



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

***A responsabilidade social empresarial e as
restrições ao financiamento: análise empírica
aplicada às empresas do índice Stoxx Europe 600***

Ricardo Rúben Pereira Miguel

Leiria, julho de 2015



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

***A responsabilidade social empresarial e as
restrições ao financiamento: análise empírica
aplicada às empresas do índice Stoxx Europe 600***

Ricardo Rúben Pereira Miguel

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação da Doutora Maria João da Silva Jorge, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria e coorientação da Doutora Natália Maria Prudêncio Rafael Canadas, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, julho de 2015

“Os loucos vêem no impossível todos os motivos para continuar enquanto os outros vêem todos os motivos para desistir, e ainda lhes chamam malucos.”

Pedro Chagas Freitas

Agradecimentos

A presente dissertação representa não só uma determinante etapa da minha formação académica, como também um novo e aprofundado contacto com o universo da investigação, que até ao momento me era praticamente desconhecido. Como tal, foi necessário estar rodeado de uma envolvente de pessoas, que de forma direta ou indireta, contribuíram para que esta meta se tornasse uma realidade. Já na época antes de Cristo, *Confúcio*, na qualidade de pensador e filósofo, defendia a citação “escolhe um trabalho que gostes, e não terás que trabalhar um único dia da tua vida”. Foi precisamente este o espírito com que encarei este trabalho, pelo que me sinto na conveniência de expressar algumas palavras de agradecimento às pessoas que tornaram este percurso único e especial.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à Professora Doutora Maria João da Silva Jorge, na qualidade de orientadora da dissertação, por todo o acompanhamento realizado à presente investigação e pela oportunidade de conjugarmos duas das áreas com que me sinto mais identificado. Por um lado, a responsabilidade social representa uma área à qual estou ligado há vários anos, nomeadamente através da participação em diversas atividades de voluntariado. Já a temática das restrições de financiamento está mais direcionada para a minha área de formação. Deixo também uma palavra de gratidão à Professora Doutora Natália Maria Prudêncio Rafael Canadas (coorientadora do presente estudo) pela sua disponibilidade e profissionalismo demonstrado, não só ao longo da dissertação, como durante todo o Mestrado.

As minhas próximas palavras de agradecimentos são dirigidas a todos os docentes do Mestrado de Finanças Empresariais por todos os conhecimentos e orientações transmitidas ao longo deste percurso. Relativamente aos colegas de curso, gostaria de deixar um especial agradecimento à Sandra Paiva, à Ismaela Mendes e ao Alexander Barros, pela forma como estas amizades foram sempre pautadas nas bases do respeito, da verdade e da entreaajuda.

Por fim, e não menos importante, realço o papel dos meus pais em toda esta caminhada, que representam as pessoas que sempre estiveram comigo nos bons e nos maus momentos. A forma como me transmitiram todos os valores necessários, foi essencial para enfrentar melhor os diversos desafios que iam surgindo. De igual forma, agradeço ao meu primo Vando Pereira, por todas as diretrizes fornecidas ao longo do meu percurso profissional e pessoal. Destaco também a contribuição do Ricardo Manique, do Paulo Bicho e do Rui Garcia, amigos de longa data, que merecem toda a minha consideração. A todos vós e a todas as pessoas que me ajudaram, dedico este trabalho.

Resumo

Neste estudo, analisa-se se as empresas com melhor desempenho em termos de responsabilidade social empresarial enfrentam menores restrições no acesso ao financiamento. Para o efeito, considera-se uma amostra de 385 empresas não financeiras especificamente distribuídas pelo continente europeu, que pertenciam ao índice *Stoxx Europe 600* no ano de 2013. Os resultados para o modelo de regressão linear indicam que não existe evidência estatística suficiente para comprovar a influência que o desempenho em termos de responsabilidade social empresarial tem sobre as restrições de financiamento. Complementando a análise, avalia-se a possibilidade de existência de causalidade reversa entre o nível de restrições de financiamento e o desempenho de responsabilidade social empresarial. Assim, através da metodologia das variáveis instrumentais, conclui-se que a hipótese de base é corroborada. Efetivamente, existe evidência estatística de que empresas com melhor desempenho de responsabilidade social empresarial apresentam menores níveis de restrições nas suas atividades de financiamento. Consistente com a hipótese de causalidade reversa, verificamos também que existem características da empresa que influenciam o desempenho de responsabilidade social empresarial, que se encontram também correlacionadas com o nível de restrições de financiamento. Neste caso, a rentabilidade influencia positivamente, mas de forma indireta, o desempenho da empresa em matéria de responsabilidade social.

Palavras-chave: Responsabilidade social empresarial, desempenho de responsabilidade social empresarial, restrições de financiamento, índice de sustentabilidade

Abstract

In this study, it is analyzed if the best performing companies in terms of Corporate Social Responsibility face fewer restrictions in their access to funding. For this purpose, a sample of 385 non-financial European companies which belonged to the Stoxx Europe 600 Index in 2013 is considered. The results for the linear regression model indicate that there is not enough statistical evidence to prove the influence that the performance on Corporate Social Responsibility has on capital constraints. In order to support this analysis, the possibility of the existence of reverse causality between the level of capital constraints and the Corporate Social Responsibility performance has been taken into account. Therefore, through the instrumental variables method, it is concluded that the basic assumption is now corroborated. In fact there is statistical evidence that companies with the best Corporate Social Responsibility performance present lower levels of restrictions in their capital constraints. Consistent with the hypothesis of reverse causality, we can also see that there are firm characteristics that influence the Corporate Social Responsibility performance which can also be correlated with the level of capital constraints. In this case, the profitability positively affects, but indirectly, the company's performance in matters of social responsibility.

Keywords: Corporate social responsibility, corporate social responsibility performance, capital constraints, sustainability index.

Índice

LISTA DE FIGURAS	xiii
LISTA DE TABELAS	xv
LISTA DE SIGLAS	xvii
1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DA LITERATURA	5
2.1. A responsabilidade social empresarial.....	5
2.1.1. Conceito de responsabilidade social empresarial	5
2.1.1.1. Evolução da responsabilidade social empresarial.....	8
2.1.2. Desempenho de responsabilidade social empresarial	11
2.1.2.1. Desempenho ambiental	18
2.1.2.2. Desempenho social	22
2.1.2.3. Desempenho de governo das sociedades	25
2.2. Restrições de financiamento das empresas.....	29
2.2.1. Índice KZ.....	31
2.2.2. Medidas de restrições de financiamento	32
2.2.3. Relação entre o desempenho associado à responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento	37
3. METODOLOGIA	39
3.1. Seleção da amostra.....	39
3.2. Recolha dos dados.....	42
3.3. Modelo utilizado e desenvolvimento das hipóteses	44
3.3.1. O desempenho em termos de responsabilidade social e as restrições de financiamento.....	44
3.3.2. A causalidade reversa entre o desempenho em termos de responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento	46

3.4. Construção das variáveis.....	49
3.4.1. Variável dependente.....	50
3.4.2. Variável independente.....	51
3.4.3. Variáveis de controlo.....	51
3.4.4. Variáveis instrumentais.....	52
4. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	55
4.1. Estatísticas descritivas.....	55
4.2. Correlação dos dados.....	57
4.3. O desempenho em termos de responsabilidade social e as restrições de financiamento.....	58
4.4. A causalidade reversa entre o desempenho em termos de responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento	59
5. CONCLUSÃO	65
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	67

Lista de figuras

Figura 1. Evolução da RSE.....	8
Figura 2. Abrangência do conceito de <i>Corporate Responsibility</i>	17
Figura 3. Método de redução da amostra	40
Figura 4. Relações de endogeneidade	47
Figura 5. Estrutura da pontuação de RSE.....	53

Lista de tabelas

Tabela 1: Evidências empíricas sobre o impacto do desempenho de RSE sobre o desempenho financeiro das empresas	12
Tabela 2: Evidências empíricas sobre o impacto da sustentabilidade sobre o valor das empresas.....	16
Tabela 3: Evidências empíricas sobre o impacto das imperfeições do mercado de capitais sobre o valor das empresas.....	32
Tabela 4: Evidências empíricas sobre o impacto da rentabilidade sobre as restrições de financiamento das empresas	34
Tabela 5: Evidências empíricas sobre o impacto do desempenho de responsabilidade social empresarial sobre as restrições de financiamento	37
Tabela 6: Composição da amostra por país.....	41
Tabela 7: Composição da amostra por setor	42
Tabela 8: Definição da variável dependente	50
Tabela 9: Definição da variável independente	51
Tabela 10: Definição das variáveis de controlo	52
Tabela 11: Definição das variáveis instrumentais	54
Tabela 12: Estatísticas descritivas	55
Tabela 13: Correlação entre as variáveis.....	57
Tabela 14: O desempenho em termos de responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento	58
Tabela 15: Primeiro estágio da regressão por variáveis instrumentais e testes de relevância e validade dos instrumentos	60
Tabela 16: Segundo estágio da metodologia das variáveis instrumentais.....	62

Lista de siglas

CCI - Câmara de Comércio Internacional

CEO - *Chief Executive Officer*

CERES - *Coalition for Environmentally Responsible Economies*

DC - Diretriz Contabilística

DJGI - *Dow Jones Global Index*

DJSGI - *Dow Jones Sustainability Group Index*

DJSI - *Dow Jones Sustainability Index*

DRA - Diretriz de Revisão/Auditoria

EUA - Estados Unidos da América

EV - Excesso de valor

GRI - *Global Report Initiative*

I&D - Investigação & Desenvolvimento

IABS - *International Accounting Standards Board*

IASC - *International Accounting Standards Committee*

ICB - *Industry Classification Benchmark*

IRRC - *Investor Responsibility Research Center's*

ISE - *Bovespa Corporate Sustainability Index*

ISO - *International Organization for Standardization*

IT - Interpretação Técnica

NCRF - Norma Contabilística e de Relato Financeiro

NIC - Normas Internacionais de Contabilidade

NIRF - Normas Internacionais de Relato Financeiro

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

ONU - Organização das Nações Unidas

OROC - Ordem dos Revisores Oficiais de Contas

PNB - Produto Nacional Bruto

RA - Rendibilidade dos Ativos

RCP - Rendibilidade do Capital Próprio

RSE - Responsabilidade social empresarial

RV - Rendibilidade das Vendas

QFRI - *Quarterly Financial Report for Manufacturing Corporations*

S&P 500 - Standard & Poor's 500

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

Stoxx 600 - Stoxx Europe 600

VIF - *Variance Inflation Factor*

1. Introdução

A extensa literatura revela-nos que o desempenho das empresas em matéria de responsabilidade social empresarial (RSE) se assume como um potencial mecanismo de criação de valor a longo-prazo e de diferenciação face à concorrência (Bassen, Meyer, & Schlange, 2006; Cheng, Ioannou, & Serafeim, 2014; Prado-Lorenzo, Gallego-Álvarez, García-Sánchez, & Rodríguez-Domínguez, 2008). O conceito de RSE remete para a integração de preocupações sociais e ambientais nas operações do dia-a-dia das empresas, e para a relação que estas estabelecem com os *stakeholders* (European Commission, 2001). Por seu turno, a necessidade da integração estratégica das práticas de RSE, e o facto das mesmas serem incorporadas nas competências da empresa, representam uma ideia global que está aprovada e é promovida por diversas instituições globais como o Banco Mundial, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), Organização das Nações Unidas (ONU) e Câmara de Comércio Internacional (CCI) (Gjølberg, 2009).

Por outro lado, através da redução de restrições de financiamento idiossincráticas que as empresas enfrentam nas suas operações de financiamento e nos seus projetos estratégicos, é possível reunir melhores argumentos para realizar investimentos rentáveis (Cheng *et al.*, 2014). Neste sentido, o termo “idiossincráticas” refere-se às restrições de financiamento que determinada empresa enfrenta (Cheng *et al.*, 2014; Lamont, Polk, & Saá-Requejo, 2001), pelo que se pode deduzir que são peculiares a cada organização.

Verifica-se que as empresas que integram no negócio considerações sociais e ambientais, desenvolvem também diversas atividades de cidadania, que podem passar, por exemplo, pela construção de laços comunitários e manutenção da licença para operar, aumento do moral e fixação dos funcionários atuais, preparação e atração de potenciais colaboradores, avaliação dos potenciais clientes e criação de um ambiente próspero para realizarem a sua atividade (Fombrun, Gardberg, & Barnett, 2000). Tendo em conta que as empresas que se comprometem com estas políticas tendem a obter benefícios tangíveis e intangíveis, pode considerar-se que a RSE fortalece o desempenho da empresa (Guenster, Derwall, Bauer, & Koedijk, 2011).

Os estudos de Dhaliwal, Li, Tsang e Yang (2011) e El Ghouli, Guedhami, Kwok e Mishra (2011) provam que as empresas com desempenhos superiores em RSE conseguem reduzir o seu custo de capital próprio e atrair investidores institucionais. Segundo a teoria iluminada dos *stakeholders* (Jensen, 2001), os gestores devem tomar decisões que tenham em conta os interesses de todos os *stakeholders* da empresa (indivíduos ou grupos que

podem afetar, ou ser substancialmente afetados, pelas operações da empresa). Assim, a implementação de práticas de gestão específicas, que respondam adequadamente às necessidades dos *stakeholders* e aos objetivos organizacionais, conduzem à criação de boas relações com os seus *stakeholders*, que são consideradas valiosas, raras e difíceis de imitar pelas empresas concorrentes (Choi & Wang, 2009).

Anteriormente, o foco das empresas estava direcionado para a criação de valor para o acionista, sendo que atualmente as preocupações por parte da maioria das organizações ultrapassam a mera questão económica e entende-se que a criação de valor para o acionista representa também a criação de valor para a própria sociedade (Bénabou & Tirole, 2010; Goss, 2007; Waddock & Graves, 1997). Neste sentido, Hong, Kubik e Scheinkman (2012) realizaram um estudo para as empresas pertencentes ao índice *Standard & Poor's 500 (S&P 500)*, para o período 1991-2008, e concluíram que existe uma correlação negativa entre as restrições de financiamento e o desempenho de RSE, o que significa que as empresas com menores restrições de financiamento devem aumentar o seu investimento em iniciativas de RSE. Desta forma, a evidência empírica sugere que a adoção de políticas de RSE proporciona benefícios às empresas que podem superar os seus possíveis custos implícitos (Hong *et al.*, 2012; Rossi, 2009). No entanto, Cheng *et al.* (2014) referem a possibilidade de existência de causalidade reversa entre o nível de restrições de financiamento e o desempenho de RSE. Após terem concluído pelo modelo de regressão linear que o desempenho em termos de RSE tem uma influência negativa e significativa sobre o nível de restrições de financiamento, os autores também encontraram base empírica suficiente para comprovar a existência de simultaneidade entre estas variáveis. Concretamente, as empresas com menores restrições no acesso ao financiamento apresentam maiores possibilidades de encetar mais iniciativas em sede de responsabilidade social e, desta forma, atingir níveis de desempenho superiores de RSE.

Uma das principais limitações dos estudos sobre restrições de financiamento é identificada por Campello, Graham e Harvey (2010), que indicam que a maioria dos trabalhos nesta área são baseados em dados de Demonstrações Financeiras referentes a empresas pertencentes aos Estados Unidos da América (EUA) (por exemplo, El Ghoul *et al.*, 2011 e Hong *et al.*, 2012). Por outro lado, Cheng *et al.* (2014) incluem no seu estudo uma amostra a nível mundial, onde a parcela referente ao Japão, Reino Unido e EUA representa mais de 50% do total das empresas consideradas. Neste sentido, julgamos que a amostra alvo de análise constitui o elemento de distinção deste trabalho, concretamente as empresas não financeiras pertencentes ao índice *Stoxx Europe 600 (Stoxx 600)* no final de 2013. Com base nesta amostra, pretende-se analisar se um maior desempenho das empresas europeias em RSE se traduz em menores restrições no acesso ao financiamento. Por outro

lado, utiliza-se a metodologia das variáveis instrumentais para analisar a possibilidade de existência de causalidade reversa entre as restrições de acesso ao financiamento e o desempenho de RSE, concretamente analisando se as empresas com menores restrições de financiamento têm maior desempenho de RSE. Desta forma, será possível a identificação de outras variáveis suscetíveis de influenciar as restrições de financiamento, mas de forma indireta.

A presente dissertação está estruturada como se segue: na revisão da literatura, apresentam-se os contributos empíricos com maior relevância nas áreas de RSE e restrições de acesso ao financiamento das empresas, os estudos que relacionam estas duas temáticas e uma descrição sucinta do índice de restrições ao financiamento utilizado neste estudo – o índice *Kaplan-Zingales* (índice KZ); no ponto referente à metodologia, descreve-se detalhadamente a amostra selecionada, as fontes de recolha de dados, o modelo empírico e as respetivas variáveis utilizadas; no ponto inerente à discussão dos resultados, apresentam-se as estatísticas descritivas e os principais resultados obtidos; na conclusão surgem as principais reflexões deste estudo, as limitações encontradas e sugestões para investigação futura.

2. Revisão da literatura

Neste ponto procedemos à revisão da literatura, que será distribuída por duas temáticas essenciais: responsabilidade social empresarial e restrições de financiamento das empresas. Assim, pretende-se realizar uma exposição e clarificação de ambos os conceitos, através da referência às contribuições empíricas com maior relevância até à data. Os resultados e conclusões de alguns estudos serão apresentados, de modo a resumir a informação analisada e, posteriormente, facilitar a comparação dos resultados destes autores com os resultados do presente estudo.

2.1. A responsabilidade social empresarial

Nos últimos anos, as empresas aumentaram significativamente a quantidade de recursos alocados a iniciativas classificadas como RSE (Barnea & Rubin, 2010). Nota-se que na generalidade dos casos, as forças de mercado não penalizam as empresas que possuem elevados desempenhos sociais (Orlitzky, Schmidt, & Rynes, 2003). Desta forma, a RSE assume-se como um dos principais fatores para a competitividade das empresas (European Commission, 2011), que auxilia na construção de uma imagem favorável para com os seus funcionários, clientes e público (Anderson & Frankle, 1980). Aos consumidores, cabe a tarefa de escolher (racionalmente) pagar mais por um produto ou serviço e apoiar uma causa social, com a qual eles têm afinidade (Richardson & Welker, 2001). Numa altura em que a força das empresas é derivada em grande parte da sua imagem de marca, tem-se assistido a uma necessidade a nível empresarial não só para demonstrar uma maior consciência das questões sociais, humanas e ambientais (Sahlin-Andersson, 2006), mas também para integrar no negócio tais considerações. Trata-se portanto de um fenómeno transversal que será amplamente discutido nos próximos tópicos.

2.1.1. Conceito de responsabilidade social empresarial

A RSE surgiu como uma tendência mundial que envolve empresas, Estados, organizações internacionais e organizações da sociedade civil (Sahlin-Andersson, 2006). Após a

ocorrência de diversos escândalos empresariais e falências,¹ criou-se uma necessidade de uma maior transparência na prestação de contas por parte das empresas, com vista a reconstruir a confiança pública nos negócios e nos mercados financeiros (Lo & Sheu, 2007).

Com a entrada no novo milênio, verificou-se uma tendência por parte dos investidores para prescindir do mercado de ações em busca de oportunidades de investimento mais seguras, o que levou a comunidade a repensar as suas responsabilidades para com os diversos públicos envolvidos nas suas operações (Hill, Stephens, & Smith, 2003). Para tal, os gestores e os acionistas institucionais têm mostrado cada vez mais interesse no conceito de RSE, com destaque para o compromisso que os maiores gestores de ativos do mundo assumem no investimento em empresas que são consideradas responsáveis a nível social ou ambiental (Guenster *et al.*, 2011). Assim, as despesas relacionadas com a RSE representam um componente substancial nas operações de muitas empresas (Barnea & Rubin, 2010).

De um modo geral, a RSE pode ser definida como “*a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholders on a voluntary basis*” (European Commission, 2001, p. 6). Gjølborg (2009) refere que se trata de um conceito globalizado, que é divulgado através das instituições internacionais, regionais e cadeias de abastecimento transnacionais. No entanto, ressalva-se que existe alguma ambiguidade decorrente da falta de consenso sobre o que a RSE realmente significa (Carroll, 1979).

Hill, Ainscough, Shank e Manullang (2007) descrevem a RSE como as ações económicas, legais e filantrópicas tomadas pelas empresas que influenciam a qualidade de vida dos *stakeholders*. Já Marrewijk e Werre (2003) indicam que a RSE está relacionada com as atividades de uma empresa (voluntárias por definição), que demonstrem a inclusão de preocupações sociais e ambientais nas interações com os *stakeholders*. McWilliams e Siegel (2001) consideram que se trata das ações que surgem com o intuito de promover algum bem social, e que vão para além do que é exigido por lei. Neste sentido, as empresas que evitam a discriminação contra as mulheres e minorias não estão a praticar um ato socialmente responsável, estão apenas a cumprir a lei. Como exemplos de atividades de RSE, os autores consideram a reciclagem, a redução da poluição, o apoio às empresas locais e a incorporação de produtos com características ou atributos sociais. Por outro lado,

¹ Tais como a destruição de documentos da Enron e Arthur Andersen, as acusações de fraude da WorldCom e os pacotes de remuneração questionáveis da Tyco (Hill *et al.*, 2003)

Jo e Harjoto (2011) encaram a RSE como uma extensão de esforços de uma empresa, com vista à promoção de um governo das sociedades eficaz que assegure a sustentabilidade das empresas, através de práticas de negócio que promovam a prestação de contas e a transparência.

Além disso, o relatório da European Commission (2011) salienta que num mercado cada vez mais global e em constante mudança, a RSE permite às empresas antecipar o futuro e tirar partido das possíveis alterações do meio envolvente, através da exploração de novos mercados e criação de oportunidades de crescimento que lhes possibilitem tornar o seu modelo de negócio sustentável. Com o desenvolvimento desta prática, a empresa cria postos de trabalho, garante a fidelidade dos seus clientes, que por sua vez se transmite em elevados níveis de confiança que são propícios para atuar num ambiente saudável de crescimento e inovação.

Verifica-se que a integração no negócio das necessidades sociais e considerações ambientais, bem como a adoção de iniciativas de cidadania, produzem diversos benefícios, como melhorias de execução de estratégias empresariais, enriquecimento das oportunidades, diminuição de perdas de capital e redução do risco de danificação da reputação das empresas (Fombrun *et al.*, 2000). Bassen *et al.* (2006) e Brammer, Brooks e Pavelin (2006) ressaltam a importância da imagem de marca e da reputação, considerando-as como um dos ativos mais importantes das empresas. Já Fombrun *et al.* (2000) indicam que a reputação se forma com o tempo e na forma como os observadores interpretam os padrões de ações empresariais. Uma vez formada, deve-se observar como a reputação é resistente à mudança. Importante sublinhar que as respostas automáticas não têm credibilidade e conduzem a uma perda de reputação (em vez de um ganho). Quando tal sucede, os danos manifestam-se no empobrecimento de receitas, diminuição da capacidade para obter capital financeiro e redução da atratividade da empresa para os atuais e potenciais funcionários, que se traduz numa redução da rentabilidade económica e respetivo valor para o acionista (Fombrun *et al.*, 2000). Desta forma, a perda de reputação assume-se como um dos principais riscos da adoção de um comportamento empresarial irresponsável, que pode levar à danificação da confiança e da lealdade dos *stakeholders* (Bassen *et al.*, 2006). A título de exemplo, verifica-se que a Nike necessitou de investir durante vários anos uma quantidade significativa de recursos financeiros e reunir um conjunto de esforços para recuperar a reputação, que tinha sido danificada na sequência do escândalo de trabalho infantil ocorrido em 1997 (Dhaliwal *et al.*, 2011).

É importante destacar que um número crescente de empresas europeias reconhecem o seu envolvimento em termos da responsabilidade social de forma cada vez mais clara,

considerando-a como parte da sua identidade (European Commission, 2001). No entanto, embora a RSE possua uma elevada importância no mundo empresarial moderno (Roitto, 2013), nota-se que a maioria das empresas não têm capacidade, ou não possuem iniciativa para estabelecer um compromisso necessário para atender ou exceder os padrões previamente definidos (Hill *et al.*, 2007). Desta forma, a compreensão da evolução deste conceito representa um aspeto fundamental para a presente investigação.

2.1.1.1. Evolução da responsabilidade social empresarial

A preocupação com a responsabilidade social ocorreu desde muito cedo (especialmente durante as décadas de 1930 e 1940), mas apenas foi formalmente construída em 1950, o que marcou o início da intitulada era moderna da RSE (Carroll, 1999). Assim, verifica-se que as discussões modernas sobre a RSE ocorreram ao longo da segunda metade do século XX, em resultado do impacto da atividade empresarial na sociedade em geral (Carroll, 1999; Carroll & Shabana, 2010; Hill *et al.*, 2007). A Figura 1, sintetiza a evolução deste conceito, por meio de referência aos trabalhos realizados com maior relevância para cada década deste período.

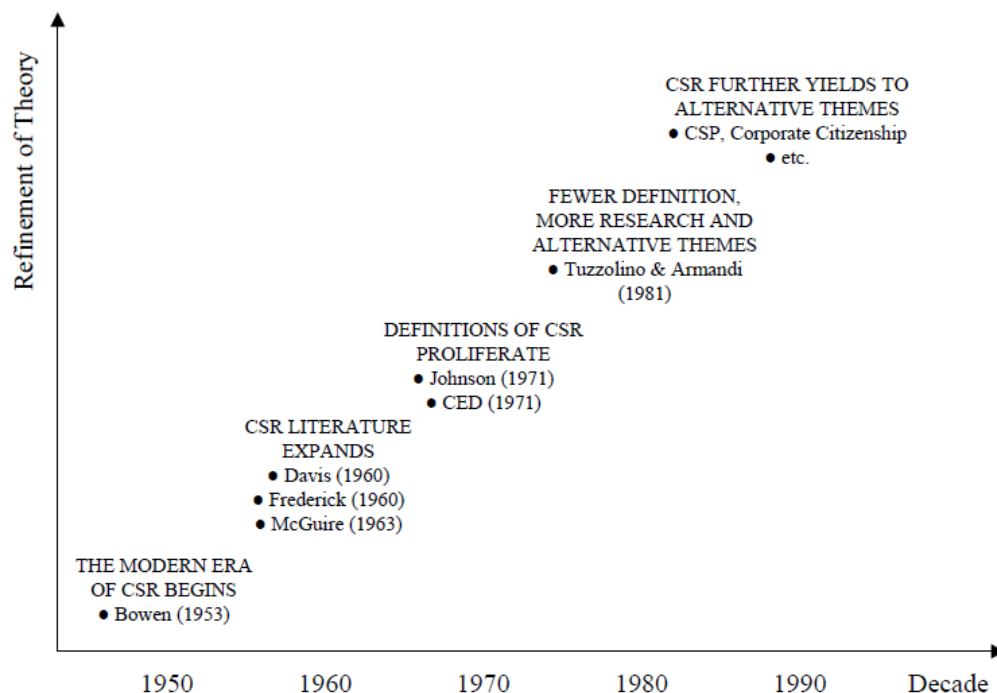


Figura 1. Evolução da RSE

Fonte: Roitto (2013, p. 14)

A RSE representa portanto um fenómeno pós II Guerra Mundial, que engloba as responsabilidades que as empresas têm para com a sociedade, para além do objetivo primordial de realização de lucros (Carroll & Shabana, 2010). Por seu turno, Carroll (1999) refere que apesar de ser possível encontrar vestígios de RSE em todo o mundo (principalmente nos países desenvolvidos), os EUA representam o país onde se tem verificado um maior conjunto de estudos empíricos sobre o tema.

Hill *et al.* (2007) referem que na década de 1950 se assistiu a um renascimento do interesse pela responsabilidade social empresarial, o que incluía as atividades direcionadas para o cumprimento de metas sociais importantes. Frank Abrams (ex-gestor da empresa Standard Oil Company, sediada em New Jersey) defendeu que com a profissionalização da gestão, as empresas tiveram que dirigir as suas atenções não apenas para os lucros, mas também para os seus colaboradores, clientes e público em geral (Carroll & Shabana, 2010). Assim, verificou-se nesta década uma tendência para as empresas focarem as suas preocupações nas responsabilidades que tinham para com a sociedade. Por outro lado, este período fica também marcado pela publicação do livro de Howard R. Bowen (conhecido como o “*Father of Corporate Social Responsibility*”), em 1953, intitulado “*Social Responsibilities of the Businessman*”, que marcou o início do período moderno da literatura sobre RSE (Carroll, 1999; Carroll & Shabana, 2010).

Na década seguinte, verificou-se um crescimento de popularidade do conceito de RSE, que foi impulsionada, em grande parte, pelos movimentos sociais (ocorridos especialmente nos EUA) e pelo interesse dos investigadores (Carroll & Shabana, 2010). Segundo os autores, os intervenientes possuíam uma visão de futuro que procurava articular o significado da RSE com as suas implicações para os negócios. Por outro lado, notou-se também que as agendas políticas radicais e os movimentos de reforma da década de 1960 conduziram a uma escalada das exigências públicas (Hill *et al.*, 2007). Segundo Carroll (1999) e Carroll e Shabana (2010), esta década fica marcada por um maior crescimento das tentativas para definir o significado da RSE, sendo que os trabalhos mais significativos foram elaborados por Keith Davis, William C. Frederick e Joseph W. McGuire. Neste período, também se questionou a validade da RSE em relação ao principal propósito das empresas: maximizar a riqueza dos acionistas (Guenster *et al.*, 2011).

De seguida, na década de 1970 intensificaram-se os estudos com vista a definições de RSE mais específicas, com destaque para o livro “*Business in Contemporary Society: Framework and Issues*” de Harold Johnson’s, que apresenta um conjunto de definições, análises e críticas relacionadas com a RSE (Carroll, 1999). Nesta década, a responsabilidade social das empresas, a capacidade de resposta social e o desempenho

tornaram-se o centro das discussões (Carroll & Shabana, 2010). Hill *et al.* (2007) argumentam, ainda, que neste período as empresas aumentaram o seu foco para questões sociais, que anteriormente eram ignoradas.

Quanto à década de 1980, ressalva-se que existiram menos preocupações com o conceito, mas mais pesquisa empírica e tentativas de mensurar a RSE (Carroll, 1999; Carroll & Shabana, 2010; Roitto, 2013). Além disso, verificou-se uma reformulação do conceito de RSE para conceitos, teorias, modelos ou temas alternativos (como a capacidade de resposta social empresarial, a ética nos negócios ou a teoria dos *stakeholders*) (Carroll, 1999; Carroll & Shabana, 2010).

Na década de 1980, também se verificou um aumento exponencial da investigação que analisa a relação entre a RSE e o desempenho financeiro das empresas (Carroll & Shabana, 2010). Hill *et al.* (2007) indicam ainda que se registou uma tentativa por parte das empresas para organizar as atividades de responsabilidade social em categorias, que incluam o impacto de tais ações no público interno e externo à empresa. Tal facto levou a que o termo *stakeholders* fizesse parte da linguagem dos investigadores entre a década de 1980 e a mudança de século. Desta forma, a teoria dos *stakeholders* permitiu que os gestores passassem a incorporar valores pessoais na formulação e implementação de planos estratégicos (Freeman & McVea, 2001).

Relativamente à década de 1990, Carroll (1999) e Roitto (2013) ressaltam que se registaram poucos contributos individuais para a definição de RSE. Desta forma, verificou-se uma transição significativa do conceito de RSE para outros temas alternativos, como a Cidadania Empresarial ou o Desempenho Social das empresas. Durante este período, os investigadores não rejeitaram o conceito de RSE, apenas não existiram novas definições.

O novo milénio ficou marcado pela Enron Era de escândalos financeiros, que produziram grandes repercussões à escala mundial (Carroll & Shabana, 2010). Por outro lado, os autores referem que no início dos anos 2000, a comunidade empresarial ficou fascinada com os conceitos de sustentabilidade e desenvolvimento sustentável, pelo que esses temas se tornaram parte integrante de todos os debates de RSE. Atualmente, a orientação para a RSE é mais importante que nunca (Roitto, 2013), pelo que se torna importante refletir sobre a sua envolvente.

2.1.2. Desempenho de responsabilidade social empresarial

Num dos primeiros trabalhos sobre esta temática, Carroll (1979) enfatiza que a primeira e principal responsabilidade da empresa é de natureza económica, pelo que esta tem a responsabilidade de produzir os bens e serviços que a sociedade necessita e vendê-los para obter lucro. Neste sentido, entende-se que o principal objetivo subjacente às iniciativas de responsabilidade social das empresas é gerar lucro para o acionista (Friedman, 1970), aumentando o valor das ações ordinárias (Hill *et al.*, 2003). Considera-se, assim, que os acionistas representam o principal grupo interessado nos benefícios atuais e futuros da empresa (Ruf, Muralidhar, Brown, Janney, & Paul, 2001).

Por outro lado, Jensen (2001) realça que a função objetivo da empresa deve ser a maximização do seu valor de mercado, que engloba não só o valor do capital próprio, mas também o valor de todos os direitos financeiros sobre a empresa (incluindo a dívida, warrants e ações preferenciais). Tal situação ocorre quando uma empresa produz um output (ou conjunto de outputs), que é valorizado pelos seus clientes por um valor maior, do que o valor dos inputs consumidos na produção desse output. Neste caso, entende-se que quando a empresa maximiza o valor para o acionista, também está a produzir valor para os restantes *stakeholders*. Desta forma, a alteração do valor de mercado a longo-prazo torna-se na métrica que os gestores, diretores e outros intervenientes utilizam para avaliar o sucesso ou o fracasso da empresa. Quando os mercados financeiros não entendem as implicações das políticas definidas pela empresa, os gestores devem comunicar aos investidores o efeito esperado das decisões tomadas no valor de mercado, e aguardar que surjam reflexos positivos na quota de mercado, clientes, lealdade dos funcionários, e posteriormente, fluxos de caixa.

Noutra perspetiva, Friedman (1970) salienta que o gestor atua como agente dos indivíduos que possuem a empresa, pelo que deve conduzir o negócio de acordo com os seus desejos, nomeadamente realizar tanto dinheiro quanto possível, em conformidade com as regras básicas da sociedade. O autor refere, ainda, que em alguns casos os empregadores podem ter um objetivo diferente. A título de exemplo, verifica-se que num hospital ou numa escola, a geração de lucros não representa o objetivo primordial para o gerente, mas sim a eficiência na prestação de serviços.

Embora as práticas socialmente responsáveis existam em todo o tipo de empresas (incluindo as pequenas empresas, médias empresas e cooperativas), é nas grandes

empresas que se regista uma maior adesão (European Commission, 2001). Por seu turno, Eccles, Ioannou e Serafeim (2012) referem que podem existir dois tipos de abordagens à RSE: a abordagem de curto-prazo e a abordagem de longo-prazo. Na abordagem de curto-prazo, os autores salientam que o período de tempo em que as decisões são tomadas pode criar ou destruir valor económico. Caso o foco da empresa esteja na criação de valor a curto-prazo para os acionistas, tal postura pode resultar numa perda de valor a longo-prazo (através da falta de investimentos necessários em processos e produtos que possuam qualidade e segurança). A título de exemplo, a escassez de investimentos em sistemas de controlo de qualidade pode resultar em produtos defeituosos, o que produz impactos negativos nas vendas e na reputação da marca. Por outro lado, a abordagem de longo-prazo é adotada pelas empresas que têm uma estrutura de governo que atende às preocupações financeiras, económicas e sociais, pelo que procuram focar-se na maximização dos lucros, gestão dos *stakeholders* e elaboração de métricas/relatórios mais desenvolvidos. Os resultados do estudo provam que as empresas socialmente responsáveis possuem melhores resultados financeiros e melhor desempenho no mercado de ações. Atendendo ao facto de que as suas estratégias estão direcionadas para um cenário de longo-prazo, verifica-se que estas empresas possuem uma melhor exposição em termos de mensuração e divulgação de informações não financeiras.

Adicionalmente, Goss (2007) refere que a adoção de uma postura socialmente responsável também tem reflexos ao nível financeiro. A Tabela 1 resume a informação dos diversos estudos que analisaram a relação entre o desempenho de RSE (variável independente) e o desempenho financeiro (variável dependente). Os resultados divergem, sendo que a maioria das abordagens teóricas sugere que existe uma relação fortemente positiva ou fortemente negativa (Bassen *et al.*, 2006).

Tabela 1: Evidências empíricas sobre o impacto do desempenho de RSE sobre o desempenho financeiro das empresas

Autores	Ano	Região da Amostra	Período	Métrica de Desempenho Financeiro	Relação	
					Direção	Significância
Cochran e Wood	1984	EUA	1970-1974; 1975-1979	Dados Contabilísticos	Neutra	
Mcguire <i>et al.</i>	1988	EUA	1983	RA	Positiva	Sim
Waddock e Graves	1997	EUA	1989-1990; 1990-1991	RA;RCP;RV	Positiva	Sim

Tabela 1: Evidências empíricas sobre o impacto do desempenho de RSE sobre o desempenho financeiro das empresas (cont.)

Autores	Ano	Região da Amostra	Período	Métrica de Desempenho Financeiro	Relação	
					Direção	Significância
Ruf <i>et al.</i>	2001	EUA	1991-1995	RCP;RV;CV	Positiva	Sim
Brammer <i>et al.</i>	2006	RU	2002-2003; 2002-2004	Rend.	Negativa	Sim
Prado-Lorenzo <i>et al.</i>	2008	ES	2003-2004; 2004-2005	CV;CP;MB	Positiva	Sim
Lee e Faff	2009	EUA	1998-2002	DFE	Negativa	Sim
Nelling & Webb	2009	EUA	1993-2000	RA	Positiva	Não

Nota. Na primeira coluna, apresentam-se os estudos que analisaram a relação entre o desempenho de RSE e o desempenho financeiro das empresas. Na segunda coluna, refere-se o ano de pesquisa. Na terceira coluna, indica-se a região da amostra. Na quarta coluna, refere-se o período do estudo em causa. Na quinta coluna, descrevem-se as métricas de desempenho financeiro. Na sexta coluna, constata-se a direção da relação. Na sétima coluna, indica-se se foi obtida evidência estatística que corroborasse a hipótese. RA representa a rentabilidade da empresa obtida pelo valor do rácio de Rentabilidade dos Ativos. RCP representa a rentabilidade da empresa obtida pelo valor do rácio de Rentabilidade do Capital Próprio. RV representa a rentabilidade da empresa obtida pelo valor do rácio de Rentabilidade das Vendas. CV representa o desempenho financeiro obtido pelo valor da taxa de crescimento das vendas. Rend. representa o desempenho financeiro da empresa, mensurado pela taxa de rentabilidade das ações. CP representa o desempenho financeiro obtido pelo valor da taxa de crescimento da produtividade. MB representa o desempenho financeiro obtido pelo *Market-to-Book ratio*. DFE representa o desempenho financeiro das empresas obtido pela rentabilidade dos índices *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI) ou *Dow Jones Global Index* (DJGI), mensurado através da metodologia referente ao *capital asset pricing model* (CAPM).

Brammer *et al.* (2006) realizaram um estudo para 451 empresas (apenas 296 empresas possuíam pontuações de RSE - equivalente a 66% da amostra considerada) pertencentes ao *FTSE All Share Index* (índice ponderado pela capitalização de mercado das empresas cotadas no Reino Unido), a fim de analisar a relação entre o desempenho social das empresas e o desempenho financeiro. Os resultados apresentam evidência estatística significativa de que existe uma relação negativa entre a RSE e o desempenho financeiro, suportando a hipótese de que as despesas com atividades sociais destroem o valor do acionista. Desta forma, as empresas com maior pontuação de desempenho social tendem a obter rentabilidades mais baixas, enquanto as empresas com pontuações de

desempenho social inferiores superaram consideravelmente o mercado. Lee e Faff (2009) utilizaram como amostra as empresas pertencentes ao índice de sustentabilidade DJSI (empresas líderes em desempenho social) ou DJGI (empresas retardadas em desempenho social) para o período 1998-2002. Utilizando o DJSI como variável representativa para o valor do desempenho social das empresas, os autores também encontraram uma relação negativa entre o desempenho social e o desempenho financeiro.

Cochran e Wood (1984) incluem no seu estudo dados de 61 empresas enquadradas em 42 grupos (13 grupos foram eliminados) para os períodos de 1970-1974 (foram consideradas 39 empresas em 29 setores) e 1975-1979 (consideradas 36 empresas em 28 setores). Para medir o desempenho de RSE utilizaram a lista de Moskowitz, enquanto que para as métricas de desempenho financeiro utilizaram diversos rácios de base contabilística, como o rácio dos lucros operacionais sobre os ativos (*ratio of operating earnings to assets*), o rácio dos lucros operacionais sobre as vendas (*ratio of operating earnings to sales*) e o excesso de valor (EV).² Os resultados do estudo também apontam para um fraco apoio para a ligação entre a RSE e o desempenho financeiro.

Por outro lado, Prado-Lorenzo *et al.* (2008) realizaram um estudo referente a um conjunto de empresas não financeiras cotadas na bolsa de Madrid. As práticas de RSE são sintetizadas numa única variável que assume valores de 1 a 5, resultante da soma dos valores individuais obtidos para cada um dos requisitos referentes a Ambiente, Direitos Humanos e Trabalho, Responsabilidade sobre o Produto e Sociedade. Para medir o desempenho financeiro consideraram-se as variáveis referentes às taxas de crescimento da produtividade e crescimento das vendas para os resultados económicos de curto-prazo, bem como o *Market-to-Book ratio* para o efeito intangível de longo-prazo. Os autores concluíram que as práticas de RSE (especialmente as que são destinadas à Sociedade e Direitos Humanos e Trabalho) resultaram num impacto positivo e significativo apenas sobre a taxa de crescimento das vendas (provavelmente relacionado com a melhoria de imagem da empresa no mercado). Em contrapartida, nota-se que estas práticas não conduziram a uma utilização mais eficiente dos recursos, nem foram recebidas positivamente pelo mercado de capitais, o que mostra que a cultura de RSE tende a obter maior valorização em países como os EUA e Reino Unido.

McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988) analisaram 131 empresas avaliadas pela revista *Fortune*, pelo que consideraram as classificações de Responsabilidade Social para o ano

²
$$EV = \frac{\text{Valor de Mercado do Capital Próprio e Valor Contabilístico da Dívida} - \text{Total de Ativos}}{\text{Vendas}}$$

de 1983 como uma métrica de desempenho de RSE, bem como um conjunto de métricas para o nível de desempenho financeiro: rácios financeiros de base contabilística, onde a Rendibilidade dos Ativos (RA) se assume como principal métrica do desempenho financeiro contabilístico, e rácios financeiros com base em indicadores de mercado de ações. Ressalva-se que as métricas de desempenho financeiro de base contabilística tiveram maior valor explicativo, face às métricas de desempenho com base em indicadores de mercado. Assim, os resultados indicam que a relação entre o desempenho de RSE e o desempenho financeiro tende a ser positiva, ou seja, as empresas com baixa classificação de RSE têm menor RA e menor rendibilidade das ações (quando comparadas com as empresas com elevada classificação de RSE). No estudo de Waddock e Graves (1997), analisam-se as empresas pertencentes ao índice *S&P 500*, pelo que se considera o *rating Kinder, Lydenberg, Domini (KLD)* como métrica do desempenho social da empresa e os rácios de RA, Rendibilidade do Capital Próprio (RCP) e Rendibilidade das Vendas (RV) para mensurar o desempenho financeiro. Os autores concluem que existe relação positiva e significativa entre as variáveis, sendo que o RA representa a variável financeira onde se verificam resultados mais significativos.

Ruf *et al.* (2001) englobaram uma metodologia diferente no seu estudo, ao considerarem o desempenho social (métrica obtida através da realização de questionários para um grupo de entrevistados, utilizando o *Analytic Hierarchy Process*) como variável dependente e o desempenho financeiro (obtido através do RCP, RV e crescimento das vendas) como variável independente. A amostra abrange um conjunto de 496 empresas (resultantes da combinação das bases de dados *KLD Socrates* e *COMPUSTAT*) para quatro horizontes temporais: 1991-1992 (ano 0), 1992-1993 (ano 1), 1993-1994 (ano 2), 1994-1995 (ano 3). Os resultados indicam que em geral, a melhoria do desempenho social das empresas conduz a um melhor desempenho financeiro, quer através da redução de gastos/despesas ou aumento das receitas. Os autores sugerem ainda que as alterações no desenvolvimento económico, a segurança nacional ou local e as expectativas da sociedade influenciam a forma como o desempenho social das empresas é percebido.

Já Nelling e Webb (2009) analisam mais de 600 empresas norte-americanas para o período 1993-2000, onde se utiliza a base de dados *KLD Socrates* para medir o nível de RSE e o RA como métrica contabilística do desempenho financeiro. As conclusões indicam que a ligação apesar de ser positiva para o modelo de regressão linear, não é significativa quando é efetuado o controlo para efeitos fixos. Neste sentido, os autores defendem que a RSE é mais influenciada por características não observáveis, do que pelo desempenho financeiro.

Orlitzky *et al.* (2003) englobaram no seu estudo uma *Meta-analysis* para 52 estudos, considerando um total de 33.878 observações. Os seus resultados apontam uma associação positiva entre o desempenho social/ambiental e o desempenho financeiro das empresas (a relação tende a ser bidirecional e simultânea), sendo que se pode afirmar com algum grau de certeza que a associação entre estas variáveis não é negativa. Os autores sugerem que as variáveis se influenciam mutuamente por meio de um ciclo vicioso, onde as empresas de sucesso investem mais no seu desempenho social porque têm condições para fazê-lo e as ajuda a serem um pouco mais bem-sucedidas.

Outros autores incorporaram nos seus estudos outro ponto de vista, ao considerarem a relação entre a sustentabilidade das empresas (variável independente) e o seu valor de mercado (variável dependente). A Tabela 2 apresenta os resultados desses trabalhos, onde a sustentabilidade das empresas é medida através de uma variável *dummy*, consoante a sua presença num determinado índice de sustentabilidade (1 – a empresa pertence ao índice de sustentabilidade; 0 – caso contrário). Como se pode observar, existe uma relação positiva e significativa em ambos os estudos analisados.

Tabela 2: Evidências empíricas sobre o impacto da sustentabilidade sobre o valor das empresas

Autores	Ano	Região da Amostra	Período	Métrica de Valor da Empresa	Relação	
					Direção	Significância
Lo e Sheu	2007	EUA	1999-2002	Q	Positiva	Sim
Rossi	2009	BR	2005-2007	Q	Positiva	Sim

Nota. Na primeira coluna, apresentam-se os estudos que analisaram a relação entre a sustentabilidade e o valor das empresas. Na segunda coluna, refere-se o ano de pesquisa. Na terceira coluna, indica-se a região da amostra. Na quarta coluna, refere-se o período do estudo em causa. Na quinta coluna, descrevem-se as métricas de valor da empresa. Na sexta coluna, constata-se a direção da relação. Na sétima coluna, indica-se se foi obtida evidência estatística que corroborasse a hipótese. Q representa o valor da empresa calculada pelo valor do *Tobin's q Index*.

Lo e Sheu (2007) consideraram uma amostra constituída por grandes empresas não financeiras norte-americanas pertencentes ao índice *S&P 500* para o período 1999-2002, onde o valor da empresa é representado pelo *Tobin's q* e a sustentabilidade é calculada através de uma variável *dummy* referente à presença das empresas no *Dow Jones Sustainability Group Index* (DJSGI). Mostra-se que as empresas são recompensadas no mercado por incluírem preocupações económicas, sociais e ambientais nas suas

estratégias de desenvolvimento. Os resultados do estudo apontam para efeitos positivos não só no valor da empresa (onde o Prémio de Sustentabilidade é estatisticamente significativo), como também no crescimento das vendas. Já Rossi (2009) analisaram todas as empresas brasileiras não financeiras cotadas no índice *São Paulo Stock Exchange* para o período 2005-2007. O valor da empresa também é representado pelo *Tobin's q* e a sustentabilidade assume uma variável *dummy* relativa à presença no *Bovespa Corporate Sustainability Index* (ISE). Os autores também concluem que a adoção de políticas de responsabilidade social aumenta o valor da empresa.

Com a integração das preocupações com a sociedade nas atividades desenvolvidas pelas organizações, os modelos de negócio registaram algumas alterações significativas. A maioria das definições de RSE apontam para a utilização de um modelo *triple bottom line* representado na Figura 2, que contempla não só o desempenho económico, como também o desempenho ambiental e social (Bassen *et al.*, 2006; Eccles *et al.*, 2012; Lo & Sheu, 2007).

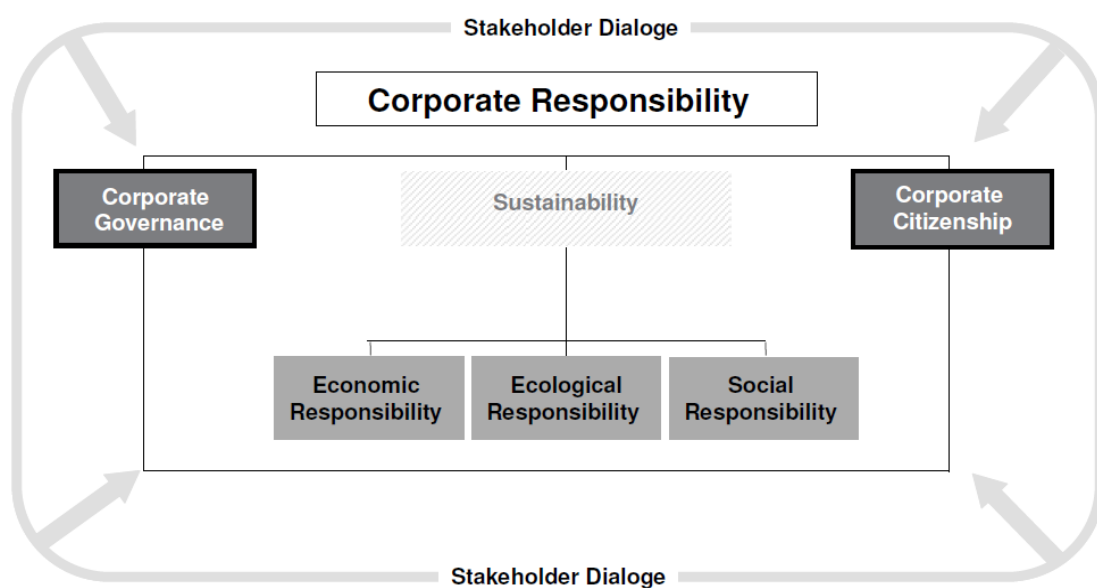


Figura 2. Abrangência do conceito de *Corporate Responsibility*

Fonte: Bassen *et al.* (2006, p. 6)

Por outro lado, Carroll (1979) refere que para se ter uma definição de responsabilidade social que atenda plenamente a toda a gama de obrigações de negócio que a empresa tem para com a sociedade, deve-se incorporar as categorias económicas, legais, éticas e discricionárias do negócio. Desta forma, cada responsabilidade é apenas parte da responsabilidade total do negócio.

No entanto, atendendo às especificidades da presente investigação, pretende-se analisar a evidência empírica existente através da divisão do desempenho de RSE pelas categorias utilizadas no estudo de Cheng *et al.* (2014), ou seja, desempenho ambiental, desempenho social e desempenho de governo das sociedades.

2.1.2.1. Desempenho ambiental

O crescimento da RSE pode estar relacionado com o aumento da preocupação ambiental e movimento verde, que se tem tornado popular através dos media (Roitto, 2013). Em 1989, o Fórum de Investimento Social introduziu a *Coalition for Environmentally Responsible Economies* (CERES), onde as principais ideias estavam refletidas nos *Valdez Principles*, nomeadamente o uso sustentável dos recursos naturais, a reciclagem, o uso sábio da energia, a comercialização de produtos de segurança e a biosfera (Heinkel, Kraus, & Zechner, 2001). Atualmente, várias organizações estão totalmente sensibilizadas e empreendem voluntariamente transformações ambientais nas suas operações e sistemas de produção, como critérios ambientais na escolha de fornecedores, práticas socialmente responsáveis, redução do consumo de recursos e diminuição da geração de resíduos na fase de utilização do produto (Prado-Lorenzo *et al.*, 2008).

Carroll (1979) acrescenta que determinadas questões têm uma preocupação variável para as empresas, consoante o setor onde estão inseridas. Por exemplo, um banco não é pressionado por questões ambientais da mesma forma como uma empresa industrial. Por sua vez, uma empresa industrial está mais envolvida com a questão da reciclagem do que uma companhia de seguros.

Por seu turno, Heinkel *et al.* (2001) consideram que existem três tipos de empresas no mercado: as empresas aceitáveis com tecnologias limpas, as empresas aceitáveis com tecnologias poluentes reformadas e as empresas inaceitáveis com tecnologias poluentes não reformadas. Assim, considera-se que em muitos casos é possível reduzir ou eliminar a poluição através de mudanças no processo de produção (Dowell, Hart, & Yeung, 2000). Logo, pode-se esperar que os gestores assumam uma postura cautelosa e adotem políticas rigorosas de desempenho ambiental, mas também se deve ter em atenção os motivos que os levam a comprometer-se com a gestão ambiental (exemplo: incentivos financeiros) (Guenster *et al.*, 2011). Neste sentido, Dowell *et al.* (2000) frisam que a adoção de normas ambientais acima das exigências evitam pressões dos *stakeholders*, o que pode

resultar em efeitos positivos para a reputação das empresas e produzir efeitos benéficos para a sua imagem pública face aos concorrentes.

Adicionalmente, Guenster *et al.* (2011) introduzem o conceito de ecoeficiência, definido como o valor económico que uma empresa cria sobre os resíduos que gera. Neste estudo, encontrou-se uma relação positiva (mas não linear) entre a ecoeficiência empresarial e o valor da empresa, sendo que esta relação se tem fortalecido nos últimos anos. Os resultados rejeitam fortemente a noção de que existe uma fraca probabilidade de que os benefícios da adoção de uma política ambiental compensem os custos. Além disso, defende-se que a decisão de implementar um estilo de gestão ambientalmente consciente não surge em detrimento de uma quebra no desempenho, mas que pode inclusive evitar desvantagens financeiras. Tendo em conta que os acionistas (e investidores em geral) devem utilizar critérios para além das abordagens convencionais, a fim de avaliar outros aspetos da atividade da empresa, como a qualidade de gestão e as perspetivas futuras de negócio, os autores provam que com a adoção de uma dimensão ambiental é possível obter benefícios sociais e melhorar a riqueza dos acionistas.

Por outro lado, Heinkel *et al.* (2001) provam que o investimento ético eliminatório (*exclusionary ethical investing*) conduz as empresas poluidoras a uma menor detenção por parte dos investidores, uma vez que os investidores verdes evitam investir em empresas poluidoras. Esta falta de partilha de risco entre os investidores não-verdes leva à redução do preço das ações e aumenta o custo de capital. Os autores encaram a fração de fundos controlada pelos investidores verdes, como um fator importante de incentivo para a reforma das empresas poluidoras, onde as estimativas do modelo utilizado indicam que são necessários cerca de 25% dos investidores verdes para induzir reformas em qualquer empresa poluidora.

De realçar que Heinkel *et al.* (2001) defendem que diferentes investidores éticos aplicam diferentes critérios éticos. Como exemplos, tem-se a *Fidelity Select Portfolio/Environmental Services Fund*, que seleciona as empresas pela gestão de resíduos e produção de energia. Já o *PAX World Fund* combina cenários ambientais com outros cenários. Quanto ao *Progressive Environmental Fund*, concentra-se em produtores de energia alternativa e empresas com objetivos sociais bem definidos.

Não existem dúvidas de que os relatórios financeiros sobre o desempenho passado são importantes, mas ressalva-se que não são suficientes para revelar os ativos intangíveis das empresas, ou os riscos e oportunidades que elas enfrentam no mercado (Lo & Sheu, 2007). Neste sentido, Anderson e Frankle (1980) provam que o mercado atribuiu grande valorização à divulgação social das empresas e que esta informação pode ser tão

importante, como quaisquer outros dados financeiros ou não financeiros relativos à atividade da empresa. Embora a divulgação social tenha carácter voluntário, os autores alertam para a tendência por parte das empresas para divulgarem apenas as realizações favoráveis e não seguirem princípios contabilísticos geralmente aceites. Por outro lado, a publicação de informações extra financeiras possui o potencial de melhorar a previsão de falência (Goss, 2007).

É importante realçar que a divulgação de informações sobre as atividades de responsabilidade social assume-se como uma forma de comunicar que os valores da empresa estão em linha com os valores do público (Roitto, 2013), pelo que pode ser realizada de forma voluntária nos relatórios anuais das empresas e/ou relatórios autónomos (tipicamente conhecidos como relatórios de sustentabilidade). Para que estes relatórios sejam úteis, é necessário existir um consenso sobre o tipo de informação divulgada, o modelo de relatório utilizado e a fiabilidade do processo de avaliação e auditoria (European Commission, 2001). Em média, um relatório de sustentabilidade tem 36 páginas, sendo que a publicação de relatórios autónomos demonstra o esforço para melhorar a transparência e fornecer informações úteis para os investidores avaliarem a sustentabilidade das empresas a longo-prazo (Dhaliwal *et al.*, 2011).

Existe um grande número de compromissos e acordos voluntários, onde as principais iniciativas na área da RSE são a *OECD guidelines for Multinational Enterprises*, *ILO Conventions on Workplace Practice*, *UN Global Compact*, *Global Reporting Initiative (GRI)*, *International Organization for Standardization (ISO)* (incluindo a ISO 14001S e ISO 26000), *Accountability 1000S (AA1000S)* e *Social Accountability 8000 (SA8000)* (European Commission, 2001, 2011).

Neste sentido, alguns autores citam a importância que as diretrizes da GRI têm para a elaboração dos relatórios de sustentabilidade (Roitto, 2013; Sahlin-Andersson, 2006). Este processo é tratado por uma organização permanente, independente e com sede em Amesterdão (Holanda) desde 1997 (Sahlin-Andersson, 2006). Através de uma rede global composta por cerca de 30.000 pessoas (com uma grande proporção de especialistas em sustentabilidade), a GRI visa combinar a rendibilidade de longo-prazo com a justiça social e consciência ambiental, oferecendo os meios para as organizações iniciarem os seus próprios relatórios de sustentabilidade, de modo a aumentar a sua transparência e prestação de contas para um grande grupo de *stakeholders* (Roitto, 2013). Todas as diretrizes seguem um sistema em que existem três níveis de divulgação (A, B e C), onde cada nível é mais exigente que o anterior e requer maior esforço por parte da empresa (o

nível A contém a informação mais detalhada). Os indicadores de desempenho da GRI são definidos em três grupos: económico, ambiental e social.

Estabelecendo o foco no aspeto ambiental, Eugénio (2009, p. 22) defende que “as matérias ambientais devem ser objeto de divulgação na medida em que sejam materialmente relevantes para a avaliação do desempenho financeiro ou para a posição financeira da entidade”. A autora refere que em Portugal a única Diretriz de Revisão/Auditoria (DRA) publicada pela Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (OROC) é a DRA 850, referente à gestão de embalagens e resíduos de embalagens. Quanto às normas de contabilidade, a Diretriz Contabilística (DC) 29 (Matérias Ambientais) e a Interpretação Técnica (IT) 4 (Direitos de emissão) são documentos de leitura obrigatória, pois fornecem orientações concretas da informação que deve ser divulgada no relatório e contas. De realçar que com a introdução do Sistema de Normalização Contabilística (SNC), a DC 29 assumiu a designação de Norma Contabilística e de Relato Financeiro (NCRF) 26 (Matérias Ambientais), sendo que o seu conteúdo não registou alterações significativas.

Em termos de normas europeias, Eugénio (2009) destaca a Recomendação da Comissão Europeia de 30 de maio de 2001, referente ao reconhecimento, valorimetria e prestação de informações sobre as questões ambientais nas contas e no relatório de gestão das sociedades. A nível internacional, ressalva-se que o *International Accounting Standards Board* (IASB) promulga diversas Normas Internacionais de Relato Financeiro (NIRF), que incluem as disposições e princípios contabilísticos para o tratamento das matérias ambientais (embora não exista nenhuma NIRF que trate exclusivamente as matérias ambientais). No entanto, ressalva-se que também existem algumas Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) promulgadas pelo anterior *International Accounting Standards Committee* (IASC) referentes a estas temáticas.

Dowell *et al.* (2000) realçam que existem forças para encorajar as empresas multinacionais a integrar e padronizar as suas práticas ambientais a nível global. Isto pode fazer sentido quando as normas globais excedem as normas que são exigidas por algumas leis ou regulamentos locais, especialmente nos casos em que as leis e regulamentos se tornam mais rigorosas, na sequência de um crescimento da economia. Para este estudo, os autores consideraram uma amostra composta pelas empresas pertencentes ao índice *S&P 500* para o período 1994-1997, onde o *Tobin's q* representa o valor da empresa e a pontuação ambiental retirada do *Investor Responsibility Research Center's* (IRRC) é a variável independente. Além disso, o modelo conta ainda com um conjunto de variáveis de controlo, nomeadamente a intensidade de Investigação e Desenvolvimento (I&D), a intensidade da publicidade, a alavancagem, a multinacionalidade e a dimensão da

empresa. Os resultados provam que as empresas que adotam um padrão único ambiental rigoroso têm maior valorização de mercado, quando comparadas com as empresas que são menos rigorosas neste aspeto.

2.1.2.2. Desempenho social

Estabelecendo o foco no aspeto social, Carroll (1979) defende que as empresas têm determinadas responsabilidades éticas para com a sociedade. Assim, existem comportamentos e atividades adicionais que são esperados dos negócios pelos membros da sociedade.

Os compromissos éticos das organizações são representados pelas ações quotidianas dos funcionários na sua vida pessoal e profissional em diversas iniciativas, como projetos de limpeza ambiental, programas de qualidade de vida dos trabalhadores e campanhas de caridade (Hill *et al.*, 2003). Nota-se que atividades como a segurança dos produtos, a segurança e saúde ocupacional, a ética nos negócios, a preocupação com o meio ambiente, o consumismo e a discriminação no emprego aumentaram a sua preponderância, sobretudo a partir da década de 1970 (Carroll, 1979). Estas atividades trazem louvor externo e promovem melhorias no relacionamento com os colaboradores, consumidores e público em geral, aspetos considerados essenciais para o reconhecimento interior e exterior da empresa (Hill *et al.*, 2003). Desta forma, os gestores de topo devem utilizar o desempenho social das empresas como uma alavanca de reputação e estarem atentos às perceções de terceiros (Orlitzky *et al.*, 2003).

Segundo Abbott e Monsen (1979), existem três tipos de pesquisa publicados para as atividades sociais empresariais: contabilidade social, onde se adicionam categorias que pertencem ao impacto social, através de um sistema de contabilidade formal; escalas de reputação, que são utilizadas para estudar a imagem da empresa e obter a resposta do público a um fenómeno social; análise de conteúdo das publicações empresariais, neste caso analisam-se os documentos e relatórios de empresas destinados a fins de comunicação, como relatórios anuais, manuais de pessoal e jornais de funcionários, entre outros.

Tendo em conta o meio envolvente em que a empresa está inserida, Brammer *et al.* (2006) referem que a consciência social pode aumentar a rendibilidade de uma empresa, uma vez que ajuda a satisfazer as necessidades dos seus *stakeholders*. O conceito de “*stakeholders*” é entendido por Freeman e McVea (2001) como uma oportunidade para unir

outros conceitos, como Teoria da Agência, custos de transação, relações humanas, ética e até mesmo ambiente. Verifica-se que a empresa não pode maximizar o seu valor quando ignora o interesse dos seus *stakeholders*, pelo que deve não só satisfazer, como conseguir o apoio de todos os intervenientes da empresa (Jensen, 2001). Neste sentido, sugere-se que os gestores devem formular e implementar processos que integrem todos os grupos (acionistas, trabalhadores, clientes, fornecedores, comunidades, entre outros) com influência direta no sucesso da empresa a longo-prazo, a fim de conciliar os seus interesses com a própria finalidade da empresa, de forma coerente e estratégica (Freeman & McVea, 2001).

Verifica-se que para desenvolver a RSE, é necessário estabelecer um compromisso entre diversas entidades (European Commission, 2011). Segundo este documento, as autoridades públicas devem promover a transparência, criar incentivos de mercado e garantir a prestação de contas das empresas. Já as empresas devem flexibilizar as suas operações, como forma de desenvolver uma abordagem à RSE que se torne adequada às suas circunstâncias. Os sindicatos devem identificar de forma construtiva quais os reais problemas das empresas e prestar auxílio na procura de soluções úteis. Quanto aos consumidores e investidores, através das suas decisões de consumo e investimento, podem valorizar as empresas ao atribuir preferência às que se assumem como socialmente responsáveis. Por outro lado, os meios de comunicação social devem exercer impacto na sociedade, ao evidenciar os aspetos positivos e negativos das empresas. Por fim, os órgãos políticos têm a responsabilidade de demonstrar responsabilidade social, especialmente no seu relacionamento com as empresas.

Nota-se que as obrigações da empresa têm alterado gradualmente, de uma visão estreita do acionista para a inclusão de um grupo mais vasto de *stakeholders* (Roitto, 2013). Assim, Jones (1995) defende que as empresas que estabelecem relações de confiança e cooperação com os seus *stakeholders* possuem uma vantagem competitiva perante as que não usam esses critérios, na medida em que esta interação é útil para a resolução de alguns problemas relacionados com o oportunismo. Segundo Ruf *et al.* (2001), as empresas têm que escolher se exibem um comportamento de cooperação com os *stakeholders* ou se realizam a ação de forma oportunista. Os autores argumentam que um comportamento oportunista pode levar os *stakeholders* a confrontarem a empresa, quer diretamente (através de greves e boicotes) ou através de grupos mais poderosos, tais como o governo ou os sindicatos. Por outro lado, indicam que quando as expectativas dos *stakeholders* são encaradas como um investimento estratégico, as empresas podem desenvolver respostas específicas que satisfaçam as expectativas destes intervenientes e forneçam capacidades adicionais.

Neste sentido, Choi e Wang (2009) indicam que as boas relações que as empresas estabelecem com os seus *stakeholders* são consideradas valiosas, raras e difíceis de imitar e podem ajudar as empresas a sustentar os seus lucros ou a recuperar rapidamente de um mau desempenho. De modo particular, as empresas que têm uma comunicação eficaz conseguem manter o apoio dos *stakeholders*, podendo beneficiar destas boas relações quando os resultados não se apresentarem a seu favor (Choi & Wang, 2009; Freeman & McVea, 2001).

Para as empresas que possuem um nível de RSE mais baixo, a sua base de investidores é menor e os seus riscos percebidos são maiores (Bassen *et al.*, 2006; El Ghouli *et al.*, 2011; Mcguire *et al.*, 1988). Mcguire *et al.* (1988) referem que um défice de responsabilidade social pode expor a empresa ao risco adicional de ações judiciais e multas, o que poderá limitar as suas opções estratégicas. Quando tal sucede, os autores sugerem que as empresas devem proporcionar aos investidores a obtenção de rendibilidades elevadas, que justifiquem o acréscimo de risco.

Quanto maior for o risco de uma empresa, maior será o seu custo de capital próprio ou custo da dívida, pelo que para um investimento ser rentável a rendibilidade do capital deve ser maior que o custo de capital (Bassen *et al.*, 2006). Por seu turno, a participação das empresas em setores como o tabaco e energia nuclear aumenta o seu custo de capital (El Ghouli *et al.*, 2011).

Verifica-se que as empresas que são líderes ambientais e sociais têm investimentos menos arriscados, o que representa um custo de capital mais baixo (Bassen *et al.*, 2006; Guenster *et al.*, 2011). Neste sentido, os efeitos da preferência surgem quando os investidores estão dispostos a aceitar uma menor taxa de rendibilidade para uma organização que apoia uma causa social (Richardson & Welker, 2001).

Apesar de Richardson e Welker (2001) terem encontrado uma relação positiva e significativa entre as divulgações sociais e o custo do capital, na maioria dos estudos verifica-se que os desempenhos superiores em RSE conduzem a uma menor exposição ao risco e a uma redução do custo do capital próprio, o que contribui para a atração de investidores institucionais (Bassen *et al.*, 2006; Dhaliwal *et al.*, 2011; El Ghouli *et al.*, 2011; Lee & Faff, 2009). O facto de os investidores verem determinada empresa como socialmente responsável, pode trazer impactos positivos para a sua valorização a longo-prazo (Hill *et al.*, 2007). Neste sentido, ressalva-se que o comportamento pró-social dos investidores, consumidores e trabalhadores é influenciado por diversos motivos, como o altruísmo intrínseco, incentivos materiais (definidos por lei e impostos) e preocupações sociais ou de autoestima (Bénabou & Tirole, 2010). Logo, as empresas com estratégias de

desenvolvimento notavelmente sustentáveis são mais propensas a serem recomendadas pelos investidores (Lo & Sheu, 2007).

Adicionalmente, verifica-se que a RSE também tem impacto significativo na atratividade da empresa, enquanto entidade empregadora. Turban e Greening (1997) argumentam que, as empresas com maior desempenho social são encaradas pelos potenciais candidatos como empregadores mais atraentes, quando comparadas com as empresas com menor desempenho social. Já Spence (1973) mostra que o empregador não tem a certeza da capacidade produtiva do trabalhador no momento da contratação, nem essas informações estão disponíveis imediatamente após a sua entrada na empresa. Numa altura em que o sucesso empresarial depende cada vez mais de um trabalho realizado com elevada qualidade, a imagem das empresas pode tornar-se numa importante fonte de vantagem competitiva, na medida em que lhes permite atrair recursos humanos de alta qualidade (Turban & Greening, 1997).

Por outro lado, as empresas podem melhorar a sua produtividade através do aumento da satisfação dos seus colaboradores (Ruf *et al.*, 2001). De modo particular, Prado-Lorenzo *et al.* (2008) mostram que em Espanha existe uma extensa implementação de práticas destinadas a garantir locais de trabalho seguros (tanto do ponto de vista físico, como psicológico), com vista a promover os direitos e a liberdade dos trabalhadores.

É importante referir que existem dificuldades básicas para medir o envolvimento social das empresas (Abbott & Monsen, 1979; Barnea & Rubin, 2010). De modo particular, Abbott e Monsen (1979) destacam a indisponibilidade de informações detalhadas em termos quantitativos (monetários e outras formas) das atividades sociais com relevância para a rubrica de responsabilidades sociais, bem como a dificuldade de que a metodologia aplicada seja elaborada pelos investigadores (e não pelas empresas).

Para Carroll (1979), a empresa deve delinear a sua “capacidade de resposta social”, que pode variar entre nenhuma resposta (não fazer nada) ou uma resposta pró-ativa (fazer muito). Tudo depende da forma como a empresa definir a sua filosofia, modo ou estratégia utilizada para gerir a responsabilidade social e as questões sociais.

2.1.2.3. Desempenho de governo das sociedades

Navarro (1988) divide os estudos de RSE em duas perspetivas essenciais: a perspetiva conservadora, que defende que as empresas efetuam a caridade com vista à maximização

dos lucros dos acionistas e satisfação dos objetivos dos gestores, e a perspectiva liberal, onde as empresas têm a responsabilidade social de contribuir para todas as obrigações que transcendam os acionistas, devendo preocupar-se mais com o bem-estar social e distribuição de resultados, do que com os direitos dos acionistas e perdas de eficiência.

Por sua vez, Barnea e Rubin (2010) argumentam que as decisões das empresas são tomadas com o intuito de maximizar o seu valor, logo o nível escolhido de despesas de RSE deve ser coerente com tais objetivos. Assim, quando os gestores das empresas têm um incentivo para aumentar as despesas de RSE para um nível maior do que aquele que maximiza o valor da empresa, podem obter um retorno através de uma classificação alta de RSE, o que pode favorecer a sua reputação como indivíduos que respeitam os seus empregados, comunidade e meio ambiente. Por outro lado, Galaskiewicz (1997) refere que quando os gestores assistem a um decréscimo do desempenho das empresas ou ficam sujeitos a um controlo por parte dos acionistas, estão sob maior escrutínio, serão mais responsáveis pelas suas ações e terão menores incentivos para a utilização dos lucros para promover a sua própria ascensão social.

Neste sentido, Cheng *et al.* (2014) realçam que a RSE é vista como um mecanismo que permite às empresas realizarem investimentos rentáveis. No entanto, Stein (2003) mostra que os problemas de assimetria de informação e custos de agência podem influenciar a eficiência dos investimentos realizados. Estes problemas surgem quando o capital das empresas é obtido através do mercado de capitais externo (por dívida externa, obtida através dos bancos ou outras instituições financeiras) e mercado de capitais interno (investimento dos acionistas). Nestas situações, o gestor mais próximo pode ter mais informações sobre as suas perspectivas para a empresa, mas pode simultaneamente omitir essas informações (exemplo: referir que a perspectiva é melhor, do que ela realmente é).

É então criada uma relação de agência, que Jensen e Meckling (1976) definem como um contrato em que uma ou mais pessoas envolvem outra pessoa (agente) para realizar algum serviço em seu nome, que envolve delegar algumas tomadas de decisão para o agente. Por sua vez, Harris e Raviv (1991) argumentam que os custos de agência são originados pelos conflitos de interesses entre gestores e acionistas, resultantes do facto dos gestores deterem menos de 100% da dívida residual da empresa. Consequentemente, os gestores não captam todo o ganho das suas atividades de enriquecimento, mas suportam a totalidade dos custos dessas atividades. Por outro lado, o contrato da dívida fornece aos acionistas um incentivo para investirem sub-otimamente, e assim capturarem a maior parte do lucro. Neste sentido, os autores defendem que quanto maior for a fração de capital por

parte do gerente (mantendo o mesmo nível de endividamento), maior será a sua participação no capital e menor o conflito entre gestores e acionistas.

De realçar que a magnitude dos custos de agência irá variar de empresa para empresa, dependendo da preferência dos gestores, da facilidade com que eles exercem as suas próprias preferências (em oposição à maximização de valor na tomada de decisão e dos custos de atividades de controlo) (Jensen & Meckling, 1976). Para Stein (1989), uma visão de agência pura é implicitamente otimista, onde apenas os investimentos indesejáveis serão eliminados, enquanto os dignos serão preservados.

Já Barnea e Rubin (2010) consideram que, a maioria dos conflitos de agência são interpretados como comportamentos de autosserviço dos gestores (em detrimento dos acionistas), pelo que se sugere que o conflito de RSE gera um maior alinhamento entre os objetivos empresariais e sociais. Numa perspetiva de bem-estar social, os autores argumentam que este conflito aumenta o bem-estar global se as empresas obtiverem uma vantagem relativa em contribuir para o benefício da sociedade.

Neste sentido, torna-se relevante introduzir o conceito de *Corporate Governance* (ou governo das sociedades). Segundo a definição incluída em Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD] (2004), o governo das sociedades está relacionado com o sistema através do qual as empresas são dirigidas e controladas. De acordo com este documento, o governo das sociedades também incorpora a estrutura específica das empresas, distribuição dos direitos e das responsabilidades dos diferentes intervenientes da empresa (como o conselho de administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes) e fornece as regras e procedimentos para o processo da tomada de decisão. A presença de um sistema de governo das sociedades eficaz dentro de uma empresa aumenta a confiança dos investidores, o que resulta num menor custo de capital, servindo também de incentivo para a utilização de recursos de forma mais eficiente. Desta forma, trata-se de um elemento chave para a melhoria da eficiência e crescimento económico, que favorece o processo de definição, alcance e controlo de desempenho dos objetivos definidos pelas organizações.

Para além disso, Jo e Harjoto (2011) provam que o nível de RSE está positivamente correlacionado com os sistemas de governo das sociedades, que incluem a liderança do conselho, a independência do conselho, a propriedade institucional, analista seguinte e disposições *antitakeover*. Neste sentido, as empresas que têm um melhor governo das sociedades devem ter maior valorização, pelo que é possível reduzir o seu custo de capital próprio, através da redução dos custos de agência e assimetrias de informação (Chen, Chen, & Wei, 2009). Por outro lado, Chi (2005) argumenta que quando o valor de uma

empresa diminui, os acionistas estão mais insatisfeitos e mais propensos a disciplinar os gestores. A verificar-se esta situação, os gestores evitam ser disciplinados, pelo que tendem a adotar mais disposições de governo, a fim de restringir os direitos dos acionistas. Desta forma, os investidores podem evitar tais ocorrências, ao adquirir a empresa e retirar os gestores incompetentes.

Chen *et al.* (2009) realçam que um governo das sociedades autodisciplinado é mais eficaz na redução do custo de capital em países onde existem fracos mecanismos externos de governo das sociedades (como a proteção jurídica aos investidores). Atendendo ao facto que os EUA representam o país que oferece uma maior proteção ao investidor, este estudo mostra também que grande parte dos investidores institucionais por todo o mundo só estão dispostos a pagar um prémio mais elevado (superior a 20% da cotação das ações) para as empresas que tenham um bom governo das sociedades, mas que estejam situadas em países onde existe fraca proteção legal dos investidores. Os autores acrescentam ainda que caso os investidores não percebam que o meio ambiental legal é muito mais forte nos EUA do que em outros países, podem estar dispostos a pagar um prémio maior para as empresas deste país, do que para as empresas que possuem um melhor governo das sociedades. Ao contrário dos países emergentes, verifica-se que nos EUA a associação entre governo das sociedades e custo de capital poderá ter ficado mais forte na sequência da recente crise financeira mundial de 2008.

Por outro lado, Stein (1989) destaca que a pressão excessiva do mercado de capitais pode ter efeitos adversos sobre o desempenho da empresa. De modo particular, o autor refere que os gestores norte-americanos queixam-se frequentemente disso, argumentando que esta pressão interfere com a capacidade de prossecução dos objetivos de longo-prazo. O estudo destaca ainda a importância dos horizontes dos gestores, sendo que horizontes curtos conduzem a comportamentos míopes. Estes comportamentos sucedem quando as empresas tentam enganar o mercado e prever ganhos futuros elevados, sendo caracterizado pelas seguintes imperfeições: (1) a invisibilidade de alguma ação de gestão, (2) a informação ex-ante superior por parte dos gestores e (3) a ineficiência no preço das ações. Importante realçar que numa situação de equilíbrio o mercado não se deixa enganar, mas o comportamento míope por parte das empresas mantém-se.

Para os gestores que pensam prosseguir as ações sociais, é necessário ter em consideração que as suas hipóteses de aprovação estão condicionadas pela estrutura de propriedade da empresa (Cruz, Larraza-Kintana, Garcés-Galdeano, & Berrone, 2014). Neste sentido, se uma empresa é gerida pelo proprietário, ele irá tomar decisões que maximizem a sua utilidade (Jensen & Meckling, 1976).

De realçar que quando as despesas de RSE estão num ponto que reduz o valor da empresa, será de esperar uma relação negativa entre as políticas de RSE e a posse de informação privilegiada (Barnea & Rubin, 2010). Por outro lado, Galaskiewicz (1997) defende que a presença de um grande acionista (interno ou externo) torna a gestão da empresa mais responsável.

Godos-Díez, Fernández-Gago, Cabeza-García e Martínez-Campillo (2014) analisaram a importância da estrutura de propriedade e da gestão de topo para a implementação de práticas de RSE, considerando uma amostra constituída por 101 empresas espanholas não cotadas. Os resultados mostram que uma elevada concentração de propriedade nas empresas conduz a uma influência positiva e significativa nas práticas de RSE. Por outro lado, nota-se que tal influência é exercida (pelo menos em parte) através de um *Chief Executive Officer* (CEO) com um perfil mais próximo de gestor do que de um agente, ou seja, com maior foco nos interesses dos *stakeholders* e nas políticas de RSE.

2.2. Restrições de financiamento das empresas

A análise das decisões de investimento das empresas ocupa um lugar de destaque nos programas de pesquisa de macroeconomia, economia pública, organização industrial e finanças empresariais (Hubbard, 1998). Assim, nos últimos anos alguns investigadores estenderam os modelos convencionais de investimento em capital fixo das empresas, a fim de incorporar o papel das restrições de financiamento na determinação do investimento.

Neste sentido, Kaplan e Zingales (1997) definem restrições de financiamento como uma folga que as empresas enfrentam entre o custo dos fundos internos e externos. Por outro lado, Lamont *et al.* (2001) afirmam que as restrições de financiamento ocorrem quando a empresa não é capaz de financiar todos os projetos que quer. O estudo aponta como possíveis razões as restrições de crédito ou incapacidade de contrair empréstimos, a incapacidade de emitir ações, a dependência de empréstimos bancários, a falta de liquidez dos ativos ou fenómenos similares.

Por outro lado, Hubbard (1998) considera que uma empresa é irrestrita quando possui recursos financeiros significativos, pelo que deve investir até que o seu capital atinga o nível desejado. O autor sugere que a triagem entre empresas restritas e empresas irrestritas deve centrar-se sobre as características de uma empresa que estão associadas aos seus gastos, ou seja, deve-se tentar identificar as empresas que podem enfrentar uma dispersão significativa entre o custo de financiamento interno e externo. Como

características plausíveis, os autores apontam a dimensão da empresa, a idade, as relações com os grupos industriais ou financeiros, a presença de avaliação de títulos ou programas de papel comercial, bem como a política de dividendos da empresa.

Adicionalmente, Almeida, Campello e Weisbach (2004) referem que os modelos indicam que as restrições de financiamento devem estar relacionadas com a propensão de uma empresa para guardar dinheiro fora dos fluxos de caixa, conhecida como sensibilidade do do fluxo de caixa (obtida através da relação entre o fluxo de caixa e o investimento). De modo particular, as empresas irrestritas não devem exibir uma propensão sistemática para guardar dinheiro, enquanto as empresas restritas devem ter uma sensibilidade do fluxo de caixa positiva. Na generalidade dos casos, as empresas dependentes de capital tendem a ser jovens, com elevada alavancagem, baixos saldos de caixa, elevada volatilidade do fluxo de caixa (e portanto baixo nível de dívida incremental) e elevadas oportunidades de investimento (Baker, Stein, & Wurgler, 2003).

Importante realçar que o crescimento da maior parte das empresas é limitado pelo financiamento interno, em conjunto com um pequeno efeito de alavancagem (Carpenter & Petersen, 2002). Neste sentido, Campello *et al.* (2010) realizaram um estudo para 1.050 empresas públicas e privadas inseridas em 39 países, distribuídos pelos EUA (574 empresas), Europa (192 empresas) e Ásia (284 empresas), com dados referentes ao 4º trimestre de 2008. Os autores concluíram que cerca de 90% das empresas com restrições de financiamento consideram que as dificuldades financeiras criam entraves à procura de projetos atraentes, sendo que mais de metade admite mesmo serem forçadas a cancelar investimentos valiosos. De modo particular, verificou-se que durante a crise financeira que afetou a economia mundial em 2008, cerca de 86% das empresas norte-americanas ignoraram projetos de investimento atraentes devido a restrições de financiamento e dificuldades na obtenção de fundos externos.

Nota-se também que as imperfeições de mercado restringem a capacidade das empresas para financiar projetos de investimento (Beck, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2005; Hubbard, 1998). No entanto, Carpenter e Petersen (2002) indicam que o uso extensivo do financiamento por dívida não é apropriado para as empresas, especialmente para aquelas em que os projetos têm escassas garantias derivado à especificidade dos ativos.

Além disso, Campello *et al.* (2010) defendem que as empresas com maiores níveis de restrições de financiamento têm necessidade de planejar cortes profundos em gastos de tecnologia, emprego e despesas de capital, bem como efetuar vendas de recursos para financiar as suas operações. De modo particular, os autores realçam que a incapacidade de obter financiamento externo leva a que muitas empresas ignorem oportunidades de

investimento atraentes. Por seu turno, Almeida *et al.* (2004) indicam que as empresas restritas irão escolher a sua política de caixa ideal, a fim de equilibrar a rendibilidade dos investimentos atuais e futuros. Já quanto às empresas irrestritas financeiramente, ressalva-se que não têm nenhum uso para o dinheiro, mas também não enfrentam custos de detenção do dinheiro.

Hubbard (1998) acrescenta ainda que, a suposição de que um determinado grupo de empresas enfrenta financiamento externo caro é analiticamente e empiricamente conveniente. No entanto, o autor sugere que é mais plausível que as empresas alternem entre regimes restritos e irrestritos, mediante as alterações nas oportunidades de investimento e disponibilidade de financiamento interno e externo.

2.2.1. Índice KZ

Diversos estudos têm sido realizados para mensurar o impacto das restrições de financiamento nas decisões de investimento das empresas. Apesar de existirem outras formas de medir as restrições de financiamento, a que reúne maior consenso entre os investigadores desta área é o índice KZ.

O índice KZ foi desenvolvido inicialmente por Kaplan e Zingales (1997), e posteriormente reformulado por Baker *et al.* (2003). Trata-se de um índice amplamente utilizado por diversos autores desta área (por exemplo, Almeida *et al.*, 2004; Baker *et al.*, 2003; Cheng *et al.*, 2014; Hong *et al.*, 2012; Lamont *et al.*, 2001): permite realizar um estudo aprofundado sobre as restrições de financiamento das empresas (Lamont *et al.*, 2001). No presente estudo, irá utilizar-se a seguinte expressão concebida por Baker *et al.* (2003) e mais tarde utilizada por Cheng *et al.* (2014):

$$KZindex_{it} = -1.002 \cdot \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} - 39.368 \cdot \frac{DIV_{it}}{A_{it-1}} - 1.315 \frac{C_{it}}{A_{it-1}} + 3.139 \cdot LEV_{it} + 0.283 \cdot Q_{it} \quad (1)$$

A equação é dividida em cinco parcelas, onde:

$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$ = Fluxo de caixa do ano t dividido pelo Total do ativo do ano t-1;

$\frac{DIV_{it}}{A_{it-1}}$ = Total de Dividendos do ano t sobre o Total do ativo do ano t-1;

$$\frac{C_{it}}{A_{it-1}} = \text{Saldo de caixa do ano t dividido pelo Total do ativo do ano t-1;}$$

$$LEV_{it} = \text{Rácio de endividamento;}$$

$$Q_{it} = (\text{Valor de mercado das ações} + \text{Total do ativo do ano t} - \text{Valor contábilístico do Capital Próprio}) / \text{Total do ativo do ano t.}$$

Quando se regista um elevado índice KZ, significa que as empresas têm um elevado endividamento, bem como um nível baixo de meios financeiros líquidos e de dividendos (Lamont *et al.*, 2001).

2.2.2. Medidas de restrições de financiamento

Os primeiros estudos na área das restrições de financiamento estão representados na Tabela 3, onde é analisada a relação entre as imperfeições do mercado de capitais (variável independente) e o valor da empresa (variável dependente). Os resultados apontam para uma relação negativa e significativa em ambos os estudos.

Tabela 3: **Evidências empíricas sobre o impacto das imperfeições do mercado de capitais sobre o valor das empresas**

Autores	Ano	Região da Amostra	Período	Métrica de Valor da Empresa	Relação	
					Direção	Significância
Fazzari <i>et al.</i>	1988	EUA	1970-1984	Q	Negativa	Sim
Kaplan e Zingales	1997	EUA	1970-1984	Q	Negativa	Sim

Nota. Na primeira coluna, apresentam-se os estudos que analisaram a relação entre as imperfeições do mercado de capitais e o valor das empresas. Na segunda coluna, refere-se o ano de pesquisa. Na terceira coluna, indica-se a região da amostra. Na quarta coluna, refere-se o período do estudo em causa. Na quinta coluna, descrevem-se as métricas de valor da empresa. Na sexta coluna, constata-se a direção da relação. Na sétima coluna, indica-se se foi obtida evidência estatística que corroborasse a hipótese. Q representa o valor da empresa calculada pelo valor do *Tobin's q Index*.

Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) consideraram uma amostra de 421 empresas industriais norte-americanas pertencentes ao setor da produção para o período de 1970-1984, a fim de analisar o impacto das restrições de financiamento (resultantes da

assimetria de informação) no investimento das empresas. Para mensurar as imperfeições do mercado de capitais, as empresas são divididas em quatro grupos: Classe 1 – Dividendos/Rendimento < 0.1 nos últimos 10 anos; Classe 2 – Dividendos/Rendimento < 0.2 nos últimos 10 anos (consideradas empresas que não estão na Classe 1); Classe 3 – Dividendos/Rendimento < 0.4 nos últimos 10 anos (consideradas empresas que não estão na Classe 1 nem na Classe 2); Classe 4 – Restantes empresas. Por outro lado, o *Tobin's q* foi utilizado para mensurar o valor de mercado da empresa. Os autores concluíram que as imperfeições no mercado de capitais podem limitar a disponibilidade de financiamento externo a determinados tipos de empresas. Assim, quanto mais grave for a assimetria da informação, maior a probabilidade de que o financiamento externo seja muito caro ou indisponível.

Mais tarde, Kaplan e Zingales (1997) seguiram a mesma metodologia de Fazzari *et al.* (1988), mas consideraram apenas uma amostra para 49 empresas industriais com baixo nível de pagamentos de dividendos entre 1970-1984 (pagamentos de dividendos menores que 10% nos últimos 10 dos 15 anos considerados). Os resultados indicam que as empresas que aparentam ter menores restrições de financiamento têm maior sensibilidade do fluxo de caixa, do que as empresas que surgem como mais financeiramente restritas. Neste estudo, defende-se que esta relação pode agravar-se através da presença de gestores irracionais ou avessos ao risco, que escolhem confiar plenamente no fluxo de caixa interno para investir (apesar da existência de financiamento a custos mais baixos). Os autores sugerem ainda que as empresas que apenas aumentam o investimento quando têm fluxos de caixa para tal, irão apresentar uma sensibilidade elevada à variação do fluxo de caixa e uma menor probabilidade de se tornarem restritas posteriormente. Por outro lado, as empresas que aumentam o investimento quando apresentam fluxos de caixa escassos para esse fim, irão exibir uma sensibilidade do fluxo de caixa baixa e uma maior probabilidade de apresentarem restrições de financiamento no futuro.

Adicionalmente, Almeida *et al.* (2004) avaliaram os dados de 3.547 empresas industriais para o período 1971-2000, e encontraram evidência de que as empresas que têm maior propensão a restrições de financiamento exibem uma sensibilidade do fluxo de caixa positiva e significativa (apenas foram encontrados resultados contraditórios para o índice KZ). Argumenta-se ainda que numa recessão, as empresas financeiramente restritas devem guardar uma maior proporção do seu fluxo de caixa, enquanto as políticas de caixa das empresas irrestritas não devem apresentar mudanças sistemáticas em resposta a choques macroeconómicos.

Outros autores analisaram a relação entre as restrições de financiamento (variável independente) e a rentabilidade da empresa (variável dependente). Na Tabela 4, verifica-se que o índice KZ é utilizado na maioria dos estudos, sendo que na maioria das evidências empíricas se sugere que existe uma relação negativa e significativa entre as variáveis consideradas.

Tabela 4: **Evidências empíricas sobre o impacto da rentabilidade sobre as restrições de financiamento das empresas**

Autores	Ano	Região da Amostra	Período	Métrica de Restrições de Financiamento	Relação	
					Direção	Significância
Lamont <i>et al.</i>	2001	EUA	1968-1997	KZ	Negativa	Sim
Baker <i>et al.</i>	2003	EUA	1980-1999	KZ	Negativa	Sim
Whited e Wu	2006	EUA	1975-2001	WW	Positiva	Sim
Hadlock e Pierce	2010	EUA	1995-2004	SA	Negativa	Sim

Nota. Na primeira coluna, apresentam-se os estudos que analisaram a relação entre as restrições de financiamento e a rentabilidade das empresas. Na segunda coluna, refere-se o ano de pesquisa. Na terceira coluna, indica-se a região da amostra. Na quarta coluna, refere-se o período do estudo em causa. Na quinta coluna, descrevem-se as métricas de restrições de financiamento. Na sexta coluna, constata-se a direção da relação. Na sétima coluna, indica-se se foi obtida evidência estatística que corroborasse a hipótese. KZ representa o índice de restrições de financiamento desenvolvido por Kaplan e Zingales (1997). WW representa o índice de restrições de financiamento desenvolvido por Whited e Wu (2006). SA representa o índice de restrições de financiamento desenvolvido por Hadlock e Pierce (2010).

Lamont *et al.* (2001) analisaram os dados para um conjunto de empresas industriais referentes ao horizonte temporal 1968-1997, onde o índice KZ é utilizado para mensurar as restrições de financiamento. Por outro lado, os dados para a rentabilidade foram obtidos através da formação de carteiras para cada ano e respetiva análise das rentabilidades mensais das ações. Os resultados mostram que as empresas financeiramente restritas têm menores rentabilidades. Além disso, verifica-se que as restrições de financiamento afetam o valor da empresa e que a severidade das restrições varia ao longo do tempo.

Adotando uma metodologia diferente, Baker *et al.* (2003) consideraram um painel desequilibrado com uma média de cerca de 2.605 empresas/ano entre 1980-1999, com a

finalidade de descrever as condições em que o investimento das empresas é sensível a movimentos na cotação das ações. Os resultados do estudo indicam que as empresas com elevados valores no índice KZ têm emissões de ações que respondem positivamente ao valor da empresa e negativamente a rendibilidades futuras.

Já Whited e Wu (2006) construíram o seu próprio índice de restrições de financiamento externas (índice WW), mediante a utilização de um modelo estrutural de investimento, com o objetivo de interpretar um painel desequilibrado para um intervalo compreendido entre 131 e 1.390 empresas por trimestre, referentes ao horizonte temporal com início no 1º trimestre de 1975 e final no 4º trimestre de 2001. Os resultados estão em contraste com os trabalhos empíricos realizados até à data, onde as regressões *cross sectional* das rendibilidades das empresas sobre o índice de restrições de financiamento indicam que as empresas restritas obtêm rendibilidades mais elevadas, exibindo características tipicamente associadas com a exposição a restrições de financiamento externo. Neste caso, os resultados mostram que as empresas consideradas como limitadas pelo índice WW são pequenas, investem menos, têm baixa cobertura de analistas e não têm *ratings* de títulos. Em contraste, as empresas consideradas como restritas pelo índice KZ neste estudo são grandes, têm excesso de investimento, elevada cobertura de analistas e maior incidência de *ratings* de títulos.

Mais tarde, Hadlock e Pierce (2010) consideram uma amostra aleatória de 356 empresas para o período 1995-2004, sendo que ao longo do estudo apontam algumas críticas ao índice KZ. Ao construírem o seu próprio índice de restrições de financiamento (índice SA), os autores concluem que este decresce significativamente quando as empresas entram em fase de crescimento e amadurecimento, pelo que esta relação tende a estabilizar no futuro. Contudo, a severidade das restrições de financiamento pode variar ao longo do tempo, em função das condições do mercado financeiro e/ou atividade macroeconómica.

Por outro lado, Beck *et al.* (2005) incorporam no seu estudo um conjunto de dados referente a mais de 4.000 empresas pertencentes a 54 países entre 1995-1999. A amostra é constituída na sua maioria por pequenas (40% de representatividade) e médias empresas (40% de representatividade), sendo que as grandes empresas têm apenas 20% da representatividade. Com este estudo, os autores procuraram identificar os obstáculos inerentes ao crescimento das empresas. Quanto aos obstáculos financeiros individuais, realçam-se as dificuldades das empresas em trabalhar com os bancos (referindo como exemplos a excessiva documentação e burocracia) e a necessidade de estabelecer conexões especiais com estas entidades. Relativamente aos obstáculos jurídicos e de

corrupção, destaca-se a quantidade de subornos pagos, o tempo que a administração das empresas gasta com os reguladores e a corrupção dos funcionários dos bancos.

Por seu turno, Beck *et al.* (2005) referem que segundo a evidência empírica existente, a dimensão da empresa está relacionada com a produtividade, sobrevivência e rendibilidade. Assim, as pequenas empresas tendem a ser jovens e a enfrentar maiores restrições de financiamento (Bakke & Whited, 2010; Beck *et al.*, 2005). Adicionalmente, Hennessy e Whited (2007) defendem que as grandes empresas agem como se enfrentassem pequenos custos indiretos de financiamento externo e as pequenas empresas agem como se enfrentassem elevados custos indiretos de financiamento externo. Assim, estima-se que os custos de financiamento são quase 2 vezes maiores para as pequenas empresas, em comparação com as grandes empresas.

De modo particular, Gertler e Gilchrist (1991) incluíram no seu estudo uma base de dados exaustiva para as pequenas empresas, denominada *Quarterly Financial Report for Manufacturing Corporations* (QFRI). Os autores referem que se deve dar atenção às pequenas empresas, porque são mais propensas a enfrentar as imperfeições no mercado de crédito, incluindo as taxas de juro e exigências ou mudanças tecnológicas, e que estas são particularmente sensíveis a perturbações macroeconómicas. Ressalva-se que as pequenas empresas reagem mais rapidamente e de forma mais acentuada à evolução do Produto Nacional Bruto (PNB) e aos movimentos dos indicadores convencionais da política monetária. Salienta-se também que as recessões e alterações na política fiscal que afetam o financiamento interno, tendem a registar um maior efeito sobre as taxas de crescimento e comportamento do investimento nas pequenas empresas (Fazzari *et al.*, 1988). Assim, nota-se que as pequenas empresas registam tradicionalmente uma forte dependência de financiamento bancário e estão concentradas em setores altamente cíclicos e sensíveis (Gertler & Gilchrist, 1991), pelo que tendem a ser mais restritas financeiramente (Lamont *et al.*, 2001). Por outro lado, as grandes empresas têm maior flexibilidade para responder a choques, porque são suscetíveis de apresentarem maior excesso de capacidade (Gertler & Gilchrist, 1991) e têm maior acesso aos mercados de dívida de curto-prazo e longo-prazo ao longo das crises (Fazzari *et al.*, 1988).

2.2.3. Relação entre o desempenho associado à responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento

A presente investigação surge com o intuito de analisar o impacto que o desempenho de RSE tem sobre as restrições de financiamento das empresas. Desta forma, a Tabela 5 apresenta os estudos que analisaram a relação entre o índice KZ (corresponde ao nível restrições de financiamento que as empresas enfrentam) e o desempenho de RSE. Apesar de existirem poucos estudos que exploram a relação entre estas variáveis, estes sugerem a existência de uma relação negativa, ou seja, as empresas que têm melhor desempenho de RSE enfrentam menores restrições de financiamento.

Tabela 5: Evidências empíricas sobre o impacto do desempenho de responsabilidade social empresarial sobre as restrições de financiamento

Autores	Ano	Região da Amostra	Período	Métrica de Restrições de Financiamento	Relação	
					Direção	Significância
Hong <i>et al.</i>	2012	EUA	1991-2008	KZ	Negativa	Sim
Cheng <i>et al.</i>	2014	MUNDIAL	2002-2009	KZ	Negativa	Sim

Nota. Na primeira coluna, apresentam-se os estudos que analisaram a relação entre o desempenho de responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento das empresas. Na segunda coluna, refere-se o ano de pesquisa. Na terceira coluna, indica-se a região da amostra. Na quarta coluna, refere-se o período do estudo em causa. Na quinta coluna, descrevem-se as métricas de restrições de financiamento. Na sexta coluna, constata-se a direção da relação. Na sétima coluna, indica-se se foi obtida evidência estatística que corroborasse a hipótese. KZ representa o índice de restrições de financiamento desenvolvido por Kaplan e Zingales (1997).

Cheng *et al.* (2014) utilizaram o índice KZ como métrica representativa das restrições de financiamento (variável dependente). Estes autores, consideram uma amostra constituída por 2.439 empresas (provenientes de 49 países) para o horizonte temporal compreendido entre 2002-2009. O desempenho de RSE (variável independente) foi obtido através das pontuações presentes na base de dados ASSET4, distribuídas pelas categorias referentes a desempenho ambiental, social e de governo das sociedades. Os resultados do estudo comprovam que as empresas com melhor desempenho de RSE enfrentam menores

restrições no acesso ao financiamento. Noutra perspetiva, Hong *et al.* (2012) consideram o índice KZ como variável independente e as pontuações de RSE (obtidas a partir da base de dados *KLD STATS*) como variável dependente, neste caso para uma amostra de empresas pertencente ao índice *S&P 500* no período 1991-2008. Os autores concluem que, empresas que têm menores restrições de financiamento tendem a aumentar os seus investimentos em RSE, situação esta, que vem corroborar a suspeita de causalidade reversa entre o índice KZ e o nível de desempenho de RSE.

Adicionalmente, Fazzari *et al.* (1988) argumentam que as empresas restritas constituem provavelmente o mais dinâmico e progressista setor da economia. Por outro lado, Lee e Faff (2009) utilizam como amostra o conjunto de empresas pertencentes ao índice de sustentabilidade DJSI para o período 1998-2002, e concluem que as decisões referentes às políticas de RSE (neste caso, evidenciado o desempenho de RSE, pela pertença ou não ao índice) adotadas pelas empresas são plausivelmente explicadas por diferenças de risco idiossincráticas.

Encontrar formas de diminuir as restrições de financiamento é crucial não só para a sobrevivência e crescimento das empresas, como também para o desenvolvimento da economia a longo-prazo (Campello *et al.*, 2010; Cheng *et al.*, 2014). Neste sentido, Gjølberg (2009) refere que as empresas não existem no vácuo, elas operam num ambiente institucional que cria duras barreiras e oportunidades. Assim, espera-se que as instituições políticas, económicas e sociais de cada país produzam diferenças na tomada de decisões em relação à RSE. No entanto, realça-se que em 2011 ao nível da União Europeia, apenas 15 dos 27 Estados-Membro tinham políticas nacionais de incentivo à RSE (European Commission, 2011).

Logicamente que quanto maior for a riqueza da sociedade, maior deve ser o seu comportamento socialmente responsável (Bénabou & Tirole, 2010). Existe um lado ético e um lado de lucro em qualquer negócio, pelo que os dois fatores devem ser equilibrados (Lo & Sheu, 2007). Assim, McWilliams e Siegel (2001) defendem que o nível de RSE “ideal” poderá ser determinado através de uma análise de custo-benefício. Desta forma, a empresa consegue maximizar os lucros quando o aumento das receitas (fruto de uma maior procura) é igual ao custo mais elevado (proveniente do uso de recursos para fornecer a RSE). Em suma, os gestores devem tratar as decisões sobre RSE da mesma forma como tratam todas as decisões de investimento.

3. Metodologia

Após analisar os principais contributos em relação às temáticas incluídas no presente trabalho, pretende-se neste ponto apresentar a amostra utilizada e o método de recolha de dados. Também será apresentado o modelo utilizado neste estudo, que se encontrará dividido em especificação principal e testes de endogeneidade. Por outro lado, as hipóteses serão desenvolvidas em consonância com os principais estudos analisados na revisão da literatura. Por fim, será apresentado o método de construção das variáveis.

O principal objetivo desta investigação é analisar o impacto que o desempenho de RSE tem sobre as restrições de financiamento, para um conjunto de empresas pertencentes ao índice *Stoxx 600* no ano de 2013. Como forma de apurar a direção e a significância da relação, considera-se um modelo de regressão linear para a especificação principal identificada. Por outro lado, pretende-se identificar os principais mecanismos que contribuem para esta relação.

3.1. Seleção da amostra

O universo do estudo é representado pelas 599 empresas que faziam parte do índice *Stoxx 600* no ano de 2013. Tendo em conta que a maioria dos estudos sobre restrições de financiamento são baseados em dados de Demonstrações Financeiras referentes a empresas norte-americanas (Campello *et al.*, 2010), julgamos que a seleção da amostra representa o principal grau de inovação proposto para este trabalho. Assim, ao contrário de Hong *et al.* (2012) (que consideram um conjunto de empresas norte-americanas) e de Cheng *et al.* (2014) (que consideram um conjunto de empresas distribuídas a nível mundial), a amostra deste estudo é referente a um conjunto específico de empresas distribuídas a nível europeu por 18 países. Para tal, pensou-se que o grupo de empresas pertencentes ao índice *Stoxx 600* seria o mais indicado para uma análise *cross section*, não só pela sua grande dimensão, como também pelo facto de este índice incluir na sua constituição as empresas com maior capitalização de mercado ao nível europeu.

Para obter a amostra final, foi necessário excluir algumas empresas que não cumpriam os requisitos necessários para a realização do tratamento de dados estatísticos, sendo que a Figura 3 exhibe o método de redução da amostra aplicado à presente investigação. Em

primeiro lugar, excluíram-se 144 empresas financeiras,³ ficando a amostra reduzida a 455 empresas. De seguida, eliminaram-se 54 empresas que não tinham todos os dados financeiros necessários disponíveis na *Datastream*, ficando a amostra constituída por 401 empresas. Por fim, a amostra foi novamente reduzida, devido à impossibilidade de obter pontuações de RSE ao nível setorial para 16 empresas no *website* da *CSRHub*,⁴ o que culminou numa amostra final constituída por 385 empresas.

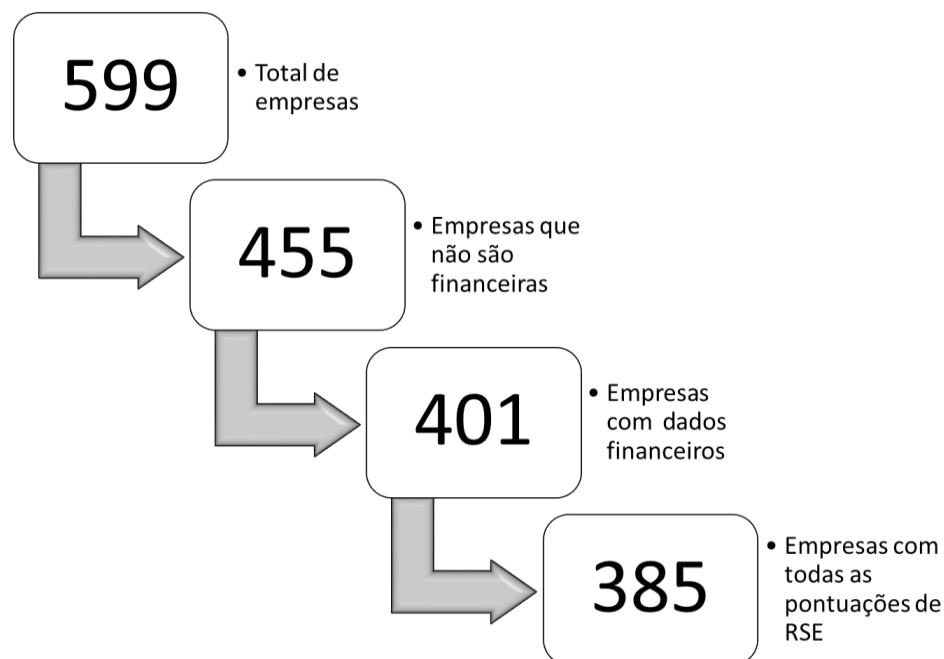


Figura 3. Método de redução da amostra

Como se pode observar na Tabela 6, as 385 empresas incluídas na amostra final estão distribuídas por 18 países europeus, sendo que grande parte deles fazem parte da Zona Euro. Dos países que utilizam o euro como moeda oficial, nota-se que a França (representada por 60 empresas) e a Alemanha (representada por 46 empresas) juntas representam 27.5% da amostra. Por outro lado, relativamente aos países fora da Zona Euro, onde a maioria são países nórdicos, destaca-se que o Reino Unido (representado por 106 empresas) constitui 27.5% da amostra. Já a Suíça (8.3% de representatividade), Dinamarca (2.1% de representatividade), República Checa (0.3% de representatividade),

³ De acordo com McGahan, A. (1999). Competition, strategy, and business performance. *California Management Review*, 41(3), 74-101, as empresas financeiras exibem características operacionais diferentes, pelo que os seus dados não são adequados para realizar comparações com as demais empresas dos demais setores.

⁴ A classificação setorial foi obtida através da codificação *Industry Classification Benchmark* (ICB), pelo que se excluíram as empresas pertencentes à classe 8000 (empresas financeiras).

Noruega (2.6% de representatividade) e Suécia (6.5% de representatividade), contabilizam em conjunto 19.8% da amostra. Destaca-se ainda, para os países pertencentes à Península Ibérica, que Portugal (representado por 3 empresas) surge com uma representatividade residual de 0.8% e a Espanha representa 4.2% da amostra final (representada por 16 empresas).

Tabela 6: **Composição da amostra por país**

Nome do país	Número de Empresas	Representação
Alemanha	46	11.9 %
Áustria	4	1.0 %
Bélgica	8	2.1 %
Dinamarca	8	2.1 %
Espanha	16	4.2 %
Finlândia	16	4.2 %
França	60	15.6 %
Grécia	2	0.5 %
Irlanda	8	2.1 %
Itália	16	4.2 %
Luxemburgo	4	1.0 %
Noruega	10	2.6 %
Países Baixos	20	5.2 %
Portugal	3	0.8 %
Reino Unido	106	27.5 %
República Checa	1	0.3 %
Suécia	25	6.5 %
Suíça	32	8.3 %
Total	385	100 %

Por outro lado, na Tabela 7 também se apresenta a divisão das empresas pela classificação ICB atribuída para o nível setorial (mediante a informação disponível no *website STOXX.com*)⁵. Assim, as 385 empresas estão distribuídas por 9 setores, onde a maior representatividade surge nos setores referentes a indústrias (composto por 115 empresas, equivalente a 29.9% de representatividade), bens de consumo (constituído por 62 empresas com cerca de 16.1% de representatividade) e serviços ao consumidor (representatividade de 15.6%, o que corresponde a 60 empresas).

Tabela 7: **Composição da amostra por setor**

Nome do setor	Número de Empresas	Representação
0001 – Petróleo e gás	22	5.7 %
1000 – Materiais básicos	38	9.9 %
2000 – Industriais	115	29.9 %
3000 – Bens de consumo	62	16.1 %
4000 – Assistência médica	25	6.5 %
5000 – Serviços ao consumidor	60	15.6 %
6000 – Telecomunicações	20	5.2 %
7000 – Utilidades	24	6.2 %
9000 – Tecnologia	19	4.9 %
Total	385	100 %

De forma idêntica a Cheng *et al.* (2014), ressalva-se que foram posteriormente recolhidos dados para a amostra final referentes às classificações de RSE ao nível do país e do setor, que servem como instrumentos para o teste à endogeneidade.

3.2. Recolha dos dados

Os dados utilizados neste estudo foram obtidos a partir de algumas fontes, de acordo com a própria tipologia das variáveis consideradas. Assim, os dados podem ser

⁵ Fonte: <http://www.stoxx.com/> Consultado em 16 de janeiro de 2015

maioritariamente divididos em dois grupos: dados financeiros (necessários para o cálculo do índice de restrições de financiamento, variáveis financeiras instrumentais e variável de controlo) e dados de desempenho de RSE (para o nível empresarial, do país e do setor).

Grande parte dos dados são referentes ao ano de 2013 (salvo raras exceções em que também se consideraram os dados para o ano de 2012), pelo que este se assume como o ano de base da presente investigação. A sua escolha justifica-se pelo facto de ser o último ano em que a maioria dos dados reais estão disponíveis à data de realização deste estudo, o que permite obter resultados atuais referentes à relação entre as restrições de financiamento e o desempenho de RSE ao nível europeu.

Relativamente aos dados de desempenho de RSE, regista-se a dificuldade apontada por diversos autores para mensurar o envolvimento social das empresas (Abbott & Monsen, 1979; Barnea & Rubin, 2010). Embora se note uma evolução dos estudos sobre a RSE, verifica-se que em geral não existe um método consensual para medir e comparar o desempenho de RSE a nível empresarial (Bassen *et al.*, 2006; Gjølborg, 2009).

Quanto aos dados de desempenho de RSE, a métrica utilizada na especificação principal teve por base os estudos de Lo e Sheu (2007) e Rossi (2009). Assim, é utilizada uma variável *dummy* que visa identificar a presença das empresas europeias no índice *STOXX Europe Sustainability*: a variável assume o valor 1 quando a empresa pertence ao índice de sustentabilidade e 0 caso contrário. Entendeu-se que o facto das empresas estarem incluídas no índice é prognóstico de um bom desempenho em termos das iniciativas de responsabilidade social empresarial, já que este índice compreende as empresas europeias líderes em termos de desempenho nas iniciativas relacionadas com a área ambiental, social e de governo das sociedades, precisamente os três pilares de RSE definidos por Cheng *et al.* (2014). Os dados foram recolhidos manualmente, mediante o acesso à lista da última constituição do índice (setembro de 2012) disponível no *website STOXX.com*.⁶

Relativamente ao teste à endogeneidade, consideram-se as pontuações de RSE ao nível do país e do setor que estão presentes no *website CSRHub*.⁷ Trata-se da maior base de dados sobre RSE a nível mundial, que agrega dados para cerca de 7.000 empresas, distribuídas por 135 indústrias inseridas em 91 países (Cruz *et al.*, 2014; Roitto, 2013). Nesta base de dados estão disponíveis pontuações trimestrais de RSE, não só por país e setor, como também para cada empresa a nível geral ou distribuída pelos seus quatro

⁶ Fonte: <http://www.stoxx.com/> Consultado em 16 de janeiro de 2015

⁷ Fonte: <http://www.csrhub.com/> Consultado em 17 de janeiro de 2015

pilares (comunidade, colaboradores, meio ambiente e governo), desde o ano de 2008 até à atualidade.

Quanto aos dados financeiros (a maioria estão relacionados com o cálculo do índice KZ), foram obtidos através do acesso à base de dados *Datastream*. Foram também retirados dados da mesma fonte para o cálculo da variável instrumental referente à rentabilidade das empresas.

3.3. Modelo utilizado e desenvolvimento das hipóteses

Após análise e detalhe das variáveis utilizadas na presente investigação, pretende-se descrever sucintamente a relação existente entre elas por meio de um modelo de regressão linear. Por outro lado, com base na literatura analisada serão também definidas as hipóteses a testar neste estudo. Assim, considera-se inicialmente uma regressão linear direcionada para a especificação principal formulada. De seguida, será apresentada a metodologia inerente aos testes à endogeneidade, utilizados para analisar a possibilidade de existência de causalidade reversa entre as variáveis referentes ao nível de restrições de financiamento e desempenho de RSE.

3.3.1. O desempenho em termos de responsabilidade social e as restrições de financiamento

Campello *et al.* (2010) defendem que as restrições de financiamento estão fortemente associadas com a rentabilidade da empresa e as suas decisões de investimento. Assim, as empresas que enfrentam menores restrições de financiamento tendem a ter maiores possibilidades para realizar investimentos rentáveis (Cheng *et al.*, 2014).

Adicionalmente, Lo e Sheu (2007) provam que os investidores também valorizam a incorporação da sustentabilidade na estratégia de desenvolvimento das empresas. Tendo em conta que os investidores tendem a exercer preferência sobre as empresas que se assumem como socialmente responsáveis, a inscrição de uma empresa num índice de valores éticos pode aumentar a sua classificação e produzir vantagens financeiras concretas (European Commission, 2001).

Por outro lado, Cheng *et al.* (2014) argumentam que as empresas que apresentam desempenho superior em RSE enfrentam menores restrições de financiamento, essencialmente devido a dois mecanismos:

- i. Redução dos custos de agência e criação de receitas de forma mais eficaz;
- ii. Redução de assimetria de informação, com uma RSE mais credível e transparente.

Assim, a especificação principal terá por base a seguinte hipótese:

Hipótese 1: As empresas que apresentam um maior desempenho de RSE têm menores níveis de restrições de acesso ao financiamento.

Neste estudo, pretende-se seguir a linha de investigação de Cheng *et al.* (2014) e Hong *et al.* (2012), pelo que se procura analisar a influência que o desempenho de RSE tem sobre as restrições de acesso ao financiamento para as empresas europeias pertencentes ao índice *Stoxx 600*. Assim, a especificação principal está de acordo com o modelo de regressão linear concebido por Cheng *et al.*, (2014), onde o desempenho de RSE representa a variável independente, a dimensão da empresa é a variável de controlo e a variável representativa das restrições de financiamento assume-se como a variável dependente. O modelo inclui também um conjunto de variáveis de controlo relacionadas com o país e o setor onde as empresas estão inseridas. Para este teste, considera-se uma análise *cross section* para o ano de 2013 que utiliza a equação (2):

$$KZ_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot RSE_i + \beta_2 \cdot LNATI_i + \sum_{i=1}^{18} \beta_{2+i} \cdot DPAÍS_i + \sum_{i=1}^9 \beta_{20+i} \cdot DSETOR_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

Onde:

KZ_i = Índice de restrições de financiamento KZ na empresa i ;

RSE_i = Variável *dummy* de desempenho de RSE da empresa i , sendo que a variável assume o valor 1 quando a empresa pertence ao índice *STOXX Europe Sustainability* e 0 no caso contrário;

$LNATI_i$ = Dimensão da empresa, variável que se obtém calculando o logaritmo natural do valor contabilístico do Total de Ativos;

$DPAÍS_i$ = Variável *dummy* do país da empresa i , sendo que a variável assume o valor 1 quando a empresa pertence a determinado país e 0 no caso contrário;

$DSETOR_i$ = Variável *dummy* do setor da empresa i , sendo que a variável assume o valor 1 quando a empresa pertence a determinado setor e 0 no caso contrário;
 ε_i = Termo de erro.

Com este teste pretende-se incluir um fator de inovação na presente investigação, assumindo como métrica de desempenho de RSE uma variável *dummy* referente à presença das empresas europeias no índice *STOXX Europe Sustainability*. Anteriormente, Lo e Sheu (2007) utilizaram uma amostra referente a um conjunto de grandes empresas norte-americanas pertencentes ao índice *S&P 500*, onde a variável *dummy* estava relacionada com a sua presença no índice de sustentabilidade DJSGI. Mais tarde, Rossi (2009) incluíram no seu estudo uma amostra de empresas brasileiras, considerando como variável *dummy* a presença das empresas no índice de sustentabilidade ISE. De forma distinta destes estudos, que analisam a relação entre a sustentabilidade das empresas e o seu valor, na presente investigação as restrições de financiamento representam a variável dependente.

3.3.2. A causalidade reversa entre o desempenho em termos de responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento

Após analisados os estudos que relacionam o desempenho de RSE com as restrições de financiamento que as empresas enfrentam (Cheng *et al.*, 2014; Hong *et al.*, 2012), suspeita-se que exista um problema de endogeneidade entre estas variáveis. Embora a especificação principal deste estudo preconize que o desempenho de RSE influencia as restrições de financiamento, também existe a probabilidade das variáveis serem endógenas, situação que ocorre quando as restrições de financiamento também influenciam o desempenho de RSE. Roda (2013) refere que os problemas de endogeneidade surgem quando num modelo de regressão as variáveis independentes apresentam uma alta correlação com o termo de erro, onde o coeficiente de regressão é tendencioso. Assim, torna-se fundamental averiguar a direção da causalidade ou se existe causalidade reversa.

Neste sentido, a Figura 4 representa as possíveis relações de endogeneidade, onde por meio de adaptação do estudo de Chi (2005) se considera que existem três relações causais entre o desempenho de RSE e as restrições de financiamento. Na primeira possibilidade,

verifica-se que caso existam maiores níveis de desempenho de RSE, as restrições de financiamento são diretamente afetadas. Na possibilidade 2 assume-se que existe causalidade reversa. Na última possibilidade, o desempenho de RSE e as restrições de financiamento da empresa não estão diretamente relacionados, mas são conectados entre si através de outras variáveis.

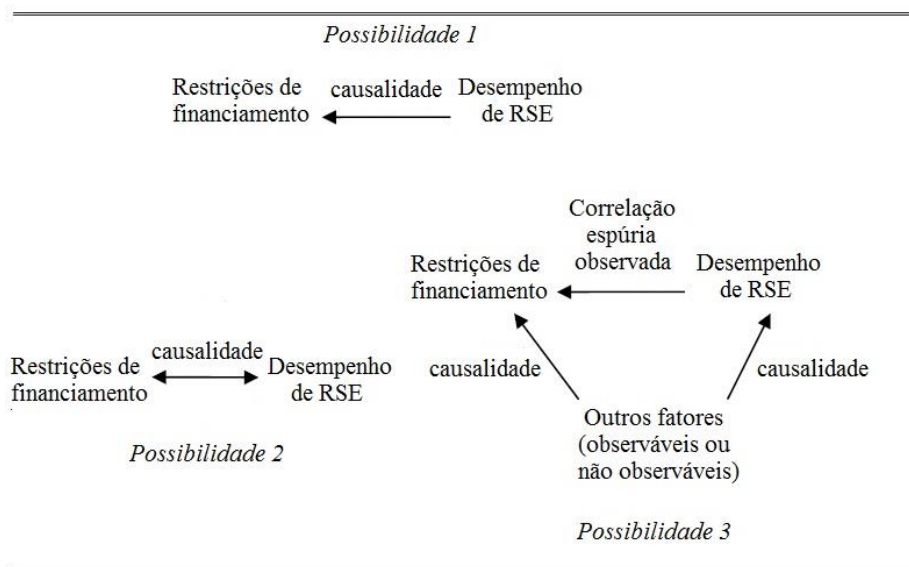


Figura 4. Relações de endogeneidade

Fonte: Adaptado de Chi (2005)

A suspeita de endogeneidade pressupõe que as empresas que apresentem melhor desempenho em RSE enfrentem menores restrições ao financiamento, mas também que as empresas que apresentem menores restrições de financiamento devem possuir melhores condições para investir em iniciativas de RSE, e assim obter melhorias no seu desempenho (Hong *et al.*, 2012).

Como referimos anteriormente, a direção da relação de causalidade entre as variáveis de restrições ao financiamento e desempenho de RSE é incerta. Para tratar adequadamente este problema, a literatura sugere a adoção de modelos econométricos complementares. Concretamente, tal como nos estudos de Cheng *et al.* (2014), Jorge (2012) e Marques (2013), nesta investigação segue-se a estimação através da metodologia das variáveis instrumentais. Para o efeito, considera-se a utilização de três instrumentos: a média de desempenho de RSE ao nível do país (INST_PAÍS) e do setor (INST_SETOR) (Cheng *et al.*, 2014), bem como a rentabilidade (INST_RA) (Roitto, 2013). Desta forma, pretende-se incluir no modelo um conjunto de instrumentos que se encontrem relacionados com o desempenho de RSE, mas que não influenciam diretamente as restrições de financiamento (apenas indiretamente, através do desempenho de RSE).

Mantendo a dimensão da empresa como variável de controlo, apresentam-se as equações (3) e (4) para o teste à endogeneidade:

Primeiro estágio:

$$RSE_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot INST_PAÍS_i + \beta_2 \cdot INST_SETOR_i + \beta_3 \cdot INST_RA_i + \beta_4 \cdot LNATI_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

Segundo estágio:

$$KZ_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot RSE_i + \beta_2 \cdot LNATI_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

Onde:

KZ_i = Índice de restrições de financiamento KZ na empresa i ;

RSE_i = Variável *dummy* de desempenho de RSE da empresa i , sendo que a variável assume o valor 1 quando a empresa pertence ao índice *STOXX Europe Sustainability* e 0 no caso contrário;

$INST_PAÍS_i$ = Desempenho de RSE ao nível do país i segundo a pontuação disponível no *website* da *CSRHub*;

$INST_SETOR_i$ = Desempenho de RSE ao nível do setor i segundo a pontuação disponível no *website* da *CSRHub*;

$INST_RA_i$ = Rendibilidade da empresa i ;

$LNATI_i$ = Dimensão da empresa, que se obtém calculando o logaritmo natural do valor contabilístico do Total de Ativos;

ε_i = Termo de erro.

Relativamente às variáveis instrumentais incluídas no modelo, espera-se que: um maior desempenho de RSE ao nível do país aumente o desempenho de RSE das empresas; um maior desempenho de RSE ao nível do setor aumente o desempenho de RSE das empresas (Cheng *et al.*, 2014); e, finalmente, as empresas que apresentem maior rendibilidade apresentem um maior desempenho de RSE (Roitto, 2013).

Por outro lado, a hipótese básica do modelo de variáveis instrumentais é que a única razão pela qual as variáveis instrumentais de desempenho de RSE ao nível do país, desempenho de RSE ao nível do setor e rendibilidade das empresas estão correlacionadas com o nível

de restrições de financiamento, é porque o desempenho de RSE é influenciado pelo nível de restrições de financiamento. Assim, este estimador utiliza os valores previstos de desempenho de RSE obtidos no primeiro estágio como regressor no segundo estágio, sendo que neste segundo estágio as restrições de financiamento (KZ) correspondem à variável dependente.

Para verificar a validade dos instrumentos (INST_PAÍS, INST_SETOR, INST_RA), consideramos os seguintes testes: o teste de Stock e Yogo (2005), o teste de Sargan e o teste de Hausman. No teste de Stock e Yogo (2005), testa-se a hipótese nula de que os instrumentos estão pouco correlacionados com a variável endógena (RSE). Se o valor obtido é menor que o ponto crítico, os instrumentos são fracos, logo não se rejeita a hipótese nula. Quando o valor obtido é maior que o ponto crítico, verifica-se que os instrumentos são fortes. Relativamente ao teste de Sargan, a hipótese nula visa testar se os instrumentos são exógenos. Assim, se o valor obtido não for significativo, não se rejeita a hipótese nula, logo os instrumentos não estão relacionados com o termo de erro.

Quanto ao teste de Hausman, pretende-se realizar uma comparação direta entre as estimações obtidas pela metodologia das variáveis instrumentais e pelo modelo de regressão linear, e determinar se as diferenças são estatisticamente significativas. A confirmar-se esta situação, o modelo de regressão linear é enviesado e inconsistente, pelo que se comprova que as estimações efetuadas para as variáveis instrumentais produzem melhores resultados, logo existe endogeneidade entre as variáveis de desempenho de RSE (RSE) e restrições de financiamento (KZ). Nestas condições, será encontrada base empírica suficiente para afirmar que as empresas que apresentam melhor desempenho de RSE tendem a enfrentar menores restrições de financiamento, mas também que as empresas que exibem menores dificuldades em obter financiamento tendem a possuir melhores condições para investir em atividades de RSE.

3.4. Construção das variáveis

As variáveis utilizadas no presente estudo podem ser divididas em três principais grupos: variável dependente (relacionada com as restrições de financiamento), variável independente (direcionada para o desempenho de RSE), variáveis de controlo e variáveis instrumentais (englobam tanto pontuações de RSE, como rácios financeiros). Em consonância com o modelo de regressão linear utilizado, nos próximos sub-pontos consta a informação devidamente detalhada para cada uma destas variáveis.

3.4.1. Variável dependente

A variável dependente utilizada está relacionada com as restrições de financiamento idiossincráticas, que as empresas enfrentam ao longo da sua atividade corrente. De acordo com os principais estudos nesta área (Cheng *et al.*, 2014; Kaplan & Zingales, 1997), o termo “idiossincráticas” está relacionado com as restrições de financiamento que determinada empresa enfrenta nas suas operações de financiamento e nos seus projetos estratégicos, pelo que se pode deduzir que são específicas a cada organização.

Entre as diversas métricas existentes nesta área, a que reúne maior consenso entre os investigadores é o índice KZ.⁸ Como é possível observar na Tabela 8, este índice foi utilizado em diversos estudos (Almeida *et al.*, 2004; Baker *et al.*, 2003; Cheng *et al.*, 2014; Hong *et al.*, 2012; Lamont *et al.*, 2001). O seu cálculo engloba um conjunto de variáveis financeiras divulgadas pelas empresas nas suas Demonstrações Financeiras. Para este estudo, considera-se a expressão do índice KZ concebida por Baker *et al.* (2003) e mais tarde adotada por Cheng *et al.* (2014). Trata-se de uma combinação linear de um conjunto de cinco rácios financeiros, sendo que os valores para cada uma das variáveis individuais foram obtidos através do acesso à base de dados *Datastream*.

Tabela 8: Definição da variável dependente

Variável	Descrição	Fonte	Estudos empíricos
Índice KZ (KZ)	Calculado pela expressão de Baker <i>et al.</i> (2003): $KZindex_{it} = -1.002 \cdot \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} - 39.368 \cdot \frac{DIV_{it}}{A_{it-1}} - 1.315 \cdot \frac{C_{it}}{A_{it-1}} + 3.139 \cdot LEV_{it} + 0.283 \cdot Q_{it}$	<i>Datastream</i>	Almeida <i>et al.</i> (2004) Baker <i>et al.</i> (2003) Cheng <i>et al.</i> (2014) Hong <i>et al.</i> (2012) Lamont <i>et al.</i> (2001)

Nota. Na primeira coluna, apresenta-se o nome da variável. Na segunda coluna, descreve-se a fórmula de cálculo da variável. Na terceira coluna, está descrita a fonte da variável. Na quarta coluna, estão presentes alguns dos estudos que já utilizaram esta variável. *KZ Index* é dividido em cinco rácios financeiros: Fluxo de caixa do ano t dividido pelo Total do ativo do ano t-1; Total de Dividendos do ano t sobre o Total do ativo do ano t-1;

⁸ Ver detalhe do cálculo na Revisão da Literatura - Capítulo 2.2.1. Índice KZ

Saldo de caixa do ano t dividido pelo Total do ativo do ano t-1; Rácio de endividamento; (Valor de mercado das ações + Total do ativo do ano t – Valor contabilístico do Capital Próprio) / Total do ativo do ano t.

3.4.2. Variável independente

A variável independente está relacionada com o desempenho de RSE das empresas, sendo mensurada através de uma variável *dummy*, que nos indica se as empresas pertencem, ou não pertencem, ao índice de sustentabilidade *STOXX Europe Sustainability*. A introdução desta variável permitiu introduzir algum grau de inovação no presente estudo. Assim, de forma diferente dos estudos de Lo e Sheu (2007) e Rossi (2009), que relacionaram esta variável com o valor da empresa, pretende-se analisar a relação entre o desempenho de RSE das empresas e as suas restrições de financiamento.

Tabela 9: Definição da variável independente

Variável	Descrição	Fonte	Estudos empíricos
Desempenho de RSE (RSE)	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa pertence ao índice <i>STOXX Europe Sustainability</i> e 0 caso contrário.	<i>STOXX.com</i>	Lo e Sheu (2007) Rossi (2009)

Nota. Na primeira coluna, apresenta-se o nome da variável. Na segunda coluna, descreve-se a fórmula de cálculo da variável. Na terceira coluna, está descrita a fonte da variável. Na quarta coluna, estão presentes alguns dos estudos que já utilizaram esta variável.

3.4.3. Variáveis de controlo

Como variáveis de controlo, consideram-se as seguintes variáveis: o Logaritmo Natural do Total de Ativos, o país da empresa e o setor da empresa. A introdução destas variáveis permitem melhorar o poder explicativo do modelo. Neste sentido, a primeira variável de controlo representa uma métrica de dimensão das empresas amplamente utilizada em diversos estudos de RSE (Barnea & Rubin, 2010; Cheng *et al.*, 2014; Cruz *et al.*, 2014; Dowell *et al.*, 2000; Godos-Díez *et al.*, 2014; Lo & Sheu, 2007; Rossi, 2009), pelo que foi incluída tanto na especificação principal, como nos testes auxiliares. Importante realçar que para efeitos de estatísticas descritivas, assume-se apenas o valor contabilístico do Total de Ativos obtido através do acesso à base de dados *Datastream*.

Por outro lado, tal como em Cheng *et al.* (2014), considera-se a inclusão de um conjunto de variáveis *dummy* relacionadas com o país e setor em que as empresas estão inseridas. De realçar que este controlo apenas é considerado na especificação principal.

Tabela 10: **Definição das variáveis de controlo**

Variável	Descrição	Fonte	Estudos empíricos
Logaritmo Natural do Total de Ativos (LNATI)	Cálculo do Logaritmo Natural para os valores referentes ao Total de Ativos de cada empresa.	<i>Datastream</i>	Barnea e Rubin (2010) Cheng <i>et al.</i> (2014) Cruz <i>et al.</i> (2014) Dowell <i>et al.</i> (2000) Godos-Díez <i>et al.</i> (2014) Lo e Sheu (2007) Rossi (2009)
País da empresa (DPAÍS)	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa pertence a determinado país e 0 caso contrário.	<i>STOXX.com</i>	Cheng <i>et al.</i> (2014)
Setor da empresa (DSETOR)	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa pertence a determinado setor e 0 caso contrário.	ICB	Cheng <i>et al.</i> (2014)

Nota. Na primeira coluna, apresenta-se o nome das variáveis. Na segunda coluna, descreve-se a fórmula de cálculo das variáveis. Na terceira coluna, estão descritas as fontes das variáveis. Na quarta coluna, estão presentes alguns dos estudos que já utilizaram estas variáveis.

3.4.4. Variáveis instrumentais

As variáveis instrumentais presentes nesta dissertação estão relacionadas com o teste à endogeneidade. De forma semelhante a Cheng *et al.* (2014), consideram-se dois instrumentos referentes à média de desempenho de RSE do país e da indústria, obtidos através das pontuações disponíveis no *website CSRHub*.

Apesar destas pontuações terem sido utilizadas por outros autores (Cruz *et al.*, 2014; Roitto, 2013), procurou-se introduzir algum fator de inovação na presente investigação, ao considerar uma fonte de dados que não foi anteriormente utilizada nos principais estudos que analisam a relação entre as restrições de financiamento e o desempenho de RSE.

Segundo Roitto (2013), a metodologia de *CSRHub* classifica os rácios em 20 subcategorias, que são posteriormente divididas pelas suas quatro categorias, a fim de obter a pontuação de RSE geral representada na Figura 5. Estas pontuações estão disponíveis não só para os níveis do país e setor, como também para cada empresa.

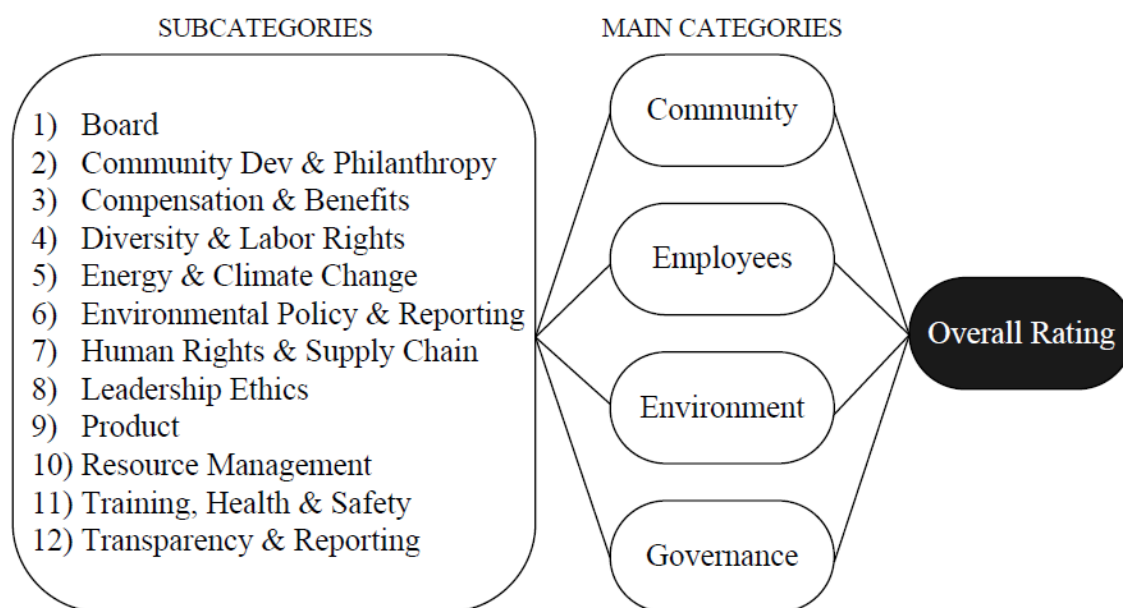


Figura 5. Estrutura da pontuação de RSE

Fonte: *CSRHub* (2013, citado em Roitto, 2013, p. 35)

De acordo com Cruz *et al.* (2014), a pontuação de RSE é convertida numa escala numérica de 0-100 (onde 100 representa o *rating* positivo). Para as empresas que estão abaixo do *rating* é atribuída uma pontuação de 0-49, sendo que para as empresas que excedem as expectativas o seu *rating* estará entre 51-100 (Roitto, 2013). Segundo Cruz *et al.* (2014), o próximo passo consiste em comparar o *rating* para diferentes fontes de dados da mesma empresa e ajustar as pontuações, onde através da remoção do viés se cria um *rating* mais consistente. Por fim, os *ratings* são agregados pelas diferentes categorias específicas.

A *CSRHub* utiliza como principais fontes as informações de pesquisas socialmente responsáveis e publicações produzidas por diversas entidades, como a *Thomson Reuters*, *Carbon Disclosure Project*, *EIRIS*, *Corporate Library*, *IW Financial*, *Risk Metrics IVA*,

Impacto Monitor, *Trucost* e *Vigeo*, que fornecem os dados necessários para construir o *rating* de RSE (Roitto, 2013).

Consideram-se, ainda, como instrumentos outras variáveis que são suscetíveis de influenciar a variável de restrições de financiamento, mas apenas de forma indireta. No estudo de Roitto (2013), testa-se uma relação linear entre a pontuação de *CSRHub* (variável dependente) e um conjunto de variáveis independentes referentes à idade, género, independência, exposição nos media, dimensão da empresa, sensibilidade da indústria, propriedade institucional, alavancagem, rendibilidade e liquidez. Relativamente à presente investigação, selecionou-se, ainda, como instrumento a variável referente à rendibilidade (RA), que é calculada através do quociente do Resultado Líquido em 2013 pelo resultado da soma do Total de Ativos em 2012 e 2013 dividido por 2.

Tabela 11: **Definição das variáveis instrumentais**

Variável	Descrição	Fonte	Estudos empíricos
RSE País (INST_PAÍS) ¹	A pontuação de RSE é convertido numa escala numérica de 0-100 para todas as categorias. onde as empresas com as pontuações: <ul style="list-style-type: none"> • 0-49 – apresentam carências no seu envolvimento social; • 51-100 – excedem as expectativas sociais; • 100 – exibem um rating positivo (Roitto, 2013). 	<i>CSRHub</i>	
RSE Setor (INST_SETOR) ²			
Rendibilidade (INST_RA)	$RA = \frac{\text{Resultado Líquido 2013}}{\text{Total Ativos 2012} + \text{Total Ativos 2013}} \times 2$	<i>Datastream</i>	Roitto (2013)

Nota. Na primeira coluna, apresenta-se o nome das variáveis. Na segunda coluna, descreve-se a fórmula de cálculo das variáveis. Na terceira coluna, estão descritas as fontes das variáveis. Na quarta coluna, estão presentes alguns dos estudos que já utilizaram estas variáveis.

¹ As empresas foram classificadas em 18 países, com base nas informações da Tabela 6.

² As empresas foram classificadas em 78 setores, com base nas informações da base de dados *CSRHub*.

4. Discussão dos resultados

Após a obtenção dos dados necessários para o cálculo das regressões, pretende-se neste ponto analisar os principais indicadores referentes às estatísticas descritivas das variáveis incluídas neste estudo. Por outro lado, será testada a correlação entre as variáveis independentes, a fim de avaliar se existem problemas de multicolinearidade. De seguida, apresentam-se os resultados das regressões efetuadas e as respetivas conclusões, bem como uma análise da relação de causalidade existente entre as variáveis do nível restrições de financiamento e do desempenho de RSE.

Todos os resultados apresentados neste ponto foram obtidos através de procedimentos estatísticos calculados pelo *software Stata* (versão 10.1).

4.1. Estatísticas descritivas

As estatísticas descritivas estão representadas na Tabela 12, onde consta a média, a mediana, o desvio padrão, o mínimo e o máximo das variáveis utilizadas neste estudo.

Tabela 12: **Estatísticas descritivas**

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
KZ	-0.401	-0.123	1.405	-10.661	1.778
ATIVOS	20.281	6.557	37.348	555	318.711
INST_PAÍS	58.392	59	1.564	52	61
INST_SETOR	55.091	55	1.486	51	59
INST_RA	0.014	0.013	0.013	-0.026	0.092

Nota. Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. Os dados referentes ao desempenho de RSE ao nível do país e do setor foram obtidos através da base de dados da *CSRHub*. KZ representa o índice de restrições de financiamento. ATIVOS representa o valor contabilístico do Total de Ativos. INST_PAÍS representa a pontuação de RSE ao nível do país. INST_SETOR representa a pontuação de RSE ao nível do setor. INST_RA representa a rentabilidade da empresa.

Relativamente à variável independente KZ, o valor da média (-0.401) é inferior à mediana (-0.123), o que evidencia que o facto de algumas empresas possuírem valores mais baixos de restrições de acesso ao financiamento contribui para reduzir o valor da média. A título de exemplo, ressalva-se que o valor mínimo observado da amostra corresponde a -10.661 e o valor máximo observado é de apenas 1.778, o que indica uma maior propensão das empresas para não registarem restrições no acesso ao financiamento. No entanto, deve-se também ter em conta os valores apresentados para o desvio padrão (indicador que visa mensurar a dispersão dos valores em relação à média). Neste sentido, o desvio padrão de 1.405 para o KZ está próximo do desvio padrão de 1.46 apurado no estudo de Cheng *et al.* (2014), o que indica que os valores das restrições de financiamento tendem a apresentar-se relativamente dispersos em relação à média.

Quanto ao Total de Ativos (ATIVOS), verifica-se que os valores contabilísticos da amostra variam entre cerca de 555 milhões de euros e 318.711 milhões de euros. A média (aproximadamente 20.281 milhões de euros) é maior que a mediana (cerca de 6.557 milhões de euros) porque se verifica uma grande discrepância de resultados, logo os valores elevados registados estão a influenciar a média. O valor do desvio padrão também é significativo (aproximadamente 37.348 milhões de euros), o que evidencia novamente a dispersão de valores em relação à média.

As estatísticas descritivas mostram também que as variáveis instrumentais referentes ao desempenho de RSE e ao desempenho financeiro apresentam comportamentos bastante distintos. Pela análise das variáveis instrumentais de desempenho de RSE (INST_PAÍS e INST_SETOR), nota-se que a dispersão dos valores em relação à média é semelhante à encontrada para o KZ. Assim, a variável de desempenho de RSE ao nível do país (INST_PAÍS) exhibe pontuações entre 52 e 61 com um desvio padrão de 1.564, sendo que os valores da variável de desempenho de RSE ao nível do setor (INST_SETOR) estão compreendidos entre 51 e 59 com um desvio padrão de 1.486. Em relação às variáveis contabilísticas instrumentais, verifica-se que a rendibilidade (INST_RA) apresenta uma média superior à mediana, o que mostra que os elevados valores registados estão a influenciar positivamente os rácios. A variável INST_RA contém valores compreendidos entre -0.026 e 0.092, sendo que a média de 0.014 e a mediana de 0.013 estão um pouco distantes dos valores apurados no estudo de Roitto (2013) (0.046 para a média e para a mediana). Por outro lado, o valor do desvio padrão de 0.013 mostra que os valores deste rácio tendem a estar mais próximos da média. Embora a conclusão seja semelhante ao estudo de Roitto (2013), este valor está um pouco afastado do que foi encontrado pelo autor para o desvio padrão do RA (0.073).

É importante referir que em relação à variável *dummy* representativa do desempenho de RSE, se verifica que da amostra final (constituída por 385 empresas) 225 empresas pertencem ao índice *STOXX Europe Sustainability*, o que representa cerca de 58.4% da amostra, sendo que 160 não fazem parte deste índice, sensivelmente 41.6% da amostra.

4.2. Correlação dos dados

Nesta análise pretende-se estudar a existência de problemas de multicolinearidade. Num modelo de regressão estes problemas surgem quando as variáveis independentes estão correlacionadas entre si, o que impossibilita a utilização de todas as variáveis. Uma forma de analisar estes problemas é através da análise do coeficiente de correlação bivariado, nomeadamente pela análise da correlação de *Pearson*, que significa apenas uma preocupação quando o seu valor em módulo (positivo ou negativo) é superior a 0.75. O *Variance Inflation Factor* (VIF)⁹ representa outra forma de realizar este diagnóstico, pelo que se o seu valor for superior a 10 significa que existem problemas de multicolinearidade.

Tabela 13: **Correlação entre as variáveis**

	KZ	RSE	LNATI	VIF
KZ	1.000	-0.015	0.257**	
RSE		1.000	0.096	1.009
LNATI			1.000	1.009

Nota. Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. Os dados referentes ao desempenho de RSE foram obtidos através do *website STOXX.com*. KZ representa o índice de restrições de financiamento. RSE representa o desempenho de RSE a nível empresarial. LNATI representa o Logaritmo Natural do Total de Ativos. Os asteriscos ***, ** e * representam um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

A Tabela 13 mostra que não existem valores de correlação em módulo superiores a 0.75, pelo que se excluí a existência de problemas de multicolinearidade. A variável mais correlacionada é o Logaritmo Natural do Total de Ativos (variável de controlo), ou simplesmente LNATI, que exibe uma correlação de 0.257 com o KZ (variável dependente).

⁹ O VIF mensura a gravidade da multicolinearidade, fornecendo um índice que quantifica o aumento do coeficiente de regressão estimado resultante da colinearidade.

Desta forma, verifica-se que a maior correlação não existe entre variáveis independentes, o que confirma que não se verificam problemas de multicolinearidade.

Por outro lado, observa-se na Tabela 13 que os valores referentes ao VIF não são superiores a 10, o que reforça as conclusões anteriores. Tendo em conta que as variáveis não apresentam problemas de multicolinearidade, conclui-se que possuem condições para a sua utilização num modelo de regressão.

4.3. O desempenho em termos de responsabilidade social e as restrições de financiamento

A especificação principal do presente estudo consiste em apurar o impacto que o desempenho de RSE tem sobre as restrições de financiamento (equação 2), pelo que se espera encontrar uma relação negativa entre estas variáveis (hipótese 1). Na Tabela 14 apresentam-se os resultados obtidos para este modelo, onde as restrições de financiamento (KZ) representam a variável dependente, o desempenho de RSE (RSE) é a variável independente e a dimensão da empresa (LNATI) assume-se como variável de controlo. O modelo inclui ainda um conjunto de variáveis de controlo para o país (DPAÍS) e setor (DSETOR) onde as empresas estão inseridas.

Tabela 14: O desempenho em termos de responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento

Variáveis	Especificação Principal
KZ é a variável dependente	
Constante	-4.5297 (1.9231)**
RSE	-0.0374 (0.1450)
LNATI	0.2392 (0.0634)***
DPAÍS	Sim
DSETOR	Sim
N	385
R² ajustado	0.1886

Nota. Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1) e estimados para erros robustos. Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. Os dados referentes ao desempenho de RSE foram obtidos através do *website STOXX.com*. KZ representa o índice de restrições de financiamento. RSE representa o desempenho de RSE a nível empresarial. LNATI representa o Logaritmo Natural do Total de Ativos. DPAÍS representa o país onde a empresa está sediada. DSETOR representa o setor onde a empresa está inserida. Os asteriscos ***, ** e * representam um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Da análise dos resultados, podemos evidenciar que relativamente à variável representativa da dimensão da empresa (LNATI) se verifica um coeficiente de 0.2392 com uma estimativa de erros robustos de 0.0634, para um nível de significância de 1%. Assim, existe evidência significativa de que uma maior dimensão da empresa se traduz em maiores restrições de acesso ao financiamento (KZ). Já a variável representativa do desempenho de RSE (RSE) não apresenta uma relação estatisticamente significativa com o nível de restrições de financiamento exibido pelas empresas (KZ). Assim, não existe evidência estatística suficiente para corroborar a hipótese 1. Estes resultados podem estar relacionados com a possibilidade de existência de causalidade reversa evidenciada por Cheng *et al.* (2014). Tal como os autores referem, a verificar-se esta situação a variável representativa do desempenho da RSE (RSE) estará correlacionada com o termo de erro e o seu coeficiente será enviesado e inconsistente.

Por outro lado, também se analisa o valor do R^2 ajustado, a fim de avaliar o poder de explicação do modelo. Assim, pela análise deste indicador, verifica-se que para a especificação principal as restrições de financiamento (KZ) são apenas explicadas em 18.86% pelas variáveis independentes. Este valor está próximo do valor encontrado por Cheng *et al.* (2014) (R^2 ajustado de 0.213), pelo que se considera que o valor encontrado é consistente com a literatura na área.

4.4. A causalidade reversa entre o desempenho em termos de responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento

Anteriormente, equacionou-se a possibilidade de existência de causalidade reversa entre o desempenho de RSE e as restrições de financiamento. Neste sentido, para aplicar a metodologia das variáveis instrumentais é necessário encontrar variáveis (instrumentos) que influenciem o desempenho de RSE, mas que apenas se encontrem relacionados com

as restrições de financiamento de forma indireta (através do desempenho de RSE). Para tal, os instrumentos considerados para este teste são a média do desempenho de RSE ao nível do país (INST_PAÍS) e do setor (INST_SETOR) (Cheng *et al.*, 2014), bem como a rendibilidade (INST_RA) (Roitto, 2013).

Na Tabela 15 apresentam-se os coeficientes estimados e os respetivos níveis de significância das variáveis instrumentais evidenciados no primeiro estágio da estimação, o teste de Stock e Yogo (2005), o teste de Sargan e o teste de Hausman.

Tabela 15: **Primeiro estágio da regressão por variáveis instrumentais e testes de relevância e validade dos instrumentos**

Instrumentos	Variável dependente
	RSE
INST_PAÍS	-0.0012
INST_SETOR	-0.0094
INST_RA	4.4649**
Teste de Stock e Yogo (2005) (H ₀ : os instrumentos estão pouco relacionados com as variáveis endógenas)	1.7888
Teste de Sargan (H ₀ : o termo de erro não está correlacionado com os instrumentos)	0.0050
Teste de Hausman	49.5911***

Nota. Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1) e estimados para erros robustos. Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. Os dados referentes ao desempenho de RSE foram obtidos através do *website STOXX.com* e na base de dados *CSRHub*. RSE representa o desempenho de RSE a nível empresarial. INST_PAÍS representa a pontuação de RSE ao nível do país. INST_SETOR representa a pontuação de RSE ao nível do setor. INST_RA representa a rendibilidade da empresa. Os asteriscos ***, ** e * representam um nível de significância de 1%, 5% e 10% respetivamente.

Neste primeiro estágio, a variável endógena (RSE) é estimada em função de todas as variáveis exógenas consideradas no modelo (INST_PAÍS, INST_SETOR, INST_RA e LNATI), embora na Tabela 15 se evidenciem apenas os coeficientes das variáveis instrumentais.

Ao analisar os valores obtidos para as variáveis instrumentais referentes à média do desempenho de RSE do país (INST_PAÍS) e do setor (INST_SETOR), verifica-se que ambas as variáveis não são estatisticamente significativas. Por outro lado, a variável de rendibilidade (INST_RA) exibe um nível de significância de 5%, logo existe evidência para afirmar que o RA influencia o desempenho de RSE. Neste caso, o coeficiente de 4.4649 indica que se trata de uma influência positiva.

Como forma de avaliar a relevância dos instrumentos, verifica-se que o teste de Stock e Yogo (2005) exibe um valor de 1.7888 (inferior ao valor do ponto crítico de 13.91). Neste sentido, a hipótese nula H_0 de que os instrumentos têm uma fraca relação com a variável endógena não é rejeitada. Relativamente ao teste de Sargan, considera-se que o valor de 0.0050 não é significativo, pelo que não se rejeita a hipótese nula que estabelece se os instrumentos são exógenos, o que acontece quando os instrumentos considerados não estão relacionados com as restrições de financiamento. Assim, os resultados indicam que os instrumentos são válidos, mas pouco correlacionados com a variável endógena utilizada para a explicação do modelo.¹⁰

Quanto ao teste de Hausman, verifica-se que o valor de 49.5911 (para um nível de significância de 1%) demonstra que as estimações efetuadas para as variáveis instrumentais produzem melhores resultados, do que a regressão linear simples. Desta forma, existe evidência estatística suficiente para afirmar que as variáveis de desempenho de RSE (RSE) e restrições de financiamento (KZ) são endógenas, ou seja, se por um lado as empresas que possuem melhor desempenho em RSE tenderão a apresentar menores níveis de restrições ao financiamento, por outro lado as empresas que enfrentam menores restrições no acesso ao financiamento tenderão a encetar mais iniciativas relacionadas com a RSE. Destaca-se também o facto da variável de rendibilidade (INST_RA) influenciar negativamente as restrições de financiamento das empresas (KZ), mas apenas de forma indireta (através do desempenho de RSE das empresas).

¹⁰ Estudos anteriores relacionados com o Governo das Sociedades e gestão do risco financeiro têm encontrado principalmente instrumentos fracos, por exemplo Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006). Predicting firms' corporate governance choices: evidence from Korea. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 660–691, sendo que outros estudos não apresentam qualquer evidência sobre estes testes, como Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M., & Zimmermann, H. (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management*, 12(2), 249–284 e Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267–293, pelo que escolhem os instrumentos baseados exclusivamente em motivos económicos.

De seguida, apresenta-se na Tabela 16 os resultados para o segundo estágio das variáveis instrumentais. Neste segundo estágio, os valores por empresa relativamente à variável RSE são os estimadores resultantes do primeiro estágio. Tal como no ponto anterior, pretende-se apurar novamente a influência que o desempenho de RSE tem sobre as restrições de financiamento (equação 4), pelo que se espera novamente que esta relação seja negativa (hipótese 1). Mantendo a base da especificação principal, o índice KZ (KZ) é a variável dependente, o desempenho de RSE (RSE) é a variável independente e a dimensão da empresa (LNATI) representa a variável de controlo.

Tabela 16: **Segundo estágio da metodologia das variáveis instrumentais**

Variáveis	Especificação Principal
KZ é a variável dependente	
Constante	-4.8011 (4.3283)
RSE	-12.3875 (5.4645)**
LNATI	0.7314 (0.3550)**
N	385
R² ajustado	---

Nota. Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1) e estimados para erros robustos. Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. Os dados referentes ao desempenho de RSE foram obtidos através do *website STOXX.com*. KZ representa o índice de restrições de financiamento. RSE representa o desempenho de RSE a nível empresarial. LNATI representa o Logaritmo Natural do Total de Ativos. Os asteriscos ***, ** e * representam um nível de significância de 1%, 5% e 10% respetivamente.

Os resultados da Tabela 16 demonstram que ao contrário do que sucedeu para o modelo de regressão linear simples, no teste à endogeneidade existe uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o desempenho de RSE (RSE) das empresas e as suas restrições de acesso ao financiamento (KZ). A variável RSE regista um coeficiente de -12.3875 com uma estimativa de erros robustos de 5.4645, para um nível de significância de 5%, pelo que se demonstra que quanto maior for o desempenho de RSE (RSE), menores serão as restrições de acesso ao financiamento (KZ) enfrentadas pelas empresas no decorrer da sua atividade, corroborando-se assim a hipótese 1.

Quanto à variável que visa mensurar a dimensão das empresas (LNATI), observa-se que esta apresenta um coeficiente positivo de 0.7314 com uma estimativa de erros robustos de

0.3550, para um nível de significância de 5%. Apesar do resultado contrariar os estudos empíricos, que defendem que as pequenas empresas tendem a enfrentar maiores restrições de financiamento (Fazzari *et al.*, 1988; Gertler & Gilchrist, 1991; Lamont *et al.*, 2001), denota-se que existe consistência com os resultados de Cheng *et al.* (2014), o que sugere que as maiores empresas tendem a enfrentar maiores restrições de acesso ao financiamento (KZ).

5. Conclusão

Nesta investigação, analisou-se a relação entre o desempenho de RSE e as restrições de acesso ao financiamento de 385 empresas não financeiras pertencentes ao índice *Stoxx 600* em 2013. Após estimar os resultados para a especificação principal, verificou-se que o desempenho de RSE não apresentava uma relação significativa com o nível de restrições de financiamento exibido pelas empresas. Assim, avaliou-se igualmente a possibilidade de existência de causalidade reversa entre estas variáveis. Os resultados estão de acordo com os estudos anteriores (Cheng *et al.*, 2014; Hong *et al.*, 2012), pelo que se encontrou uma relação negativa e significativa entre o desempenho de RSE e as restrições de financiamento, mas apenas quando se considera a existência de endogeneidade entre as variáveis. Desta forma, as empresas que possuam um elevado desempenho de RSE tendem a enfrentar menores restrições de financiamento nas suas operações de negócio. Por outro lado, a rendibilidade também influencia negativamente as restrições de acesso ao financiamento, mas apenas de forma indireta (através do desempenho de RSE).

Num mundo em crescente globalização, em que emerge a necessidade de transparência por parte das empresas na prestação de contas e no seu relacionamento com os diversos *stakeholders*, os gestores devem avaliar a importância da RSE nas suas operações de negócio. De forma idêntica a Cheng *et al.* (2014), sugerimos que as empresas que procuram ser líderes em responsabilidade social empresarial tendem a beneficiar de um melhor acesso ao financiamento. Assim, comprova-se que o investimento neste tipo de atividades possibilita um retorno futuro, sob a forma de uma maior disponibilidade de financiamento, que pode servir como fator de diferenciação face à concorrência.

Julgamos que o contributo mais significativo deste estudo para a literatura está relacionado com a escolha da amostra, que é constituída especificamente por empresas europeias, uma vez que a maioria dos estudos sobre RSE analisam empresas americanas. Além disso, utiliza-se uma variável *dummy* referente à presença das empresas no índice *STOXX Europe Sustainability* que se afigura como uma boa representação do desempenho das empresas em termos de RSE, já que este índice inclui as empresas europeias líderes em termos de sustentabilidade.

As principais limitações estão essencialmente relacionadas com a dificuldade em mensurar o nível de RSE das empresas. Sugere-se um estudo desta natureza para empresas especificamente distribuídas pela Península Ibérica. Por outro lado, recomenda-se uma investigação sobre o efeito do desempenho inerente às atividades de RSE de um período nas restrições de financiamento do período seguinte.

Referências Bibliográficas

- Abbott, W. F., & Monsen, R. J. (1979). On the measurement of corporate social responsibility: Self reported disclosure as a measure of corporate social involvement. *Academy of Management Journal*, 22(3), 501–515.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777–1804.
- Anderson, J. C., & Frankle, A. W. (1980). Voluntary social reporting: An ISO-beta portfolio analysis. *The Accounting Review*, 55(3), 467–479.
- Baker, M., Stein, J. C., & Wurgler, J. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969–1005.
- Bakke, T.-E., & Whited, T. M. (2010). Which firms follow the market? An analysis of corporate investment decisions. *Review of Financial Studies*, 23(5), 1941–1980.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71–86.
- Bassen, A., Meyer, K., & Schlange, J. (2006). The influence of corporate responsibility on the cost of capital: An empirical analysis [Working Paper]. *Universität Hamburg, Hamburgo*.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter? *Journal of Finance*, 60(1), 137–177.
- Bénabou, R., & Tirole, J. (2010). Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica*, 77(305), 1–19.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial Management*, 35(3), 97–116.
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470–487.

- Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). Is the growth of small firms constrained by internal finance? *Review of Economics and Statistics*, 84(2), 298-309.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate governance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497–505.
- Carroll, A. B. (1999). Corporate social responsibility evolution of a definitional construct. *Business & Society*, 38(3), 268–295.
- Carroll, A. B., & Shabana, K. M. (2010). The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 85–105.
- Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273–289.
- Cheng, B. M., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate Social Responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
- Chi, J. (2005). Understanding the endogeneity between firm value and shareholder rights. *Financial Management*, 34(4), 65–76.
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 30(8), 895–907.
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, 27(1), 42–56.
- Cruz, C., Larraza-Kintana, M., Garcés-Galdeano, L., & Berrone, P. (2014). Are Family Firms Really More Socially Responsible? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(6), 1295–1316.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100.
- Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do corporate global environmental standards create or destroy market value? *Management Science*, 46(8), 1059–1074.

- Eccles, R. G., & Serafeim, G. (2012). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance [*Working Paper N°12-035*]. *Harvard Business School*, Boston, Massachusetts.
- El Ghoul, 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.
- Eugénio, T. (2009, Janeiro-Março). A Auditoria Financeira e as matérias ambientais. *Revista da Ordem dos Revisores e Auditores*, 44, pp. 18–31.
- European Commission. (2001). *Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibilities*. Bruxelas: Autor.
- European Commission. (2011). *A renewed EU Strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility*. Bruxelas: Autor.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141–195.
- Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Barnett, M. L. (2000). Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk. *Business and Society Review*, 105(1), 85–106.
- Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management [*Working Paper N° 01-02*]. *University of Virginia*, Charlottesville, Virginia.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 32(33), 122–126.
- Galaskiewicz, J. (1997). An Urban Grants Economy Revisited: Corporate Charitable Contributions in the Twin Cities, 1979-81, 1987-89. *Administrative Science Quarterly*, 42(3), 445–471.
- Gertler, M., & Gilchrist, S. (1991). Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms [*Working Paper N° 3892*]. *The National Bureau of Economic Research*, Cambridge, Massachusetts.

- Gjølberg, M. (2009). Measuring the immeasurable? Constructing an index of CSR practices and CSR performance in 20 countries. *Scandinavian Journal of Management*, 25(1), 10–22.
- Godos-Díez, J.-L., Fernández-Gago, R., Cabeza-García, L., & Martínez-Campillo, A. (2014). Determinants of CSR practices: analysis of the influence of ownership and the management profile mediating effect. *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación Y Contabilidad*, 43(1), 47–68.
- Goss, A. (2007). Corporate Social Responsibility and Financial Distress [Working Paper]. *Ryerson School of Management*, Toronto, Ontario.
- Guenster, N., Derwall, J., Bauer, R., & Koedijk, K. (2011). The economic value of corporate eco-efficiency. *European Financial Management*, 17(4), 679–704.
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *Review of Financial Studies*, 23(5), 1909–1940.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001). The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), 431–449.
- Hennessy, C. A., & Whited, T. M. (2007). How costly is external financing? Evidence from a structural estimation. *Journal of Finance*, 62(4), 1705–1745.
- Hill, R. P., Ainscough, T., Shank, T., & Manullang, D. (2007). Corporate social responsibility and socially responsible investing: A global perspective. *Journal of Business Ethics*, 70(2), 165–174.
- Hill, R. P., Stephens, D., & Smith, I. (2003). Corporate Social Responsibility: An Examination of Individual Firm Behavior. *Business and Society Review*, 108(3), 339–364.
- Hong, H., Kubik, J. D., & Scheinkman, J. A. (2012). Financial Constraints on Corporate Goodness [Working Paper N° 18476]. *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, Massachusetts.

- Hubbard, R. G. (1998). Capital Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 193–225.
- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8–21.
- 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.
- Jo, H., & Harjoto, M. a. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351–383.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics. *The Academy of Management Review*, 20(2), 404–437.
- Jorge, M. (2012). Risk management, corporate governance and firm value: evidence from Euronext non-financial firms. Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia - Universidade de Coimbra, Coimbra, Portugal.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215.
- Lamont, O., Polk, C., & Saá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *Review of Financial Studies*, 14(2), 529–554.
- Lee, D. D., & Faff, R. W. (2009). Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective. *The Financial Review*, 44(2), 213–237.
- Lo, S.-F., & Sheu, H.-J. (2007). Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business? *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 345–358.
- Marques, L. (2013). O governo das sociedades e a política de dividendos na Europa Ocidental. Tese de Mestrado, Escola Superior de Tecnologia e Gestão - Instituto Politécnico de Leiria, Leiria, Portugal.
- Marrewijk, M. van, & Werre, M. (2003). Multiple Levels of Corporate Sustainability. *Journal of Business Ethics*, 44(2-3), 107–119.
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854–872.

- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117–127.
- Navarro, P. (1988). Why do corporations give to charity? *Journal of Business*, 61(1), 65–93.
- Nelling, E., & Webb, E. (2009). Corporate social responsibility and financial performance: The “virtuous circle” revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 197–209.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications Service.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–441.
- Prado-Lorenzo, J.-M., Gallego-Álvarez, I., García-Sánchez, I.-M., & Rodríguez-Domínguez, L. (2008). Social responsibility in Spain: Practices and motivations in firms. *Management Decision*, 46(8), 1247–1271.
- Richardson, A. J., & Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*, 26(7), 597–616.
- Roda, B. L. (2013). Board Conditioning Factors of Firm Performance. Tese de Mestrado, Escola Superior de Tecnologia e Gestão - Instituto Politécnico de Leiria, Leiria, Portugal.
- Roitto, A. (2013). Factors Effecting Corporate Social Responsibility Disclosure Ratings: An Empirical Study of Finnish Listed Companies. Tese de Mestrado, Oulu Business School, Oulu, Finlândia.
- Rossi, J. L., Jr. (2009). What is the value of Corporate Social Responsibility? An answer from the Brazilian Sustainability Index. *Journal of International Business & Economics*, 9(3), 169–178.
- Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., & Paul, K. (2001). An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: a stakeholder theory perspective. *Journal of Business Ethics*, 32(2), 143–156.

- Sahlin-Andersson, K. (2006). Corporate social responsibility: A trend and a movement, but of what and for what? *Corporate Governance*, 6(5), 595–608.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Stein, J. C. (1989). Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655–669.
- Stein, J. C. (2003). Agency, information and Corporate Investment. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, Cap. 2, pp. 111–165). Amsterdam: Elsevier Science.
- Stock, J. H., & Yogo, M. (2005). Testing for weak instruments in linear IV regression. In D. W. K. Andrews & J. H. S. Stock (Eds.), *Identification and inference for econometric models: essays in honor of Thomas Rothenberg* (pp. 80–108). Cambridge: Cambridge University Press.
- Turban, D. B., & Greening, D. W. (1997). Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *The Academy of Management Journal*, 40(3), 658–672.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.
- Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial Constraints Risk. *Review of Financial Studies*, 19(2), 531–559.

