESAS	CAE	REL SUST	ROA N-2	ROA N-1	ROA N	ROA N+1	ROS N-2	ROS N-1	ROS N	ROS N+1	SOA N-2	SOA N-1	SOA N	SOA N+1
SOVENA OILSEEDS PORTUGAL, S.A.	10413	2012	0,0797	0,0086	0,0059	0,0059	0,0483	0,0451	0,0296	0,0246	1,6502	0,1900	0,2005	0,2404
LACTOGAL - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.	10510	2011	0,0673	0,0975	0,0469	0,0471	0,0471	0,0692	0,0337	0,0329	1,4297	1,4090	1,3911	1,4312
SORGAL - SOCIEDADE DE ÓLEOS E RAÇÕES, S.A.	10912	2012	0,1048	0,0062	0,0164	0,0090	0,0375	0,0045	0,0115	0,0055	2,7907	1,3911	1,4312	1,6449
CELULOSE BEIRA INDUSTRIAL (CELBI), S.A.	17110	2010	0,0153	0,0004	0,0688	0,0403	0,1018	0,0023	0,2070	0,1202	0,1504	0,1517	0,3325	0,3354
CAIMA - INDÚSTRIA DE CELULOSE, S.A.	17110	2011	0,1004	0,2196	0,1389	0,0869	0,1077	0,0913	0,0643	0,0382	0,9329	2,4046	2,1595	2,2744
AMCOR FLEXIBLES PORTUGAL, LDA	17120	2013	0,0655	0,0440	0,0416	0,0661	0,0900	0,0322	0,0307	0,0515	0,7287	1,3669	1,3523	1,2849
EUROPA&C KRAFT VIANA, S.A.	17120	2013	0,1441	0,1977	0,3658	0,2395	0,1543	0,0960	0,1435	0,0887	0,9337	2,0587	2,5490	2,7003
SIEMENS, S.A.	27110	2008	0,1031	0,0838	0,0949	0,1223	0,0982	0,0890	0,0916	0,1146	1,0502	0,9412	1,0366	1,0673
WEGEURO - INDÚSTRIA ELÉCTRICA, S.A.	27110	2011	0,1486	0,0317	0,0420	0,0881	0,1142	0,0241	0,0333	0,0780	1,3014	1,3153	1,2613	1,1298
GESTAMP AVEIRO - INDÚSTRIA DE ACESSÓRIOS DE AUTOMÓVEIS, S.A.	29320	2009	0,0410	0,0030	-0,0004	0,0455	0,0781	0,0029	0,0004	0,0357	0,5249	1,0366	1,0673	1,2752
EUROPA&C ENERGIA VIANA, S.A.	35112	2013	0,2532	0,0283	0,0347	0,0204	0,1855	0,5457	0,1441	0,1095	1,3645	0,0518	0,2411	0,1865
SETGÁS - SOCIEDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE GÁS NATURAL, S.A.	35220	2007	0,0382	0,0449	0,0565	0,0585	0,1975	0,2111	0,2534	0,4545	0,1933	0,2128	0,2229	0,1286
ÁGUAS DO MONDEGO - SISTEMA MULTIMUNICIPAL DE ABASTECIMENTO DE ÁGUA E SANEAMENTO DO BAIXO MONDEGO - BARRADA, S.A.	36001	2008	0,0205	0,0154	0,0206	0,0194	0,1541	0,1278	0,1897	0,2200	0,1329	0,1205	0,1083	0,0881
SIMRIA - SANEAMENTO INTEGRADO DOS MUNICÍPIOS DA RIA, S.A.	37002	2008	0,0041	0,0050	0,0000	0,0058	0,0598	0,1143	0,0009	0,1049	0,0691	0,0435	0,0459	0,0553
SUMA - SERVIÇOS URBANOS E MEIO AMBIENTE, S.A.	38112	2009	0,1376	0,1193	0,0670	0,0851	0,2219	0,2026	0,1662	0,2480	0,6200	0,5887	0,4035	0,3433
LACTICOOP - UNIÃO DAS COOPERATIVAS DE PRODUTORES DE LEITE DE ENTRE DOURO E MONDEGO, U.C.R.L.	46331	2011	0,0082	0,3083	0,0591	0,0748	0,0164	1,1496	0,2387	0,2798	0,4977	0,2682	0,2477	0,2672
DANONE PORTUGAL, S.A.	46331	2013	0,1789	0,0761	0,0432	0,0911	0,1162	0,0748	0,0440	0,1064	1,5390	1,0163	0,9817	0,8561
JOHNSON & JOHNSON, LDA	46450	2009	0,1166	0,0516	0,0419	0,0214	0,0518	0,0698	0,0594	0,0364	2,2491	0,7391	0,7046	0,5870
GALP AÇORES - DISTRIBUIÇÃO E COMERCIALIZAÇÃO DE COMBUSTÍVEIS E LUBRIFICANTES, S.A.	46711	2007	0,1257	0,1661	0,2099	0,1214	0,0804	0,1058	0,1057	0,0544	1,5635	1,5697	1,9865	2,2324
GALP - GÁS NATURAL, S.A.	46712	2006	0,0589	0,0841	0,2119	0,1472	0,1193	0,1282	0,1744	0,0775	0,4938	0,6555	1,2155	1,8994
CSN EUROPE LDA	46720	2012	0,0480	5,3834	21,8065	2,1199	0,1095	0,5735	0,7460	4,2154	0,4381	9,3872	29,2313	0,5029
SAMSUNG - ELECTRÓNICA PORTUGUESA, S.A.	46900	2008	0,0964	0,1514	0,1243	0,0862	0,0251	0,0317	0,0281	0,0244	3,8357	4,7783	4,4201	3,5367
CAIMA - TRANSPORTES, S.A.	49391	2011	0,0096	0,0342	0,0482	0,0290	0,0351	0,1146	0,0753	0,0495	0,2747	0,2986	0,6402	0,5871
APL - ADMINISTRAÇÃO DO PORTO DE LISBOA, S.A.	52220	2007	0,0094	0,0053	0,0034	0,0083	0,0684	0,0389	0,0260	0,0642	0,1372	0,1374	0,1321	0,1290

EMPRESAS	CAE	REL SUST	ROA N-2	ROA N-1	ROA N	ROA N+1	ROS N-2	ROS N-1	ROS N	ROS N+1	SOA N-2	SOA N-1	SOA N	SOA N+1
NAVEGAÇÃO AÉREA DE PORTUGAL - NAV PORTUGAL, E.P.E.	52230	2009	0,0352	0,0195	0,0065	0,0056	0,0512	0,0072	0,0020	0,0056	0,6887	2,7068	3,2633	0,9995
TAM-LINHAS AÉREAS, S.A. - SUCURSAL EM PORTUGAL	52230	2013	0,4308	0,0620	0,0430	0,0396	0,9277	0,2330	0,1736	0,1791	0,4644	0,2660	0,2480	0,2212
M.& J.PESTANA - SOCIEDADE DE TURISMO DA MADEIRA, S.A.	55111	2009	0,0189	0,0271	0,0144	0,0176	0,1268	0,2004	0,1060	0,1558	0,1489	0,1351	0,1356	0,1132
EUREST (PORTUGAL) - SOCIEDADE EUROPEIA DE RESTAURANTES, LDA	56290	2011	0,1248	0,0098	0,0035	0,0179	0,0539	0,0295	0,0105	0,0502	2,3153	0,3325	0,3354	0,3560
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	64202	2007	0,0069	0,0021	-0,0020	0,0019	0,8501	0,1442	0,8644	1,0893	0,0082	0,0147	0,0024	0,0018
ADP - ÁGUAS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	64202	2008	0,0104	0,0526	-0,0063	0,0099	1,3502	5,8998	0,8530	1,5484	0,0077	0,0089	0,0074	0,0064
FÓRUM ALGARVE - GESTÃO DE CENTRO COMERCIAL, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA II & COMANDITA	68200	2009	0,0832	0,0968	0,0962	0,1131	0,7877	0,8236	0,8369	0,8273	0,1057	0,1176	0,1150	0,1367
FORUM MONTIJO - GESTÃO DE CENTRO COMERCIAL, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA	68200	2009	0,0060	0,0063	0,0027	0,0121	0,0664	0,0683	0,0287	0,1258	0,0910	0,0928	0,0927	0,0960
ERNST & YOUNG, S.A.	70220	2011	0,5203	0,0120	0,0150	0,0157	0,3997	0,9008	1,0470	1,0448	1,3016	0,0134	0,0143	0,0150
BMW RENTING (PORTUGAL), LDA	77110	2013	0,0279	0,0137	0,0235	0,0180	0,1056	0,2200	0,4079	0,3538	0,2641	0,0625	0,0575	0,0509
LEASE PLAN PORTUGAL - COMÉRCIO E ALUGUER DE AUTOMÓVEIS E EQUIPAMENTOS, UNIPessoal, LDA	77110	2013	0,0174	0,0180	0,0343	0,0288	0,0685	2,9556	7,3113	6,3241	0,2545	0,0061	0,0047	0,0046
HOSPITAL CUF DESCOBERTAS, S.A.	86100	2011	0,1181	0,1645	0,1162	0,1679	0,1018	0,1396	0,0983	0,1580	1,1596	1,1783	1,1820	1,0625
HOSPITAL CUF INFANTE SANTO, S.A.	86100	2011	0,0649	0,0798	0,0373	0,0697	0,0771	0,0934	0,0443	0,0769	0,8411	0,8543	0,8405	0,9069
INSTITUTO CUF - DIAGNÓSTICO E TRATAMENTO, S.A.	86220	2011	-	-	-	-	-	-	-	-	1,2933	1,4533	1,9184	1,8243

## Anexo C – Empresas de Controlo

CAE	EMPRESA DA AMOSTRA	EMPRESA DE CONTROLO	PERCENTUAL
10000	SOVENA OILSEEDS PORTUGAL, S.A.	EUROPEAN SEAFOOD INVESTMENTS PORTUGAL, S.A.	111%
		SUGAL - ALIMENTOS, S.A.	101%
		CEREALIS - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.	93%
		FINANÇOR - AGRO-ALIMENTAR, S.A.	113%
10000	LACTOGAL - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.	GELPEIXE - ALIMENTOS CONGELADOS, S.A.	101%
		SUGAL - ALIMENTOS, S.A.	110%
		PANICONGELADOS - MASSAS CONGELADAS, S.A.	112%
		CEREALIS - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.	107%
		FINANÇOR - AGRO-ALIMENTAR, S.A.	92%
		RAÇÕES ZÊZERE, S.A.	93%
10000	SORGAL - SOCIEDADE DE ÓLEOS E RAÇÕES, S.A.	SICASAL - INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE CARNES, S.A.	111%
		GELPEIXE - ALIMENTOS CONGELADOS, S.A.	112%
		SAPROGAL PORTUGAL - AGRO-PECUÁRIA, S.A.	112%
		FINANÇOR - AGRO-ALIMENTAR, S.A.	86%
17000	CELULOSE BEIRA INDUSTRIAL (CELBI), S.A.	SOCIEDADE TRANSFORMADORA DE PAPÉIS DO VOUGA, LDA	105%
		SEDA IBÉRICA - EMBALAGENS, S.A.	88%
17000	CAIMA - INDÚSTRIA DE CELULOSE, S.A.	ABOUT THE FUTURE - EMPRESA PRODUTORA DE PAPEL, S.A.	106%
17000	AMCOR FLEXIBLES PORTUGAL, LDA	SEBASTIÃO & MARTINS, S.A.	110%
17000	EUROPA&C KRAFT VIANA, S.A.	SAICA PACK PORTUGAL, S.A.	99%
27000	SIEMENS, S.A.	TYCO ELECTRONICS - COMPONENTES ELECTROMECAÑICOS, LDA	101%
27000	WEGEURO - INDÚSTRIA ELÉCTRICA, S.A.	EFAPEL - EMPRESA FABRIL DE PRODUTOS ELÉCTRICOS, S.A.	92%
29000	GESTAMP AVEIRO - INDÚSTRIA DE ACESSÓRIOS DE AUTOMÓVEIS, S.A.	COINDU - COMPONENTES PARA A INDÚSTRIA AUTOMÓVEL, S.A.	103%
		KIRCHHOFF AUTOMOTIVE PORTUGAL, S.A.	93%
		SAFE-LIFE - INDÚSTRIA DE COMPONENTES DE SEGURANÇA AUTOMÓVEL, S.A.	90%
35000	EUROPA&C ENERGIA VIANA, S.A.	IBERWIND II PRODUÇÃO, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA	83%
		TAGUSGÁS - EMPRESA DE GÁS DO VALE DO TEJO, S.A.	84%
35000	SETGÁS - SOCIEDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE GÁS NATURAL, S.A.	BEIRAGÁS - COMPANHIA DE GÁS DAS BEIRAS, S.A.	83%
36000	ÁGUAS DO MONDEGO - SISTEMA MULTIMUNICIPAL DE ABASTECIMENTO DE ÁGUA E SANEAMENTO DO BAIXO MONDEGO - BARRADA, S.A.	AGERE - EMPRESA DE ÁGUAS EFLUENTES E RESÍDUOS DE BRAGA, E.M.	95%
		ADG - ÁGUAS DE GONDOMAR, S.A.	107%
37000	SIMRIA - SANEAMENTO INTEGRADO DOS MUNICÍPIOS DA RIA, S.A.	AGS - ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DE SISTEMAS DE SALUBRIDADE, S.A.	90%
38000	SUMA - SERVIÇOS URBANOS E MEIO AMBIENTE, S.A.	I.T.S. - INDÚSTRIA TRANSFORMADORA DE SUBPRODUTOS, S.A.	108%
46000	LACTICOOP - UNIÃO DAS COOPERATIVAS DE PRODUTORES DE LEITE DE ENTRE DOURO E MONDEGO, U.C.R.L.	PRIO ENERGY, S.A.	91%
46000	DANONE PORTUGAL, S.A.	SOCOSMET - SOCIEDADE DE COSMÉTICA, LDA	88%

CAE	EMPRESA DA AMOSTRA	EMPRESA DE CONTROLO	PERCENTUAL
		PERFUMES E COSMÉTICOS PUIG PORTUGAL - DISTRIBUIDORA, S.A.	100%
		SERVIER PORTUGAL - ESPECIALIDADES FARMACÊUTICAS, LDA	117%
		IBERTELCO - ELECTRÓNICA, LDA	89%
		MPRIME SOLAR SOLUTIONS, S.A.	102%
46000	JOHNSON & JOHNSON, LDA	REAGRO - IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO, S.A.	86%
		MONDELEZ PORTUGAL, UNIPessoal, LDA	104%
		MUNDIFIOS - COMÉRCIO DE FIOS, S.A.	110%
		MACORLUX - ELECTRODOMÉSTICOS, S.A.	93%
		ALLIANCE HEALTHCARE, S.A.	101%
		OCP - PORTUGAL - PRODUTOS FARMACÊUTICOS, S.A.	112%
		BOTELHO & RODRIGUES, LDA	83%
		GLAXOSMITHKLINE - PRODUTOS FARMACÊUTICOS, LDA	104%
		UNILFARMA - UNIÃO INTERNACIONAL DE LABORATÓRIOS FARMACÊUTICOS, LDA	112%
		F.H.C. - FARMACÊUTICA, S.A.	88%
		TECLENA - AUTOMATIZAÇÃO, ESTUDOS E REPRESENTAÇÕES, S.A.	107%
		CIMERTEX - SOCIEDADE DE MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS, S.A.	85%
		CENTRAL LOBÃO - FERRAMENTAS ELÉCTRICAS, S.A.	99%
46000	GALP AÇORES - DISTRIBUIÇÃO E COMERCIALIZAÇÃO DE COMBUSTÍVEIS E LUBRIFICANTES, S.A.	SOGENAVE - SOCIEDADE GERAL DE ABASTECIMENTOS À NAVEGAÇÃO E INDÚSTRIA HOTELEIRA, S.A.	85%
		F.H.C. - FARMACÊUTICA, S.A.	114%
		MEDA PHARMA - PRODUTOS FARMACÊUTICOS, S.A.	98%
		BOEHRINGER INGELHEIM, UNIPessoal, LDA	95%
46000	GALP - GÁS NATURAL, S.A.	JMV - JOSÉ MARIA VIEIRA, S.A.	90%
		LABORATÓRIOS PFIZER, LDA	88%
		PROCONFAR - PRODUTOS DE CONSUMO E FARMACÊUTICOS, S.A.	109%
		SAPEC - QUÍMICA, S.A.	103%
46000	CSN EUROPE LDA	GARCIAS, S.A.	94%
		COMPANIA DE DISTRIBUCION INTEGRAL LOGISTA, S.A. - SUCURSAL EM PORTUGAL	87%
		SREI - EXPORTAÇÃO, IMPORTAÇÃO E REPRESENTAÇÕES, LDA	83%
		C.N.C.B. - COMPANHIA NACIONAL DE COMÉRCIO DE BACALHAU, S.A.	100%
		ALLIANCE HEALTHCARE, S.A.	110%
		BOTELHO & RODRIGUES, LDA	97%
		FRESENIUS KABI PHARMA PORTUGAL, LDA	110%
		WERFEN PORTUGAL, LDA	90%
		TECLENA - AUTOMATIZAÇÃO, ESTUDOS E REPRESENTAÇÕES, S.A.	87%
		PRIO ENERGY, S.A.	110%
		ILÍDIO MOTA - PETRÓLEOS E DERIVADOS, LDA	96%
		OZ ENERGIA GÁS, S.A.	101%

CAE	EMPRESA DA AMOSTRA	EMPRESA DE CONTROLO	PERCENTUAL
		ABÍLIO RODRIGUES PEIXOTO & FILHOS, S.A.	90%
		CENTRAL LOBÃO - FERRAMENTAS ELÉCTRICAS, S.A.	107%
		RNM - PRODUTOS QUÍMICOS, S.A.	97%
		INAPA PORTUGAL - DISTRIBUIÇÃO DE PAPEL, S.A.	105%
46000	SAMSUNG - ELECTRÓNICA PORTUGUESA, S.A.	MACORLUX - ELECTRODOMÉSTICOS, S.A.	90%
		SOCOSMET - SOCIEDADE DE COSMÉTICA, LDA	89%
		ALLIANCE HEALTHCARE, S.A.	101%
		LABORATÓRIOS PFIZER, LDA	103%
		UNILFARMA - UNIÃO INTERNACIONAL DE LABORATÓRIOS FARMACÉUTICOS, LDA	107%
		WERFEN PORTUGAL, LDA	85%
		CIMERTEX - SOCIEDADE DE MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS, S.A.	98%
		RESUL - EQUIPAMENTOS DE ENERGIA, S.A.	109%
		DYSTAR - ANILINAS TÊXTEIS, UNIPessoal, LDA	101%
48000	CAIMA - TRANSPORTES, S.A.	RODOVIÁRIA DE LISBOA, S.A.	103%
		PATINTER - PORTUGUESA DE AUTOMÓVEIS TRANSPORTADORES, S.A.	107%
52000	APL - ADMINISTRAÇÃO DO PORTO DE LISBOA, S.A.	BRAGAPARQUES - ESTACIONAMENTOS, S.A.	108%
52000	NAVEGAÇÃO AÉREA DE PORTUGAL - NAV PORTUGAL, E.P.E.	LUSOPONTE - CONCESSIONÁRIA PARA A TRAVESSIA DO TEJO, S.A.	99%
		AUTO - ESTRADAS NORTE LITORAL - SOCIEDADE CONCESSIONÁRIA - AENL, S.A.	97%
		EMPARK PORTUGAL - EMPREENDIMENTOS E EXPLORAÇÃO DE PARQUEAMENTOS, S.A.	86%
		LISCONT - OPERADORES DE CONTENTORES, S.A.	104%
52000	TAM-LINHAS AÉREAS, S.A. - SUCURSAL EM PORTUGAL	SETESHIPPING - TRANSPORTES INTERNACIONAIS, S.A.	84%
55000	M.& J.PESTANA - SOCIEDADE DE TURISMO DA MADEIRA, S.A.	ISLAND HOTEL (MADEIRA), LTD	87%
56000	EUREST (PORTUGAL) - SOCIEDADE EUROPEIA DE RESTAURANTES, LDA	UNISELF - SOCIEDADE DE RESTAURANTES PÚBLICOS E PRIVADOS, S.A.	114%
64000	GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	NOVABASE - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	102%
64000	ADP - ÁGUAS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTÃO, SGPS, S.A.	99%
		NOVABASE - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	107%
68000	FÓRUM ALGARVE - GESTÃO DE CENTRO COMERCIAL, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA II & COMANDITA	IMORETALHO - GESTÃO DE IMÓVEIS, S.A.	84%
		QUINTA DO LAGO - EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS E TURÍSTICOS, S.A.	85%
68000	FORUM MONTIJO - GESTÃO DE CENTRO COMERCIAL, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA	JAVERE - IMOBILIÁRIA, S.A.	99%
70000	ERNST & YOUNG, S.A.	GDP - GÁS DE PORTUGAL, S.A.	110%
77000	BMW RENTING (PORTUGAL), LDA	LOCARENT - COMPANHIA PORTUGUESA DE ALUGUER DE VIATURAS, S.A.	101%
		HR - ALUGUER DE AUTOMÓVEIS, S.A.	103%
77000	LEASE PLAN PORTUGAL - COMÉRCIO E ALUGUER DE AUTOMÓVEIS E EQUIPAMENTOS, UNIPessoal, LDA	REGO, COSTA & TAVARES, LDA	105%
86000	HOSPITAL CUF DESCOBERTAS, S.A.	CVP - SOCIEDADE DE GESTÃO HOSPITALAR, S.A.	84%
		SÁVIDA - MEDICINA APOIADA, S.A.	91%

CAE	EMPRESA DA AMOSTRA	EMPRESA DE CONTROLO	PERCENTUAL
		DR.JOAQUIM CHAVES LABORATÓRIO DE ANÁLISES CLÍNICAS, S.A.	94%
		BMAC - LABORATÓRIOS DE ANÁLISES CLÍNICAS BOTELHO MONIZ, FLEMING TORRINHA, FERNANDO CARVALHO E CONCEIÇÃO SABENÇA, S.A.	89%
86000	HOSPITAL CUF INFANTE SANTO, S.A.	HOSPOR - HOSPITAIS PORTUGUESES, S.A.	97%
		LABETO - CENTRO DE ANÁLISES BIOQUÍMICAS, S.A.	88%
86000	INSTITUTO CUF - DIAGNÓSTICO E TRATAMENTO, S.A.	LUSÍADAS, S.A.	112%