



Informação não financeira e o desempenho das empresas: A realidade ibérica

Mestrado em Controlo de Gestão

Inês De Sousa Fonseca

Leiria, setembro de 2025



Informação não financeira e o desempenho das empresas: A realidade ibérica

Mestrado em Controlo de Gestão

Inês De Sousa Fonseca

Dissertação realizada sob a orientação da Professora Doutora Inês Margarida Cadima Lisboa
e coorientação do Professor Doutor José Luís Pereira Martins

Leiria, setembro de 2025

Originalidade e Direitos de Autor

A presente dissertação é original, elaborada unicamente para este fim, tendo sido devidamente citados todos os autores cujos estudos e publicações contribuíram para a elaborar.

Reproduções parciais deste documento serão autorizadas na condição de que seja mencionada a Autora e feita referência ao ciclo de estudos no âmbito do qual o mesmo foi realizado, a saber, Curso de Mestrado em Controlo de Gestão, no ano letivo 2024/2025, da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria, Portugal, e, bem assim, à data das provas públicas que visaram a avaliação destes trabalhos.

Dedicatória

À pequena Inês, que sonhou alto, acreditou quando tudo parecia distante e deu os primeiros passos que me trouxeram até aqui. Que nunca se esqueça de que cada esforço, cada dúvida e cada queda foram sementes de coragem que floresceram neste momento. Esta conquista é tua/nossa, e é a prova de que vale sempre a pena continuar a acreditar.

Agradecimentos

A realização desta dissertação representou uma etapa desafiante e enriquecedora do meu percurso académico e pessoal, que não teria sido possível sem o apoio de várias pessoas e instituições.

Em primeiro lugar, expresso a minha sincera gratidão à Professora Doutora Inês Margarida Cadima Lisboa, minha orientadora, pela dedicação, orientação científica rigorosa e disponibilidade constante, que foram fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho. Agradeço igualmente ao Professor Doutor José Luís Pereira Martins, coorientador, pelos seus contributos valiosos, sugestões pertinentes e apoio ao longo deste processo.

Ao Alexandre e ao Bruno por todo o apoio, companheirismo e motivação que me deram ao longo deste percurso, tornando-o mais leve.

À Carina e à Catarina, por terem tido sempre paciência e boa disposição ao longo deste percurso e nunca me deixaram de apoiar e acreditar em mim, mesmo nos momentos mais desafiantes.

À minha família, pelo apoio incondicional, paciência e compreensão em todos os momentos de maior exigência.

Por fim, deixo também um agradecimento à biblioteca do ISEG, que me permitiu a consulta da base dos dados Refinitiv Eikon para realizar este estudo.

A todos, o meu sincero obrigada.

Resumo

Nos últimos anos, a divulgação de informação não financeira, que abrange as dimensões ambiental, social e de governação (ESG - *environmental, social, and governance*), tem assumido uma relevância crescente, impulsionada por exigências regulatórias e pela pressão dos *stakeholders* por maior transparência. Contudo, a relação entre a divulgação de práticas ESG e o desempenho financeiro das empresas, permanece inconclusiva e pouco explorada em determinados contextos, como o ibérico.

O presente estudo tem como objetivo analisar o impacto do ESG no desempenho financeiro das empresas. Para tal é estudada uma amostra de empresas portuguesas e espanholas, ao longo de um período de onze anos (2014-2024). São usadas quatro medidas de desempenho: duas de rentabilidade e duas de margens, e o ESG é avaliado através do índice ESG geral, bem como das suas subcomponentes. Foram ainda incluídas variáveis de controlo.

Os resultados evidenciam que os índices ESG têm aumentado ao longo dos anos, sugerindo que as empresas mostram mais preocupações com as áreas ambiental, social e de governação. Adicionalmente, as empresas espanholas apresentam índices de divulgação ESG mais altos do que as empresas portuguesas. As diferenças encontradas entre empresas portuguesas e espanholas são consistentes com a teoria da legitimidade, uma vez que a maior divulgação ESG em Espanha reflete pressões institucionais e sociais mais intensas, devido à dimensão do mercado.

Verifica-se ainda que as práticas ESG, de modo global, não têm impacto no desempenho financeiro das empresas. Porém, numa análise desagregada, os resultados evidenciam que a subcomponente ambiental tem impacto positivo e significativo na rentabilidade das empresas, enquanto a área social tem o impacto oposto. À luz da teoria dos *stakeholders*, o impacto positivo da dimensão ambiental pode ser explicado pelo facto da empresa responder às expectativas de diferentes grupos de interesse relativamente às preocupações ambientais com vista a promover a sustentabilidade ambiental. Já o impacto negativo associado à dimensão social pode ser compreendido com base na teoria da agência, uma vez que certos investimentos sociais podem ser vistos como custos que não maximizam a rentabilidade dos acionistas, pelo menos numa perspetiva de curto prazo. Os resultados ainda mostram que as

variáveis de controlo: endividamento e crescimento das vendas são as mais relevantes para explicar o desempenho financeiro das empresas da amostra.

A lógica do *triple bottom line* sustenta os resultados obtidos, ao salientar que o desempenho empresarial deve ser avaliado considerando de forma integrada as dimensões económica, ambiental e social, mesmo que estas apresentem efeitos distintos sobre a rentabilidade.

Palavras-chave: informação não financeira, ESG, desempenho financeiro, empresas ibéricas.

Abstract

In recent years, the disclosure of non-financial information, which encompasses environmental, social, and governance (ESG) dimensions, has gained increasing relevance, driven by regulatory requirements and stakeholder pressure for greater transparency. However, the relationship between the disclosure of ESG practices and companies' financial performance remains inconclusive and underexplored in certain contexts, such as the Iberian market.

The present study aims to analyze the impact of ESG on companies' financial performance. To this end, a sample of Portuguese and Spanish companies is examined over an eleven-year period (2014–2024). Four measures of performance are used: two profitability indicators and two margin indicators, while ESG is assessed through the overall ESG index as well as its subcomponents. Control variables are also included.

The results show that ESG scores have increased over the years, suggesting that companies are showing greater concern for environmental, social, and governance issues. Additionally, Spanish companies exhibit higher ESG disclosure levels than Portuguese companies. The differences found between Portuguese and Spanish companies are consistent with legitimacy theory, as greater ESG disclosure in Spain reflects stronger institutional and social pressures due to the market's larger size.

It is also observed that ESG practices, as a whole, do not impact companies' financial performance. However, in a disaggregated analysis, results show that the environmental subcomponent has a positive and significant impact on companies' profitability, while the social dimension has the opposite effect. In light of stakeholder theory, the positive impact of the environmental dimension can be explained by companies' responses to the expectations of different stakeholder groups regarding environmental concerns, aimed at promoting environmental sustainability. In contrast, the negative impact associated with the social dimension can be understood through agency theory, as certain social investments may be perceived as costs that do not maximize shareholder profitability, at least in the short term. The results further reveal that the control variables — leverage and sales growth — are the most relevant in explaining the financial performance of the sampled companies.

The logic of the triple bottom line supports the results obtained, by emphasizing that corporate performance should be evaluated by integrating economic, environmental, and social dimensions, even if these have distinct effects on profitability.

Keywords: non-financial information, ESG, financial performance, Iberian companies.

Índice

Originalidade e Direitos de Autor	iii
Dedicatória	iv
Agradecimentos	v
Resumo	vi
Abstract	viii
Lista de figuras	xii
Lista de tabelas	xiii
Lista de siglas e acrónimos	xiv
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	3
2.1. Informação não financeira	3
2.1.1. Conceito	3
2.1.2. Evolução histórica	5
2.1.3. Tipos de informação não financeira	7
2.1.4. Referenciais para reporte de informação não financeira	10
2.1.4.1. <i>Global Reporting Initiative</i>	10
2.1.4.2. <i>International Integrated Reporting Council</i>	11
2.1.4.3. <i>Sustainability Accounting Standards Board</i>	13
2.1.4.4. Diretivas da União Europeia	14
2.1.4.5. <i>Task Force on Climate-related Financial Disclosures</i>	17
2.2. O desempenho financeiro das empresas	18
2.2.1. Conceito	18
2.2.2. <i>Proxies</i> de desempenho	19
2.2.2.1. Contabilísticas	19
2.2.2.2. Mercado.....	20
2.2.3. Fatores que influenciam o desempenho das empresas	21

2.3. Teorias relevantes	23
2.3.1. Teoria dos <i>Stakeholders</i>	24
2.3.2. Teoria da Agência.....	24
2.3.3. Teoria da Legitimidade.....	25
2.3.4. Teoria da Sinalização.....	27
2.3.5. <i>Triple Bottom Line</i>	28
2.4. O impacto do relato não financeiro no desempenho das empresas	29
3. Metodologia.....	37
3.1. Amostra	37
3.2. Variáveis	38
3.3. Modelo	40
4. Resultados	42
4.1. Caracterização da amostra	42
4.2. Análise Univariada	46
4.3. Análise Multivariada.....	51
5. Conclusão	56
Referências	59
Anexos.....	71

Lista de figuras

Figura 1: Evolução do número de artigos com as palavras <i>non financial information</i> ou <i>reporting non financial information</i>	4
Figura 2: Evolução anual do ESG Score (média).....	43
Figura 3: Evolução anual das subcomponentes ESG	45

Lista de tabelas

Tabela 1: Síntese de estudos que relacionam a informação não financeira e o desempenho das empresas ...	32
Tabela 2: Observações por país	42
Tabela 3: Observações por setor.....	42
Tabela 4: Estatísticas descritivas	47
Tabela 5: Matriz de correlações.....	49
Tabela 6: Teste de significância do ESG Score (Modelo [1])	51
Tabela 7: Teste de significância das subcomponentes ESG (Modelo [2])	53

Lista de siglas e acrónimos

BRICS	Brasil, Rússia, Índia e China
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CE	Comunidade Europeia
DF	Desempenho Financeiro
ESG	<i>Environmental, Social, and Governance</i> (ambiental, social e de governação)
ESRS	<i>European Sustainability Reporting Standards</i> (Normas Europeias de Relatórios de Sustentabilidade)
EUA	Estados Unidos da América
FSB	<i>Financial Stability Board</i> (Conselho de Estabilidade Financeira)
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i> (Normas Internacionais de Relatórios Financeiros)
IIRC	<i>International Integrated Reporting Council</i>
KPI	<i>Key Performance Indicator</i> (Indicador-chave de desempenho)
MTBV	<i>Market-to-Book Value</i>
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
ONU	Organização das Nações Unidas
PER	<i>Price-Earnings Ratio</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PME	Pequenas e Médias Empresas
RA	Rendibilidade dos Ativos
RCP	Rendibilidade dos Capitais Próprios
SABI	Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
SASB	<i>Sustainability Accounting Standards Board</i>
TCFD	<i>Task Force on Climate-related Financial Disclosures</i>
UE	União Europeia
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

1. Introdução

A relevância da divulgação de informação não financeira — que abarca critérios ambientais, sociais e de governação tem vindo a intensificar-se recentemente, impulsionada por exigências regulatórias, como a Diretiva (UE) 2014/95 do Parlamento Europeu e do Conselho (Diretiva (UE) 2014/95) e a Diretiva 2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho (Diretiva (UE) 2022/2464) e pela pressão dos *stakeholders* por transparência na informação divulgada pelas empresas. Estudos demonstram que empresas com práticas robustas de divulgação ESG tendem a apresentar melhor desempenho financeiro (Leonard et al., 2021), pois esta divulgação pode contribuir para reduzir os riscos reputacionais da empresa, melhorar o acesso a capital alheio e gerar ganhos de eficiência operacional. Isto acontece porque a transparência em matéria ESG permite às empresas fortalecer a confiança dos *stakeholders* e proteger a organização de potenciais danos reputacionais, uma vez que reduz a probabilidade de críticas públicas ou perda de legitimidade institucional. No entanto, o impacto da informação não financeira no desempenho financeiro das empresas permanece inconclusivo, uma vez que alguns autores argumentam que o impacto varia conforme o setor e o contexto institucional (Garcia et al., 2017).

O presente trabalho visa analisar se a divulgação de informação não financeira, mais concretamente, através de práticas ESG, influencia o desempenho financeiro das empresas. Existem estudos que analisam o impacto da informação não financeira, mas focando-se em tópicos como a sustentabilidade (Eccles et al., 2014; Sandy, 2018; Vitale et al., 2023), ou a existência de relatórios integrados (Affan, 2019; Darminto et al., 2024; Islam, 2021; Wen et al., 2017). Estudos que analisam o tópico do presente trabalho também existem (Candio, 2024; Carnini et al., 2022; Chouaibi et al., 2022; Churet & Eccles, 2014; Fernando et al., 2022; Garcia et al., 2017a; Ghardallou, 2022; Thi Thu Loan et al., 2024). Porém estes estudos analisam essencialmente países asiáticos (exemplo, Arábia Saudita, Bangladesh, China, Índia, Indonésia, Malásia, Turquia, Vietnam, etc.) e de empresas cotadas ou bancos.

O presente estudo pretende contribuir para o debate sobre o tema do impacto das práticas ESG no desempenho financeiro das empresas, ao analisar uma amostra de empresas cotadas e não cotadas, alargando assim o tipo de empresas analisadas, do mercado português e espanhol, mercados menos explorados, com informação sobre o índice ESG.

Estudos sobre os mercados português e espanhol já existem. Destaca-se o de Monteiro et al. (2024), que apenas considera se as empresas divulgaram ou não relatórios de sustentabilidade, e de Costa et al. (2024), que realizou uma análise de conteúdo e verificou se determinados itens de sustentabilidade de acordo com os princípios *International Integrated Reporting Council* (IIRC) eram divulgados.

A utilização do índice ESG como variável principal revela-se particularmente relevante, uma vez que permite reduzir a subjetividade frequentemente associada a análises baseadas em *proxies* indiretas, como a análise de conteúdo, por vezes, com um grau de subjetividade (utilizados por exemplo por Albetairi et al., 2018; Affan, 2019; Buallay et al., 2021; Costa et al., 2024; Darminto et al., 2024; Lehenchuk et al., 2023; Guo et al., 2023; Wen et al., 2017)). No presente estudo, para além de ser considerado o índice ESG geral, é também analisado o impacto das suas subcomponentes – ambiental, social e de governação, permitindo uma análise mais detalhada sobre o assunto. Estudos que analisam o impacto de cada subcomponente ESG são escassos. Destacam-se os estudos de Carnini et al. (2022) e Candio (2024).

Outro aspeto diferenciador do presente estudo está relacionado com o período temporal analisado. Enquanto Monteiro et al. (2024) e Costa et al. (2024), analisaram os mesmos mercados e um período mais curto (um e três anos, respetivamente), o presente estudo abrange um horizonte temporal mais alargado – onze anos, que coincide com marcos importantes ao nível do ESG, como a publicação da Diretiva (UE) 2014/95 e da Diretiva (UE) 2022/2464. A inclusão destes marcos permite analisar possíveis mudanças estruturais no comportamento das empresas, e principalmente analisar o impacto da divulgação de informação não financeira no desempenho das empresas ao longo dos anos.

Esta dissertação está estruturada em cinco capítulos. Neste primeiro capítulo é introduzido o tema do trabalho, apresentada a sua relevância e os objetivos que se pretendem cumprir. O capítulo seguinte apresenta uma revisão de literatura sobre a informação não financeira, o desempenho financeiro das empresas, as teorias relevantes para a temática e evidência prévia sobre o impacto do relato não financeiro no desempenho das empresas. No terceiro capítulo é abordada a metodologia aplicada neste estudo, cujos resultados serão apresentados e discutidos no quarto capítulo. O último capítulo contém todas as conclusões obtidas com esta investigação, bem como as principais limitações do estudo e futuras linhas de investigação.

2. Revisão da Literatura

Este capítulo divide-se em quatro subcapítulos que apresentam, de forma teórica, os conceitos de informação não financeira e de desempenho financeiro, as teorias mais relevantes que fundamentam a relação em estudo e as evidências na literatura relativamente à relação entre a divulgação de informação não financeira e o desempenho financeiro.

2.1. Informação não financeira

2.1.1. Conceito

Não existe um conceito único de informação não financeira (Tarquinio & Posadas, 2020), uma vez que esta informação detém diversas características. O facto de não existir uma definição concreta e comumente aceite, leva a que existam diversos entendimentos sobre o conceito de informação não financeira, o que poderá ser um problema, uma vez que pode gerar “*confusão, opacidade (...), uma fragmentação crescente na compreensão das pessoas e baixa comparabilidade dos relatórios* (Garcia et al., 2017).

Segundo Manes-Rossi et al. (2018), a informação não financeira engloba diversos temas que são importantes para melhorar a divulgação de informação e transparência para com as partes interessadas. Para Admiraal et al. (2009, p. 15) “*A informação não financeira compreende todos os dados quantitativos e qualitativos sobre a política prosseguida, as operações comerciais e os resultados desta política em termos de produção ou resultados, sem uma ligação direta com um sistema de registo financeiro.*”¹

A informação não financeira, ao divulgar dados sobre a política de gestão usada e os resultados que advém da sua aplicação, vai além do que é apresentado pela informação financeira, uma vez que os resultados da política de gestão não são reconhecidos na contabilidade (Khan & Chinnasamy, 2022). Segundo Robb et al. (2001), o objetivo da informação não financeira não é divulgar mensurações de dados financeiros relativos às empresas (informação habitualmente divulgada), mas sim divulgar características acerca das mesmas.

¹ Tradução de “*Nonfinancial information comprises all quantitative and qualitative data on the policy pursued, the business operations, and the results of this policy in terms of output or outcome, without a direct link with a financial registration system.*”

Na Diretiva (UE) 2014/95 é possível verificar que a informação não financeira inclui dados sobre os impactos ambientais, sociais, de direitos humanos, anticorrupção e diversidade, que irá complementar os relatórios.

Apesar das diretivas europeias serem uma base legal para a informação não financeira, as definições que apresentam limitam-se apenas à questão da ESG, o que leva a que o escopo da informação não financeira seja mais reduzido, não estando incluído, por exemplo, o capital intelectual, que é um fator relevante para o setor da tecnologia. Por isso, a definição de Dumay et al. (2019) é mais abrangente, uma vez que inclui capital intelectual, desempenho ESG e relações com os *stakeholders*. Esta definição destaca-se, uma vez que demonstra que a criação de valor das empresas é multifacetada e está alinhada com o relato integrado, que nos dias de hoje é utilizado por diversas empresas com grande dimensão.

A evolução conceptual que se observa na literatura reflete-se igualmente na investigação científica. Através do gráfico infra, podemos verificar que o tema “informação não financeira” tem vindo a ganhar cada vez mais ênfase, o que se traduz num aumento dos artigos científicos que se debruçam sobre este tema.

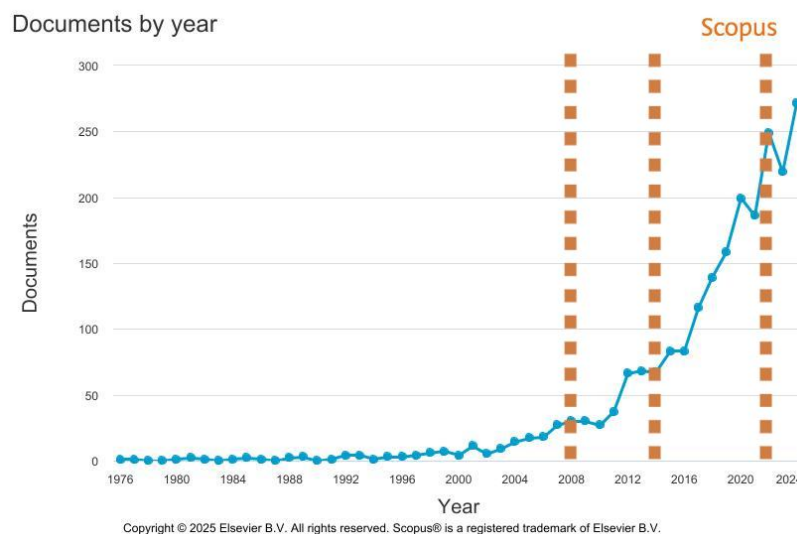


Figura 1: Evolução do número de artigos com as palavras *non financial information* ou *reporting non financial information*

Fonte: Scopus Analyzer (2025)

Pela evolução do gráfico da figura 1 podemos afirmar que existiram três momentos no tempo que levaram a um aumento de artigos científicos sobre o tema. O primeiro momento foi após a crise económico-financeira em 2008, uma vez que era necessário realizar uma melhor gestão de risco, e por isso a divulgação de informação não financeira seria um meio para

atingir esse fim. O segundo momento foi após a publicação da Diretiva (UE) 2014/95, onde surgiu pela primeira vez a obrigatoriedade de divulgação de informação não financeira por parte de determinadas entidades. O terceiro momento foi a publicação da nova diretiva de UE (União Europeia) em 2022, com algumas alterações acerca da divulgação de informação não financeira.

2.1.2. Evolução histórica

A divulgação de informação não financeira está conexas à responsabilidade social corporativa. O principal propósito da informação não financeira é demonstrar, perante a sociedade, que as empresas reconhecem o seu impacto na sociedade (Connolly & Quinn, 2017). Para além disso, demonstram também que as suas decisões de gestão têm o propósito de minimizar o impacto negativo ou maximizar o impacto positivo na sociedade, comprovando assim, perante todos, a sua responsabilidade social corporativa.

Nas décadas de 30 e 40, o tema da responsabilidade social corporativa começou a ser comentado (Carroll, 1999). Mais tarde, durante a década de 60, a relação entre as empresas e a sociedade. A Conferência das Nações Unidas sobre o Ambiente e Desenvolvimento, mais conhecida pela Conferência do Rio, foi realizada entre os dias 3 e 14 de junho de 1992, e foi um marco importante para o início do desenvolvimento sustentável. Nesta conferência estiveram presentes não só chefes de Estado e a comunidade ambiental, mas também povos e comunidades indígenas e tradicionais dos países em desenvolvimento, organizações humanitárias, sindicatos, grupos de defesa dos direitos das mulheres e o setor privado. Este encontro permitiu definir um guião para o século XXI – a Agenda 21 – que estabelecia o que seria realizado pelos governos e organizações para implementarem práticas sustentáveis ao longo daquele século. Foi realizada ainda a Declaração do Rio sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento, onde foram criados 27 princípios, que definiam os direitos e responsabilidades de cada país perante o meio ambiente e desenvolvimento. Foi também assinada a Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre a Mudança do Clima e a Convenção sobre a Biodiversidade e aprovado um documento com Princípios Florestais, com o intuito de realizar uma gestão mais sustentável das florestas (Cléménçon, 2012).

Em 1997 foi fundada a *Global Reporting Initiative* (GRI), em Boston, com o objetivo de criar o primeiro método de divulgação de informação não financeira, de forma a garantir que as empresas aderissem aos princípios de comportamento ambiental responsável, que passou a incluir também questões sociais, económicas e de governação (*GRI - Mission & history*,

2024). Ao longo dos anos foram desenvolvidas diretrizes, sendo que a primeira versão das diretrizes GRI foi publicada no ano 2000. Estas diretrizes permitem auxiliar todos aqueles que divulgam informação não financeira, de forma que essa informação seja o mais padronizada e transparente possível (*GRI - Mission & history*, 2024).

Atualmente, a GRI é utilizada um pouco por todo o mundo e é a mais reconhecida no que respeita à divulgação de informação não financeira. Este é, sem dúvida, um grande marco na história na divulgação de informação não financeira, uma vez que passa a existir uma maior necessidade das empresas serem transparentes para com a sociedade (*GRI - Mission & history*, 2024).

Nos últimos anos da década de 90 e início do novo milénio, a divulgação dos impactos das empresas passou a incluir aspetos sociais e de governação, passando assim os relatórios a chamarem-se de relatórios de informação não financeira (Grueso-Gala & Camisón Zornoza, 2022). Isto levou ao surgimento dos relatórios integrados, cujo objetivo é unir as informações financeiras e não financeiras num só relatório, permitindo assim ter uma análise mais completa acerca do desempenho financeiro e de sustentabilidade das empresas (Dumay et al., 2016).

Em 1999 foi anunciado por Kofi Annan o Pacto Global da ONU (Organização das Nações Unidas), que foi lançado oficialmente no ano 2000. Este pacto teve como objetivo incentivar a adoção de políticas mais sustentáveis e responsáveis. É composto por 10 princípios relacionados com direitos humanos, condições de trabalho, meio ambiente e combate à corrupção (Orzes et al., 2018).

Após 1999, começaram a surgir mais obrigações de divulgação de informação não financeira para as empresas, nos aspetos ambientais, sociais e de governação, o que levou a que os investidores também comessem a considerar estes aspetos para analisarem o risco e valor da empresa a longo prazo (Irimus, 2022).

Entre 2000 e 2014, a informação não financeira foi ganhando cada vez mais reconhecimento. Em 2010 foi criado o *International Integrated Reporting Council* (IIRC), que tinha como objetivo mudar a forma de divulgação de informação das empresas, e criar uma forma de relato que demonstrasse a criação de valor a longo prazo – o relato integrado. Este concílio propôs que as empresas, que já divulgavam o relatório de sustentabilidade para além do

relatório financeiro, passassem a divulgar um só relatório, que ligasse a performance financeira à informação não financeira (IAS Plus, 2025).

Até 2014 a divulgação de informação não financeira era facultativa, mas esta situação alterou-se após a publicação da Diretiva (UE) 2014/95. Esta diretiva veio obrigar as grandes empresas, que sejam entidades de interesse público, e excedam o número médio de 500 colaboradores, na Europa, a divulgar informação não financeira.

No ano seguinte foi realizado o Acordo de Paris, que foi assinado por 195 países, com o objetivo de combater as mudanças climáticas. Nesse mesmo ano a ONU publicou a Agenda de Desenvolvimento Sustentável com 17 objetivos de desenvolvimento sustentável para atingir até 2030 (Irimus, 2022).

Mais recentemente, em 2022, a UE publicou a Diretiva (UE) 2022/2464, que veio modificar a diretiva de 2014, incluindo mais critérios acerca das empresas que são obrigadas a divulgar informação não financeira na Europa.

Nos últimos anos têm-se vindo a intensificar as preocupações com os impactos das empresas nos fatores ESG e têm-se unido esforços para que a divulgação de informação não financeira se torne cada vez mais consistente, clara e comparável, como se pode verificar pela publicação de uma nova diretiva da UE em relação à divulgação de informação não financeira (García & Noguera, 2017).

Em 2025, existe um retrocesso, uma vez que a CE (Comunidade Europeia) apresentou uma revisão da Diretiva (UE) 2022/2464 e outras diretivas associadas, com o objetivo de simplificar algumas exigências impostas às empresas em relação à divulgação da informação não financeira (APCER, 2025). Neste mesmo ano, a UE publicou a Diretiva (EU) 2025/794 do Parlamento e do Conselho, que adia por dois anos a implementação da Diretiva (UE) 2022/2464, para as empresas que ainda não iniciaram a divulgação da informação não financeira, de acordo com as normas europeias (Diretiva (UE) 2025/794).

2.1.3. Tipos de informação não financeira

Os tipos de informação não financeira centram-se essencialmente na divulgação de informação ambiental, social e de governação, podendo ainda abranger outros temas, tais como o capital intelectual e gestão de riscos (Leonard et al., 2021; Tarquinio & Posadas, 2020). A divulgação deste tipo de informação leva a que a confiança depositada sobre a

entidade aumente por parte de todos os *stakeholders*, principalmente os investidores e os consumidores (Diretiva (UE) 2014/95).

A divulgação de informação ambiental consiste na declaração dos impactos que a empresa teve ou terá no meio ambiente, tais como, por exemplo, a emissão de gases de efeitos de estufa, a utilização de água e a poluição atmosférica (Diretiva (UE) 2014/95).

Relativamente à informação social, é dita a relação que existe não só entre todas as pessoas da organização, mas também entre a organização e as comunidades locais. São exemplos disso, a divulgação de informação acerca de ações que garantem a igualdade de género e as condições de trabalho, mas também o diálogo com as comunidades locais e ações que promovam a sua segurança e desenvolvimento (Diretiva (UE) 2014/95).

A governação corporativa é um conjunto de regras, práticas e processos, que são utilizadas para orientarem, dirigirem e controlarem uma empresa (Clegg, 2019). Este tipo de informação irá incluir, por exemplo, os métodos que a empresa utiliza para combater a corrupção e suborno dentro da organização (Transparency International, 2009).

A divulgação destes tipos de informação é efetuada maioritariamente de forma descritiva, mas também são divulgados indicadores-chave de desempenho (KPI – *Key Performance Indicators*) em determinadas áreas. Os indicadores-chave não financeiros permitem analisar uma empresa em determinados parâmetros que têm impacto no ambiente interno e externo da organização, mas que não é possível determinar o seu valor monetário (Burkina, 2021). Estes indicadores não financeiros apresentam diversas vantagens, não só a nível da divulgação da informação não financeira, mas também para a tomada de decisões por parte da gerência/administração de uma empresa. Segundo Burkina (2021), estes indicadores:

- ✓ Podem ser utilizados por um longo período para a tomada de decisões;
- ✓ Podem ser usados para analisar o cumprimento de objetivos não financeiros;
- ✓ Permitem avaliar e precisar o valor e importância dos ativos intangíveis, intelectuais e processos inovadores da empresa mais fiavelmente;
- ✓ Podem evidenciar os benefícios a longo prazo das decisões da gerência/administração; e
- ✓ Podem ser utilizados para autoavaliação e automonitorização, de forma a realizar melhorias contínuas.

A Comunidade Europeia recomenda a divulgação de alguns indicadores de acordo com a atividade de cada empresa, permitindo assim fazer comparações entre as organizações. Contudo, as empresas podem decidir quais desses indicadores serão mais relevantes para os seus *stakeholders* (Orientações para a comunicação de informações não financeiras, 2019).

As toneladas de emissões de gases, o consumo e/ou produção total de energia a partir de fontes renováveis e não renováveis, e a percentagem do volume de negócios associados a atividades que contribuem para diminuição ou adaptação às alterações climáticas, são alguns exemplos de indicadores ambientais que as empresas devem divulgar (Orientações para a comunicação de informações não financeiras, 2019).

Para além dos indicadores recomendados pela Comunidade Europeia, alguns autores referem mais alguns indicadores não financeiros, que consideram ser relevantes divulgar, também como meio para atingirem determinados objetivos (Jackson, 2024; Morgan, 2024). Esses indicadores estão relacionados com os clientes, os colaboradores e os processos internos. No que diz respeito aos indicadores relacionados com os clientes, são dados alguns exemplos que permitem avaliar a relação existente entre a empresa e os seus clientes, tais como a taxa de conversão (percentagem de interações que existem com os clientes até concretizar uma venda), a taxa de fidelização (número de clientes que permanece durante um determinado período) e o índice de satisfação do cliente (determina se as necessidades dos clientes foram satisfeitas através do produto/serviço da empresa) (Jackson, 2024).

Relativamente aos colaboradores, o que é pretendido é analisar a sua motivação e satisfação. Alguns exemplos de indicadores não financeiros são a taxa de produtividade dos colaboradores (eficiência de realização do trabalho ao longo do tempo), o tempo médio de contratação (eficiência do processo de contratação, utilizando o tempo de recrutamento, entrevista e contratação) e a taxa de promoção interna (evolução dos colaboradores com melhor desempenho) (Jackson, 2024).

Por fim, nos processos internos o intuito é averiguar a eficiência do produto/serviço que é oferecido aos clientes. Os indicadores a ser utilizados serão, por exemplo, a percentagem de produtos com defeito (quantidade de produtos defeituosos num determinado período), a taxa de pontualidade (percentagem de produtos entregues dentro do prazo acordado) e a taxa de projetos atrasados (quantidade de projetos que estão atrasados num determinado período) (Jackson, 2024).

2.1.4. Referenciais para reporte de informação não financeira

O relato não financeiro consiste na divulgação de informações não financeiras da empresa, isto é, no relato de informações do tipo ESG, demonstrando perante os seus *stakeholders* o seu impacto no meio ambiente, na sociedade e na governação (Diretiva (UE) 2014/95).

Tal como no relato financeiro, existem normas e regulamentos que auxiliam as empresas a divulgar esse tipo de informação, permitindo que a divulgação de informação seja homogénea e comparativa.

2.1.4.1. *Global Reporting Initiative*

A GRI, tal como já foi referido, foi pioneira no desenvolvimento de normas de relato de sustentabilidade. A estrutura das normas GRI é composta por três categorias – as normas universais, que se aplicam a todas as empresas; as normas temáticas, que abordam tópicos específicos relacionados com impactos económicos, ambientais e sociais; e as normas setoriais que são aplicadas a setores específicos (Global Reporting Initiative, 2016).

Estas normas têm como base oito princípios – a exatidão, o equilíbrio, a clareza, a comparabilidade, a completude, o contexto da sustentabilidade, a tempestividade e a verificabilidade (Normas GRI Consolidadas, 2022). A exatidão indica que as informações devem ser corretas e suficientemente detalhadas; o equilíbrio refere que as informações divulgadas devem indicar os impactos positivos e negativos do desempenho da empresa; a clareza aponta que as informações devem ser apresentadas de forma clara e compreensível; a comparabilidade designa que os dados devem ser consistentes ao longo do tempo e comparáveis entre as empresas; a completude indica que a empresa deve divulgar informações suficientes para permitir uma avaliação dos impactos da empresa durante o ano a que se refere; o contexto da sustentabilidade refere que a empresa deve divulgar o máximo possível dos seus impactos no desenvolvimento sustentável; a tempestividade aponta que a empresa deve divulgar informações com alguma regularidade e disponibilizá-las a tempo de que os seus *stakeholders* tomem decisões; e a verificabilidade diz que a empresa deve recolher, registar, juntar e analisar informações, por forma a que seja possível examinar a qualidade dessas informações (Global Reporting Initiative, 2016).

Além da definição de princípios e da estrutura normativa, a GRI destaca-se por adotar uma abordagem focada nos impactos, em que as organizações devem identificar e reportar os seus efeitos significativos sobre a economia, o ambiente e a sociedade, independentemente

da sua materialidade financeira. Para tal, as normas GRI exigem que as empresas realizem um processo estruturado de avaliação da materialidade, envolvendo os seus principais *stakeholders*, de modo a determinar quais os tópicos mais relevantes que devem ser objeto de divulgação.

Outro aspeto distintivo das normas GRI é a sua natureza modular e interligada, que permite às empresas adaptarem o reporte de acordo com a sua dimensão, setor de atividade e contexto específico, garantindo simultaneamente a comparabilidade internacional. Além disso, a GRI é atualmente a estrutura de reporte de sustentabilidade mais utilizada a nível global, servindo de referência para empresas, investidores, reguladores e sociedade civil, e sendo frequentemente articulada com outros referenciais, como os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU, o *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)* ou o próprio *Integrated Reporting Framework*.

Desta forma, a GRI assume um papel central no reforço da transparência e *accountability*, permitindo que os relatórios de sustentabilidade deixem de ser meramente descritivos para se tornarem instrumentos estratégicos de gestão e comunicação dos impactos organizacionais.

2.1.4.2. *International Integrated Reporting Council*

Em 2010 foi criado o *International Integrated Reporting Council*, que promoveu o conceito de relato integrado. Esta organização desenvolveu o *Integrated Reporting Framework* que tem como objetivo auxiliar as empresas a divulgar, de forma clara e concisa, como criam valor. A partir de agosto de 2022, a *IFRS (International Financial Reporting Standards) Foundation* assumiu a responsabilidade pelo *Integrated Reporting Framework (Integrated Reporting, 2025)*.

O IIRC diz que para preparar a divulgação de um relatório integrado devem ser seguidos os seguintes princípios (IIRC, 2022):

- ✓ Foco estratégico e orientação para o futuro: o relatório deve ser capaz de demonstrar a visão estratégica da empresa, a relação dessa visão com a criação de valor no curto, médio e longo prazo, e ainda o impacto que terá nos capitais;
- ✓ Conectividade da informação: o relatório deve conseguir demonstrar a interligação entre a informação financeira e não financeira, e permitir uma visão global da empresa;

- ✓ Relações com as partes interessadas: o relatório deve demonstrar como é a sua relação com os *stakeholders* e como responde às necessidades dos mesmos;
- ✓ Materialidade: o relatório deve fornecer informações sobre temas que afetem a criação de valor por parte da empresa;
- ✓ Concisão: o relatório deve ser breve e claro;
- ✓ Confiabilidade e completude: o relatório deve conter todos os temas materiais positivos e negativos, de forma equilibrada e sem erros materiais; e
- ✓ Coerência e comparabilidade: o relatório deve apresentar as informações em bases coerentes ao longo do tempo e de forma a ser possível comparar com outras empresas.

Além destes princípios, o relato integrado centra-se no conceito de criação de valor no curto, médio e longo prazo, destacando-se por procurar demonstrar não apenas o desempenho financeiro da organização, mas também os impactos e interações com o seu contexto económico, social e ambiental. Neste sentido, o *Integrated Reporting Framework* introduz a noção dos seis capitais como base fundamental para compreender o processo de geração de valor:

- ✓ Capital financeiro, relativo aos recursos económicos disponíveis para a organização;
- ✓ Capital manufacturado, que corresponde à infraestrutura física e tecnológica utilizada;
- ✓ Capital intelectual, ligado ao conhecimento, sistemas, processos e propriedade intelectual;
- ✓ Capital humano, que integra competências, experiência e motivação dos colaboradores;
- ✓ Capital social e relacional, referente às relações com *stakeholders*, confiança e reputação; e
- ✓ Capital natural, relacionado com os recursos ambientais e ecossistemas de que a organização depende.

A consideração destes capitais reforça a ideia de que o valor não é criado de forma isolada, mas resulta de um processo dinâmico de interação entre diferentes recursos e relações, o que exige uma visão integrada da gestão e da comunicação organizacional. Assim, o relato integrado diferencia-se dos relatórios tradicionais por oferecer uma perspetiva holística da organização e da sua capacidade de manter e criar valor ao longo do tempo.

Além dos princípios orientadores e dos capitais, o *Integrated Reporting Framework* também define os chamados elementos de conteúdo, que orientam a estrutura e organização do relatório integrado. Estes elementos ajudam a responder, de forma coerente e completa, às questões fundamentais sobre a estratégia, a governação e a criação de valor da organização. Entre eles destacam-se:

- ✓ Visão organizacional e ambiente externo: descrição da missão, valores, principais atividades e contexto em que a organização atua;
- ✓ Governação: explicação de como as estruturas de governação apoiam a criação de valor a longo prazo;
- ✓ Modelo de negócio: apresentação clara de como a organização transforma *inputs* (recursos e capitais) em *outputs* (produtos/serviços) e *outcomes* (impactos e resultados);
- ✓ Riscos e oportunidades: identificação dos principais fatores de risco e das oportunidades estratégicas que podem influenciar a criação de valor;
- ✓ Estratégia e alocação de recursos: demonstração de como a estratégia permite alcançar objetivos e criar valor no curto, médio e longo prazo;
- ✓ Desempenho: relato sobre conquistas, resultados e indicadores-chave de desempenho;
- ✓ Perspetivas futuras: análise de tendências, desafios e possíveis cenários que podem afetar a continuidade da criação de valor; e
- ✓ Base de preparação e apresentação: explicação dos critérios utilizados na elaboração do relatório, incluindo processos de materialidade e fronteiras de reporte.

Estes elementos de conteúdo asseguram que o relatório integrado vá além de uma mera compilação de dados, apresentando uma narrativa coesa que liga a estratégia, a utilização dos capitais e os resultados alcançados, reforçando a transparência perante os *stakeholders*.

2.1.4.3. *Sustainability Accounting Standards Board*

No ano de 2011 foi fundada uma organização sem fins lucrativos com o objetivo de ajudar as empresas e investidores a criar uma linguagem homogénea sobre os impactos financeiros da empresa – a *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) (SABS, 2024). Ao longo dos anos esta organização foi-se fundindo com outras organizações, com objetivos semelhantes, estando desde 2022 sobre a responsabilidade da *International Financial Reporting Standards Foundation*.

A SASB criou normas de relato de informação não financeira baseadas em vários setores. Foram desenvolvidas normas para setenta e sete setores, que foram organizadas em onze setores principais (recursos, transformação, bens de consumo, serviços financeiros, saúde, tecnologia e comunicações, transportes, serviços, infraestruturas, recursos renováveis e alternativos, e serviços de utilidade pública) (SABS, 2024). Cada norma SASB inclui a descrição da indústria, os tópicos de divulgação, os protocolos técnicos e as métricas de atividade.

Os princípios de cada norma SASB são (SASB, 2017):

- A materialidade financeira - as empresas devem-se focar nos fatores ESG que têm impacto material no desempenho financeiro das empresas, uma vez que as informações de reporte devem ser importantes para a tomada de decisões;
- A especificidade setorial - cada setor tem desafios e oportunidades diferentes no que toca à sustentabilidade e, por isso, as normas SASB estão divididas por setores por forma a serem as mais adaptadas a cada um;
- A comparabilidade - o facto de existirem normas consistentes, permite que seja possível efetuar comparações entre várias empresas do mesmo setor, facilitando assim a análise realizada pelos utilizadores da informação divulgada;
- A transparência - as empresas devem divulgar informações verídicas e baseadas em evidências, de forma clara e precisa;
- A relevância para os *stakeholders* - as informações divulgadas devem de ser úteis para os investidores, mas também para todos os restantes *stakeholders* (clientes, colaboradores, comunidade, etc.);
- A eficiência - as empresas devem focar-se nos pontos mais importantes para o seu setor, através de métricas específicas, por forma a facilitar o relato de sustentabilidade; e
- A abordagem baseada em evidências - as métricas e indicadores divulgados devem ser feitos com base em pesquisas e dados concretos, garantindo assim a sua relevância e fiabilidade.

2.1.4.4. Diretivas da União Europeia

Em 2014 foi publicada a Diretiva (UE) 2014/95 que veio alterar a Diretiva (UE) 2013/34. A primeira diretiva referida veio obrigar a divulgação de demonstrações não financeiras para

grandes empresas de interesse público dos estados-membros da União Europeia, que tenham um número médio superior a 500 colaboradores. Essas entidades têm a obrigação de divulgar o modelo empresarial, políticas e processos de diligência devida, resultados dessas políticas, riscos e gestão de riscos e indicadores-chave de desempenho que sejam relevantes para as mesmas.

A Diretiva (UE) 2014/95 surgiu devido à necessidade crescente de transparência de informação, referente a questões sociais e ambientais que são prestadas pelas empresas. Ao regular a divulgação de informação não financeira a Comissão Europeia consegue, de alguma forma, homogeneizar um pouco a informação que as empresas colocam à disposição dos *stakeholders*, permitindo assim que a comparabilidade de informação entre as empresas dos diversos estados-membros seja mais acessível e a mais verdadeira possível.

Para além disso, outro propósito da Comissão Europeia é que todos aqueles que utilizem este tipo de informação consigam identificar possíveis riscos à sustentabilidade das organizações e que a confiança dos *stakeholders* aumente. A Comissão Europeia refere também que “(...) *a divulgação de informações não financeiras contribui para a medição, para o acompanhamento e para a gestão do desempenho das empresas e do seu impacto na sociedade*” (Diretiva (UE) 2014/95 do Parlamento Europeu e do Conselho, 2014, p. L 330/1).

A fim de reforçar a coerência e a comparabilidade das informações não financeiras divulgadas em toda a UE, certas grandes empresas deverão elaborar uma demonstração não financeira que contenha informações relativas, pelo menos, às questões ambientais, sociais e relacionadas com os trabalhadores, ao respeito dos direitos humanos, ao combate à corrupção e às tentativas de suborno. Essa demonstração não financeira deverá incluir uma descrição das políticas, dos resultados e dos riscos associados a essas questões, e deverá ser incluída no relatório anual de gestão da empresa em causa. Relativamente ao papel dos revisores oficiais de contas e das sociedades de revisores oficiais de contas, estes apenas têm de certificar que a demonstração não financeira ou relatório separado foi apresentado.

Mais recentemente foi publicada, em 2022, a Diretiva (UE) 2022/2464, que veio alterar a Diretiva (UE) 2014/95. Esta diretiva entrou em vigor em 2024 e será aplicada de uma forma faseada. Primeiro será aplicada a empresas que já estavam sujeitas à diretiva anterior. Em 2025 será aplicada a grandes empresas, que cumpram dois de três critérios: número de empregados superior a 250, volume de negócios superior a 40 milhões de euros e total de

balanço superior a 20 milhões de euros. A partir de 2026, esta diretiva será aplicada às pequenas e médias empresas (PME) cotadas em bolsa, sendo que estas, a partir de 2028, terão a opção de se autoexcluírem dos requisitos de relato de sustentabilidade estabelecidos na diretiva, desde que identifiquem as razões, no seu relatório de gestão, pelas quais as informações sobre sustentabilidade não foram apresentadas.

Adicionalmente, a divulgação desta informação passa também a ser auditada por um profissional independente, para verificar a fiabilidade e a credibilidade das informações divulgadas. A divulgação de informação de sustentabilidade passa a ser incluída no relatório de gestão das empresas, reforçando assim a ligação entre o desempenho financeiro e não financeiro.

Esta diretiva também introduziu os *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), que são normas de relato de sustentabilidade que as empresas abrangidas pela Diretiva (UE) 2022/2464 terão de seguir para divulgar este tipo de informação. As referidas normas são compostas por normas transversais e normas sectoriais, isto é, existirão normas que todas as empresas terão de aplicar, relativas à sua divulgação de informação de sustentabilidade, e normas que serão apenas a empresas que tenham atividades em determinados setores. No total são doze normas, sendo que duas são normas gerais e as restantes são normas temáticas que se apoiam nos três pilares principais do ESG (PwC Portugal, 2023). As PME terão uma versão mais simplista e adaptada a este tipo de organizações. Já as empresas fora da UE, que também estão abrangidas pela Diretiva (UE) 2022/2464, também terão uma versão adaptada.

Estas normas estão assentes sobre cinco princípios fundamentais (EFRAG, 2022), são eles: a materialidade, que diz que as empresas devem divulgar informações que sejam relevantes para os *stakeholders*; a dupla materialidade, que relaciona a materialidade de impacto e a materialidade financeira, isto é, as empresas devem ter em consideração os impactos que a sua atividade tem no ambiente e sociedade, mas também devem ter em atenção aos riscos e oportunidades que a sustentabilidade tem no negócio; a fiabilidade, que indica que as informações devem ser precisas, verificáveis e baseadas em dados fortes; a comparabilidade, que aponta que as informações divulgadas devem ser apresentadas de forma consistente ao longo do tempo e comparáveis entre as empresas; e a clareza, que diz que as informações divulgadas devem ser apresentadas de forma clara e compreensível para todos os seus utilizadores.

Por fim, temos de destacar que, a 26 de fevereiro de 2025, a Comissão Europeia apresentou uma proposta para a revisão à Diretiva (UE) 2022/2464 e de outras diretivas associadas, com o intuito de simplificar as exigências impostas às empresas.

A primeira proposta de alteração é a redução do número de empresas sujeitas à divulgação obrigatória de sustentabilidade – grandes empresas com mais de mil trabalhadores e um volume de negócios superior a cinquenta milhões de euros ou um ativo superior a vinte e cinco milhões de euros; e as PME cotadas deixam de estar abrangidas. Com o propósito de reduzir o efeito cascata nas cadeias de valor e diminuir a carga administrativa para as PME, foi criado um incentivo ao *standard* voluntário para empresas não abrangidas pela diretiva. As normas específicas por setor para a divulgação de informação deixarão de existir, para evitar o aumento da complexidade e do volume de dados obrigatórios. A aplicação da taxonomia da UE passa a ser voluntária para empresas que apresentem um volume de negócios inferior a quatrocentos e cinquenta milhões de euros, apesar de terem mais de mil colaboradores. A data-limite de implementação da Diretiva (UE) 2022/2464 para os países que ainda não concluíram a transposição da diretiva, será adiada dois anos, permitindo assim que a diretiva seja implementada já com as alterações propostas (APCER, 2025). No passado dia 14 de abril de 2025, a UE publicou a Diretiva (UE) 2025/794, que veio oficializar estas alterações, incluindo o adiamento por dois anos a aplicação da Diretiva (UE) 2022/2464 (Diretiva (UE) 2025/794).

2.1.4.5. *Task Force on Climate-related Financial Disclosures*

A *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) foi uma organização criada em 2015, pelo *Financial Stability Board* (FSB), com o propósito de desenvolver recomendações sobre divulgação financeira relacionada com o clima, para ajudar empresas, investidores, credores e seguradoras a entender e gerir os riscos e oportunidades relacionados com as mudanças climáticas. Em 2023, a TCFD foi dissolvida, passando a *IFRS Foundation* a monitorizar o progresso das divulgações climáticas das empresas (TCFD, 2025).

As normas TCFD estão organizadas em quatro pilares principais – a governação, a estratégia, a gestão de riscos, as métricas e as metas. Estes pilares estão ainda interrelacionados e apoiados por onze divulgações recomendadas, que constroem a estrutura com informações que ajudam os *stakeholders* a perceber como as organizações pensam e avaliam riscos e oportunidades relacionados com o clima (TCFD, 2025).

Os princípios das normas TCFD são (Carney, 2017):

- As divulgações de informações devem ser compostas com informação relevante;
- As divulgações devem ser específicas e completas;
- As divulgações devem de ser claras, equilibradas e compreensíveis;
- As divulgações devem de ser consistentes ao longo do tempo;
- As divulgações devem de ser comparáveis entre empresas do mesmo setor, indústria ou portefólio;
- As divulgações devem de ser confiáveis, verificáveis e objetivas; e
- As divulgações devem de ser fornecidas em tempo oportuno.

2.2. O desempenho financeiro das empresas

2.2.1. Conceito

Alguns autores consideram que para se obter um determinado desempenho é necessário realizar um esforço para o atingir (Hada, 2020; Vasiu, 2019). A competição também está interligada com o desempenho, uma vez que o propósito de uma competição é determinar o melhor entre vários concorrentes daquela disputa (Vasiu, 2019). Existem diversos tipos de desempenho, que estão associados a determinadas áreas, mas na área empresarial o desempenho mais falado e conhecido é o desempenho financeiro.

A definição de desempenho financeiro não é consensual entre os diversos autores, sendo que se denota uma evolução deste conceito ao longo do tempo (Hada, 2020; Vasiu, 2019).

Para Georgopoulos e Tannenbaum (1957), o conceito de desempenho financeiro é semelhante ao conceito de eficácia organizacional, que é utilizada para se referir ao cumprimento de objetivos não relacionados com a estrutura da organização.

Já os autores Orlitzky et al. (2003) definem o desempenho financeiro das empresas como a viabilidade financeira de uma empresa, ou seja, a forma como a organização consegue alcançar os seus objetivos. Para Vasiu (2019), o desempenho é a capacidade da organização garantir uma rendibilidade razoável para os seus *stakeholders*, através da sua capacidade de alocar e utilizar eficientemente os recursos, proporcionando, ao mesmo tempo, um desenvolvimento sustentável.

Em síntese, o desempenho financeiro refere-se à capacidade da empresa atingir os resultados financeiros desejados, que são planejados através de metas (Ichsan et al., 2021), sendo um objetivo importante para os gestores da empresa e para a sobrevivência futura do negócio.

2.2.2. Proxies de desempenho

Segundo Hada (2020) medir o desempenho é um processo complexo e difícil, pelo que não existe uma única forma de o medir.

O desempenho pode ser medido por indicadores contábilísticos, calculados a partir das demonstrações financeiras das empresas e que evidenciam a situação histórica da empresa, e por indicadores de mercado, com base na cotação das ações das empresas e que permitem perceber como a empresa é vista por terceiros (Vasiu, 2019).

2.2.2.1. Contabilísticas

As medidas de desempenho contábilísticas mais usuais são de rendibilidade, como a RA (Rendibilidade dos Ativos) e a RCP (Rendibilidade dos Capitais Próprios), de crescimento, como o crescimento das vendas e de margem, como a margem das vendas e a margem de contribuição.

A **RA** mede a eficiência da empresa em utilizar os seus ativos para gerar lucro. Este indicador é calculado dividindo o resultado líquido (ou outro tipo de resultado) pelo total de ativos da empresa. Quanto maior for este índice, mais eficiente a empresa é em gerar lucros a partir dos seus ativos; já o oposto significa que a empresa pode não estar a fazer um bom uso dos seus recursos (Branco & Rodrigues, 2008; Ching et al., 2017; Griffin & Mahon, 1997; Jonnius & Setya Marsudi, 2021; McGuire et al., 1988; Meiryani et al., 2023; Nelling & Webb, 2009; Preston & O'Bannon, 1997; Waddock & Graves, 1997).

A **RCP** avalia a rendibilidade dos acionistas, indicado quanto de lucro a empresa gera para cada unidade investida pelos acionistas. Este rácio é calculado pela divisão do resultado líquido pelo capital próprio. A existência de uma RCP elevada significa que a empresa está a gerar um lucro elevado para os acionistas. Já quando a RCP é baixa a empresa pode não estar a gerar lucro suficiente para justificar e remunerar o investimento dos acionistas (Ching et al., 2017; Griffin & Mahon, 1997; Meiryani et al., 2023; Preston & O'Bannon, 1997; Shobhwani & Lodha, 2024; Waddock & Graves, 1997).

O **crescimento das vendas** é um indicador de desempenho que mede a variação percentual das vendas de um período para outro. O crescimento das vendas é amplamente utilizado como um indicador de desempenho operacional e de expansão de mercado, refletindo a capacidade da empresa em converter estratégias e recursos em receitas crescentes (Ching et al., 2017; Habib et al., 2025; Mohammad & Wasiuzzaman, 2021).

A **margem líquida das vendas** representa o valor do resultado líquido por cada venda realizada. Esta métrica é calculada dividindo o resultado líquido pelas vendas totais. Se esta margem for elevada, significa que a empresa é rentável em relação à sua receita. Quando a margem é baixa, pode indicar que a empresa está com dificuldade em controlar os custos ou que está a competir num mercado muito competitivo (Jonnius & Setya Marsudi, 2021; Meiryani et al., 2023).

A **margem de contribuição** é um dos indicadores mais relevantes da contabilidade de gestão, uma vez que permite avaliar a diferença entre as receitas de vendas e os gastos variáveis, refletindo a capacidade de uma empresa em gerar recursos para cobrir os gastos fixos e alcançar resultados positivos (Vercio, 2017). Quando a margem de contribuição é positiva, significa que as receitas superam os gastos variáveis, havendo recursos disponíveis para a cobertura dos gastos fixos e eventual criação de lucro. Caso a margem seja negativa indica que os gastos variáveis são superiores às receitas, o que compromete seriamente a viabilidade do produto ou serviço, pois cada unidade vendida aumenta o prejuízo (Horngren et al., 2014).

2.2.2.2. Mercado

Os rácios de mercado mais comuns são o Tobin's Q, o *Market-to-Book Value Ratio* e o *Price-to-Earnings Ratio*, uma vez que utilizam a avaliação de mercado das empresas.

O **Tobin's Q** é uma métrica financeira que compara o valor de mercado dos ativos de uma empresa com o seu custo de reposição. Um Tobin's Q superior a 1 sugere boas perspetivas de crescimento e rentabilidade futura. Por outro lado, um Tobin's Q inferior a 1 pode indicar que os ativos estão subvalorizados ou que a empresa não está a aproveitar completamente as suas oportunidades de investimento (Aydoğmuş et al., 2022; Dang et al., 2020; Hayes, 2024; Zeitun & Tian, 2007).

O **Market-to-Book Value Ratio (MTBV)** mede a valorização de mercado em relação ao valor contabilístico do capital próprio, funcionando como indicador das oportunidades de

crescimento e da percepção de rentabilidade futura. Este rácio é muito similar ao anterior, substituindo apenas denominador. Este também está ligado ao prémio *value* (Fama & French, 1992) e à avaliação de crescimento esperado (Penman, 1996). Valores superiores a 1 indicam que o mercado avalia a empresa acima do seu valor contabilístico, sinalizando expectativas de crescimento, criação de valor e elevada rentabilidade futura. Já valores inferiores a 1 sugerem que o mercado valoriza a empresa abaixo do seu valor contabilístico, o que pode indicar baixa rentabilidade esperada, risco ou ineficiência.

O ***Price-to-Earnings Ratio (PER)***, que relaciona o preço da ação com o lucro por ação, é um indicador que reflete não apenas o desempenho atual das empresas, mas também as expectativas de mercado sobre lucros futuros (Kothari & Sloan, 1992). Estudos mostram que, além do seu papel como métrica financeira, o PER funciona como indicador de valor de longo prazo, influenciado por fatores como práticas de responsabilidade social corporativa, cujo impacto varia consoante o setor de atividade (Daszynska-Zygadlo et al., 2016; Kang et al., 2010).

2.2.3. Fatores que influenciam o desempenho das empresas

O desempenho das empresas é afetado por diversos fatores, que se subdividem em fatores internos e externos (Nayoan & Jessy D. L Warongan, 2022; Thuy et al., 2023).

Os **fatores externos** são aqueles que a empresa não controla, mas que têm efeitos diretos ou indiretos nas empresas (Thuy et al., 2023) e que podem levar ao seu insucesso. Quando não previstos de forma adequada, os fatores externos tornam-se uma ameaça, mas caso a empresa faça uma boa gestão de risco podem tornar-se uma vantagem (Nayoan & Warongan, 2022)

O ambiente jurídico, económico e as características do setor empresarial onde a organização se enquadra são os principais fatores externos (Nayoan & Warongan, 2022; Thuy et al., 2023).

O ambiente jurídico impacta as empresas uma vez que todas as pessoas e empresas estão sob o controlo de normas jurídicas (Thuy et al., 2023), que devem de ser cumpridas e geridas da melhor forma para causar o menor impacto negativo possível (Nayoan & Warongan, 2022).

O ambiente económico, medido através de fatores como as taxas de câmbio, o desemprego, a tendência da procura e da oferta, o crescimento económico, a taxa de financiamento e a taxa de inflação, influenciam a utilização de capital das empresas, o que, por conseguinte,

impacta o desempenho financeiro (Thuy et al., 2023). Por exemplo, as taxas de câmbio afetam os custos de exportação dos bens, a oferta e o preço dos bens importados, o que impacta os custos suportados e resultados gerados (Gini & Agala, 2023).

O setor em si também influencia o desempenho das empresas (Thuy et al., 2023), uma vez que os prazos de pagamento, a eficiência de utilização do capital, a estrutura de ativos, o grau de risco, entre outros é distinto de setor para setor (Psomas & Jaca, 2016; Thuy et al., 2023).

Por sua vez, os **fatores internos** são aqueles que a empresa controla e, por isso, são considerados como mais fáceis de gerir, prever ou antecipar (Nayoan & Warongan, 2022).

O tamanho da empresa, por exemplo, é um fator recorrente nos estudos sobre o desempenho das empresas, embora o seu impacto não seja consensual. Alguns estudos evidenciam que as empresas maiores podem enfrentar mais custos de agência, uma vez que os sócios confiam a gestão da sua empresa aos gestores, passando a deter informação privilegiada, e por isso é necessário aplicar mais mecanismos de controlo (auditorias, sistema de incentivos, monitorização do desempenho, etc.). Para além disso, passam a ter mais complexidades administrativas, uma vez que é necessário organizar e coordenar muitos mais recursos, do que numa empresa pequena. Tudo isto leva a efeitos negativos no desempenho, uma vez que vão ser necessários mais recursos para colmatar esses custos de agência e complexidades administrativas, que poderiam ser usados para obter rentabilidade (Renfiana & Ardana, 2021). Outros estudos, por sua vez, indicam que as empresas de maior dimensão podem beneficiar de vantagens competitivas relacionadas com economias de escala e ao acesso a recursos (financeiros, tecnológicos, humanos, de mercado, políticos e institucionais), o que pode favorecer a rentabilidade (Pham et al., 2018).

A estrutura de capital e o nível de endividamento também aparecem como determinantes centrais. O excesso de endividamento está associado a gastos financeiros fixos elevados e riscos de insolvência, impactando negativamente os resultados da empresa (Gobbi et al., 2023; Renfiana & Ardana, 2021). Por sua vez, uma estrutura de capital equilibrada pode potencializar a eficiência no uso dos recursos financeiros e assim melhorar o desempenho financeiro (Pham et al., 2018).

A liquidez é outro fator amplamente analisado. Alguns estudos identificam associação positiva entre liquidez e desempenho financeiro, uma vez que empresas com maior liquidez

têm maior capacidade de pagar dívidas de curto prazo, estão mais preparadas para eventos inesperados, e dependem menos de recursos de terceiros, que são mais onerosos impactando a sua rentabilidade (Gobbi et al., 2023). Outros autores não encontram significância estatística entre a liquidez e desempenho financeiro, uma vez que uma liquidez elevada pode indicar que os recursos de curto prazo estão estagnados e, por isso, não geram rentabilidade, e a liquidez apesar de oferecer segurança e reduzir riscos, nem sempre é obtida a rentabilidade direta dessa liquidez (Pham et al., 2018; Renfiana & Ardana, 2021).

A governação corporativa constitui um dos principais fatores internos que influenciam o desempenho organizacional, na medida em que estabelece regras, práticas e processos que orientam a tomada de decisão e o controlo da gestão. Uma estrutura de governação eficaz permite alinhar interesses entre gestores, acionistas e restantes *stakeholders*, promovendo transparência, confiança e mitigação de riscos, fatores fundamentais para a sustentabilidade e competitividade da empresa (Aguilera & Jackson, 2003; Shleifer & Vishny, 1997). Estudos empíricos demonstram que a qualidade da governação está positivamente associada ao desempenho financeiro, embora esta relação não seja linear – a ausência de mecanismos adequados aumenta a probabilidade de falhas graves de gestão e crises de legitimidade (Brown & Caylor, 2006). Assim, a governação deve ser entendida como um sistema dinâmico que pode tanto potenciar a inovação e a resiliência organizacional, como, quando mal desenhado, comprometer a performance.

2.3. Teorias relevantes

No estudo do impacto da informação não financeira no desempenho das empresas, é fundamental considerar as principais teorias que sustentam a relação entre a divulgação dessa informação e os diferentes mecanismos de criação de valor organizacional.

A teoria de *stakeholders*, a teoria da agência, a teoria da legitimidade, a teoria da sinalização e a teoria da *triple bottom line*, oferecem perspetivas complementares sobre os incentivos, os benefícios e os desafios associados à divulgação de dados económicos, sociais e ambientais. Estas abordagens permitem compreender como a informação não financeira se articula com as expectativas dos diferentes públicos de interesse, com a redução de assimetrias de informação, com a procura de legitimidade social, com a transmissão de sinais ao mercado e com a integração de dimensões de sustentabilidade nos modelos de negócio

(Villiers et al., 2022). Assim, a análise destas teorias constitui uma base essencial para enquadrar o papel estratégico da informação não financeira no desempenho empresarial.

2.3.1. Teoria dos *Stakeholders*

A teoria dos *stakeholders* foi proposta por Freeman em 1984. Segundo Freeman (1998), os *stakeholders* são grupos de pessoas que têm algum interesse sobre a empresa, como fornecedores, clientes, funcionários, acionistas, a comunidade local e a administração da empresa. Estes grupos têm o direito de participar na decisão do rumo que a empresa deve seguir, pois legalmente, ao longo dos anos, foram criadas várias normas que definem e protegem os seus direitos em relação à operação de uma empresa.

Freeman (1998) afirma ainda que o facto de existirem externalidades, riscos morais e o poder monopolista, levou a que existisse um controlo externo sobre o comportamento estratégico e operacional das empresas, que permitiu criar um equilíbrio entre todos os interessados na operação da empresa. Desta forma, a gestão das empresas passou a ser mais sustentável a longo prazo, uma vez que os interesses dos acionistas não eram os únicos a ser satisfeitos.

Assim, a teoria dos *stakeholders* defende que o sucesso de uma empresa advém da gestão equilibrada dos interesses de todas as partes interessadas (*stakeholders*) e não apenas através dos interesses dos acionistas (Freeman, 1998).

No contexto da informação não financeira, esta teoria é particularmente relevante, pois os *stakeholders* valorizam cada vez mais dados relacionados com práticas ambientais, sociais e de governação. Assim, a divulgação de informação não financeira torna-se um mecanismo estratégico para a empresa demonstrar transparência, responsabilidade e compromisso com a sustentabilidade, fortalecendo a confiança e a legitimidade junto dos seus públicos de interesse. Deste modo, a teoria dos *stakeholders* sustenta a ideia de que a disponibilização de informação não financeira não é apenas uma exigência normativa, mas também uma fonte de vantagem competitiva, capaz de influenciar positivamente o desempenho organizacional a longo prazo (Mohammad & Wasiuzzaman, 2021).

2.3.2. Teoria da Agência

A teoria da agência refere-se ao relacionamento entre o principal (quem delega - investidor ou acionista) e o agente (quem executa - administrador ou gerente) (Jensen & Meckling, 1976).

O principal e o agente, em alguns momentos, têm interesses iguais ou semelhantes, mas o problema surge quando os seus interesses são divergentes. O objetivo da teoria da agência é perceber essas divergências e desenvolver mecanismos que reduzam os custos de agência, promovendo uma maior eficiência na gestão e na alocação de recursos (Jensen & Meckling, 1976).

Entre os principais problemas abordados pela teoria da agência destacam-se os seguintes (Jensen & Meckling, 1976):

- ✓ Assimetria de informação: o agente tem mais informações sobre as suas ações do que o principal, o que dificulta a monitorização;
- ✓ Custos de agência: esforços, despesas e perdas de eficiência decorrentes de conflitos de interesses, como monitorização, incentivos e possíveis comportamentos oportunistas; e
- ✓ Mecanismos de controlo: contratos, incentivos e estruturas de propriedade são usados para alinhar os interesses e minimizar esses custos.

A divulgação de informação não financeira pode funcionar como um instrumento de redução das assimetrias de informação entre o agente e o principal, permitindo aos investidores e demais *stakeholders* avaliar melhor a gestão dos recursos e os riscos associados à sustentabilidade das empresas. Ao fornecer relatórios sobre desempenho ambiental, social ou de governação, a empresa sinaliza transparência e incentiva comportamentos de gestão mais alinhados com os objetivos de longo prazo dos acionistas e da própria organização, o que se pode traduzir em melhoria do desempenho global (Roggi et al., 2024).

2.3.3. Teoria da Legitimidade

Suchman (1995, p. 574) diz que a “*Legitimidade é uma percepção ou suposição generalizada de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas ou apropriadas dentro de algum sistema socialmente construído de normas, valores, crenças e definições.*”²

Segundo o autor, existem três tipos de legitimidade organizacional – legitimidade pragmática, legitimidade moral e legitimidade cognitiva.

²Tradução de “*Legitimacy is a generalized perception or assumption that the actions of an entity are desirable, proper, or appropriate within some socially constructed system of norms, values, beliefs, and definitions.*”

A legitimidade pragmática baseia-se nos interesses das pessoas mais próximas de uma organização. Esta pode ser legitimidade por troca, quando as pessoas apoiam uma determinada política organizacional, porque acreditam que essa política pode trazer benefícios para elas, ou seja, há uma troca de legitimidade; legitimidade por influência, quando as pessoas percebem que a empresa é sensível aos seus interesses, ou seja, as pessoas não apoiam porque acreditam que possa existir trocas favoráveis; e ou legitimidade disposicional, quando as pessoas começam a atribuir características humanas (têm valores, são honestas, de confiança, etc.) às empresas, o que irá determinar a forma como são vistas perante o público em geral (Suchman, 1995).

A legitimidade moral é baseada em ideias sobre se a atividade em questão é acertada ou não, ou seja, não se baseia nos julgamentos sobre se uma atividade beneficia o avaliador, mas sim se a organização age de forma ética e socialmente responsável (Suchman, 1995). Este tipo de legitimidade pode assumir três tipos – legitimidade de resultados, legitimidade de processo e legitimidade estrutural. Pode ainda assumir um tipo de legitimidade adicional, o que não é tão comum, mas mesmo assim relevante – a legitimidade pessoal.

A legitimidade de resultados existe quando as empresas são julgadas pelos seus impactos, por isso os *stakeholders* avaliam se os resultados da organização são benéficos, éticos e alinhados com expectativas sociais. A legitimidade de processo surge da forma como as decisões são tomadas pelas empresas, ou seja, os *stakeholders* consideram a organização legítima quando percebem que os seus processos são justos, transparentes, inclusivos e alinhados com as normas sociais esperadas. A legitimidade estrutural refere-se à aceitação de uma organização pela sua conformidade com estruturas, normas e modelos institucionais reconhecidos, ou seja, a empresa é vista como legítima uma vez que segue formas organizacionais, hierarquias, práticas ou certificações que são socialmente valorizadas e consideradas adequadas. A legitimidade pessoal refere-se à aceitação social de uma empresa com base na reputação, carisma ou integridade dos seus líderes, isto é, centra-se nas características individuais de pessoas específicas que representam e dirigem a empresa (Suchman, 1995).

A legitimidade cognitiva está baseada na aceitação inconsciente da empresa como algo natural ou inevitável, que não tem uma justificação racional. Está subdividida em dois tipos – a legitimidade por compreensibilidade e a legitimidade por tomada como certo. A legitimidade por compreensibilidade refere-se à aceitação social de uma

empresa/prática/instituição, por ser de fácil entendimento e enquadrada em modelos mentais preexistentes, isto é, os *stakeholders* não questionam a sua existência, uma vez que para eles faz sentido de acordo com os seus conhecimentos e experiências anteriores. A legitimidade por tomada como certo, ocorre quando uma empresa/instituição está tão enraizada na sociedade que a sua existência não é questionada, o que faz com que os *stakeholders* não considerem alternativas (Suchman, 1995).

A teoria da legitimidade refere que as empresas têm um “contrato social” com a sociedade e por isso têm de agir de forma que transpareçam legítimas para com a sociedade. Ou seja, as empresas devem adotar normas, valores e expectativas da sociedade, para que esta aceite como legítima essas mesmas empresas, pois caso a sociedade não as considere como legítimas, então as empresas irão deparar-se com uma resistência pública e regulamentações mais rígidas (Suchman, 1995).

2.3.4. Teoria da Sinalização

A teoria da sinalização consiste na forma como as pessoas/empresas transmitem informações legítimas num contexto de assimetria de informação, isto é, o recetor/emissor tem mais ou melhor informação acerca de algo em relação ao outro (Spence, 1973).

Segundo Spence (1973), na teoria da sinalização existem índices e sinais. Os índices são os atributos que é possível verificar, que são fixos e que não podem ser alterados (raça, sexo, registos criminais, etc.). Já os sinais são atributos que podem ser manipulados pelas pessoas ao investirem tempo e dinheiro para melhorar a sua imagem (educação, qualificações, etc.).

A precisão do sinal vai depender do quanto a pessoa está disposta a dedicar de recursos para criá-lo e mantê-lo. A sinalização ajuda a resolver os problemas de assimetria de informações, mas onde a veracidade do sinal é frágil, é necessário utilizar outras formas de transmissão de informações (Spence, 1973).

A teoria da sinalização explica como as empresas transmitem informação ao mercado para reduzir incertezas e diferenciar-se de outras organizações. A divulgação de informação não financeira pode ser entendida como um sinal de qualidade e de compromisso com práticas responsáveis, sustentáveis e transparentes. Empresas que publicam voluntariamente mais dados ambientais, sociais e de governação, tendem a enviar sinais ao mercado de que estão melhor preparadas para enfrentar riscos e aproveitar oportunidades, o que pode melhorar a

percepção dos investidores e traduzir-se em melhor desempenho económico-financeiro (Hussain et al., 2024).

2.3.5. Triple Bottom Line

A teoria *triple bottom line*, criada por John Elkington, defende que o desempenho de uma empresa não deve ser medido apenas através do lucro financeiro, mas também pelo impacto que a empresa causa nas pessoas e no planeta (Norman & MacDonald, 2004). Esta teoria é composta por três pilares – lucro (*profit*), pessoas (*people*) e planeta (*planet*), sendo por isso também conhecida pelos 3P's (Glac, 2015; Norman & MacDonald, 2004).

O pilar do lucro refere-se à sustentabilidade económica, isto é, uma empresa deve ser financeiramente viável, gerar lucro e proporcionar rentabilidade para os seus investidores, causando o mínimo ou nenhum dano social ou ambiental (Glac, 2015).

O pilar das pessoas refere-se à responsabilidade social da empresa, envolvendo por isso questões relacionadas com as condições de trabalho justas, igualdade, segurança no trabalho, etc. É considerado que uma empresa deve contribuir para o desenvolvimento humano e social (Glac, 2015).

Por fim, o pilar do planeta refere-se à sustentabilidade ambiental, onde se espera que uma empresa minimize o seu impacto ambiental, preserve recursos naturais, reduza emissões de gases, etc., por forma a respeitar e preservar o meio ambiente para as gerações futuras (Glac, 2015).

A teoria da *triple bottom line* propõe uma visão integrada do desempenho empresarial que vai além dos resultados financeiros, incorporando também as dimensões social e ambiental. Dentro deste quadro, a informação não financeira desempenha um papel essencial, ao permitir que a empresa reporte o impacto das suas atividades de forma ampla e equilibrada. Esta teoria sustenta a ideia de que a criação de valor sustentável só é possível quando a organização mede, divulga e gere as três dimensões interdependentes — lucro, pessoas e planeta (*3P's*). Ao fazê-lo, a empresa assegura maior resiliência a longo prazo e aumenta a sua relevância junto dos *stakeholders*, reforçando a correlação positiva entre informação não financeira e desempenho organizacional (Nogueira et al., 2025).

2.4. O impacto do relato não financeiro no desempenho das empresas

Como vimos anteriormente, a crescente atenção dada à sustentabilidade empresarial e aos aspectos ESG tem impulsionado as empresas a divulgar, cada vez mais, informação não financeira. Esta tendência é reforçada por pressões de diversas partes interessadas que reconhecem que esta transparência não financeira tem um potencial determinante para a criação de valor a longo prazo (Sulemana et al., 2025). Neste contexto, a literatura acadêmica tem procurado avaliar se e como a divulgação de informação não financeira influencia o desempenho das empresas. Neste ponto pretendemos analisar os principais estudos empíricos que investigaram essa relação, destacando os principais resultados e variáveis identificadas.

A evidência empírica tem mostrado, em grande medida, que a divulgação de informação não financeira se associa positivamente ao desempenho das empresas. Eccles et al. (2014) concluíram, a partir de uma amostra de 675 empresas norte-americanas entre 2003 e 2005, que organizações classificadas como altamente sustentáveis apresentavam rendibilidades mais elevadas, medidas pela RA, quando comparadas às consideradas de baixa sustentabilidade. Na mesma linha, mas em contextos distintos, Wen et al. (2017), ao analisarem 46 empresas cotadas na Malásia, verificaram que aquelas empresas que publicavam relatórios integrados exibiam níveis mais elevados de desempenho financeiro. Ainda em 2017, Suttipun (2017), com uma amostra de 150 empresas tailandesas, confirmou o contributo positivo da divulgação de informação não financeira para o desempenho das empresas, reforçando que a ligação entre relato integrado e resultados pode variar conforme a dimensão de informação não financeira privilegiada.

Investigações realizadas nos anos seguintes consolidaram esta evidência em diversos países. Tanto Affan (2019), ao analisar 58 empresas cotadas na Indonésia, como Dees (2019), ao estudar 196 grandes empresas europeias, encontraram uma relação positiva entre a divulgação de relatórios integrados e o desempenho contabilístico medido pela RA. Apesar da semelhança metodológica, a aplicação em contextos geográficos distintos reforça a consistência dos resultados, sugerindo que empresas que comunicam para além da informação financeira convencional tendem a beneficiar em termos de rendibilidade sobre ativos.

No Bangladesh, Islam (2021) analisou 20 empresas não financeiras, relacionando índices de relato integrado com variáveis de desempenho e demonstrou evidência consistente de impacto favorável.

Resultados similares surgem igualmente em estudos que recorreram a pontuações ESG e indicadores de governação disponibilizados por bases internacionais como Refinitiv ou Bloomberg. Ghardallou (2022), focando-se na Arábia Saudita, Carnini et al. (2022), em Itália, Guo Qian et al. (2023), em empresas asiáticas, e Vitale et al. (2023), comparando vários países, apontaram para benefícios claros da qualidade do reporte não financeiro na rentabilidade das empresas. Mesmo em setores mais específicos, como no caso do estudo de Darminto et al. (2024) sobre empresas energéticas no Sudeste Asiático, os resultados permaneceram alinhados com esta tendência, isto é, maior qualidade na divulgação não financeira associa-se a um desempenho corporativo mais favorável.

Também para o caso específico de instituições bancárias existem estudos que chegaram a conclusões similares. Em países do Golfo, Buallay et al. (2021) centraram a análise em bancos cotados e observaram que a adoção de práticas de relato integrado, associada a maior qualidade de auditoria externa e governação, conduzia a melhorias no desempenho das organizações. Já em mercados emergentes diversificados, Chouaibi et al. (2022) recorreram a 67 instituições de crédito entre 2015 e 2020, medindo a divulgação por pontuações de bases de dados internacionais, e confirmaram efeitos positivos não apenas sobre a rentabilidade, mas também sobre o custo do capital próprio pelo modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Embora exista esta tendência predominante, nem todos os estudos partilham conclusões homogêneas. Alguns autores encontraram resultados mistos. Garcia et al. (2017), ao analisar empresas dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia e China), concluíram que a divulgação de indicadores sociais se refletia em ganhos financeiros, mas o desempenho ambiental não apresentava relação estatisticamente significativa. De igual modo, Thi et al. (2024) observaram uma relação positiva em dimensões ambientais e de governação para bancos vietnamitas, mas ausência de impacto relevante na vertente social. Já Albetairi et al. (2018), estudando seguradoras cotadas no Barém, identificaram contributos positivos das práticas de relato integrado para o RA, mas efeitos adversos quando existe divulgação sobre riscos e oportunidades.

Existem ainda trabalhos que apontam para impactos negativos entre a divulgação de informação não financeira e o desempenho financeiro das empresas. Churet e Eccles (2014) ao analisarem 2.000 empresas cotadas em vários países entre 2011 e 2012, identificaram que empresas com maior pontuação não financeira tendiam a reportar menor desempenho imediato, levantando a hipótese de que os custos associados à implementação de políticas de sustentabilidade poderiam penalizar os resultados de curto prazo.

Existem ainda alguns estudos que não encontram qualquer relação estatisticamente significativa entre a divulgação de informação não financeira e o desempenho financeiro. É o caso de Gonçalves et al. (2019) que, ao examinarem 135 empresas brasileiras entre 2013 e 2017, não encontraram efeito da publicação ou não de relato integrado no lucro antes de impostos. Conclusões semelhantes foram reportadas por Fernando et al. (2022) que analisaram 190 empresas não financeiras do sudeste asiático, e por Lehenchuk et al. (2023), ao estudarem 48 empresas turcas.

No contexto português, Costa et al. (2024) e Monteiro et al. (2024) investigaram empresas cotadas e grandes corporações nacionais, incluindo casos com recolha de dados por questionário, mas também não identificaram correlação robusta entre relato integrado e rentabilidade das empresas.

A tabela seguinte apresenta uma síntese dos estudos previamente abordados.

Tabela 1: Síntese de estudos que relacionam a informação não financeira e o desempenho das empresas

Autores	País	Tipo de empresas	Período	Indicadores de desempenho financeiro	Indicadores de informação não financeira	Variáveis de controlo
Painel A - Relação Positiva						
Eccles et al. (2014)	EUA	Empresas de alta/baixa sustentabilidade	2003-2005	RA; RCP	Classificação como alta/baixa sustentabilidade	Endividamento; Rotação dos ativos; MTBV; Setor; Tamanho
Suttipun (2017)	Tailândia	Empresas cotadas	2012-2015	Tobin's Q; RA; RCP	Capital Humano; Capital Intelectual; Capital Manufaturado; Capital Social; Capital ambiental; Capital financeiro	Tamanho; Atribuição de prémio CSR
Wen et al. (2017)	Malásia	Empresas cotadas	2012-2015	RA; RCP	Índice avaliado por análise de conteúdo	Não identifica
Sandy (2018)	EUA	Grandes empresas	2013-2015	Margem Líquida; RA; RCP	Relato de sustentabilidade	Tamanho; Setor; Endividamento
Affan (2019)	Indonésia	Empresas cotadas	2017	RA	Índice de adesão ao <i>framework</i> do IIRC	Não identifica
Dees (2019)	Holanda, Alemanha, Finlândia, Espanha	Maiores empresas cotadas	2017	RA; Tobin's Q	Publica/não publica relatório integrado	Endividamento; Crescimento; Setor; Tamanho
Buallay et al. (2021)	Arábia Saudita, Bahrein, Kuwait, Omã, Qatar, Emirados Árabes Unidos	Bancos cotados	2012-2016	RA; RCP	Índice de relato integrado	Idade; PIB; Qualidade; Tamanho
Islam (2021)	Bangladesh	Indústrias não financeiras	2015-2018	Crescimento; RA; RCP	Índice de divulgação de relatórios integrados	Endividamento; Tamanho

Autores	País	Tipo de empresas	Período	Indicadores de desempenho financeiro	Indicadores de informação não financeira	Variáveis de controlo
Carnini et al. (2022)	Itália	Empresas cotadas	2011-2020	Resultado antes de juros e impostos	ESG Score; e subcomponentes (Ambiental, Social e Governação scores)	Endividamento; Subsetor; Tamanho
Chouaibi et al. (2022)	Malásia, Turquia, Tunísia, Emirados Árabes Unidos, Omã, Arábia Saudita, Bahrein, Egito, Kuwait, Jordânia, Iémen, Líbano, Argélia, Marrocos e Djibuti	Instituições de crédito	2015-2020	Custo do capital próprio; RCP	ESG Score	Idade; País; Risco de crédito; Risco de liquidez; Tamanho
Ghardallou (2022)	Arábia saudita	Empresas cotadas	2015-2020	RA; RCP; Tobin's Q	ESG Score	Endividamento; Crescimento; Tamanho; Tangibilidade
Guo et al. (2023)	Ásia	Empresas cotadas	2019	RA; RCP	Índice de qualidade de relato integrado	Não identifica
Vitale et al. (2023)	Vários países	Empresas cotadas	2012-2020	Custo da dívida; RA; RCP; Rendibilidade das vendas	<i>Proxies</i> de sustentabilidade	Recebimento de clientes; Liquidez reduzida; Pontuação de gestão; Score de abordagem estratégica; Tamanho

Autores	País	Tipo de empresas	Período	Indicadores de desempenho financeiro	Indicadores de informação não financeira	Variáveis de controlo
Candio (2024)	Europa	Empresas cotadas	2012 a 2022	RA; RCP; Resultados antes de juros, impostos, depreciações e amortizações; Lucro por ação; Relação Preço/Lucro; Preço por ação	ESG Score; e subcomponentes	Tamanho; Endividamento
Darminto et al. (2024)	Sudeste asiático	Empresas cotadas do setor energético	2014-2021	Qualidade dos lucros	Índice de qualidade de relatórios integrados	Taxa de câmbio
Painel B - Resultados Mistos						
Garcia et al. (2017)	BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul)	Empresas cotadas	2010-2012	Índice de endividamento financeira; Capitalização de mercado; RA	ESG Score	Tamanho; Setor; País
Albetairi et al. (2018)	Barém	Seguradoras cotadas	2012-2015	RA	Índice avaliado por análise de conteúdo	Elementos específicos do relatório
Thi et al. (2024)	Vietnam	Bancos	2018-2022	Margem líquida; RA; RCP	ESG Score	Crescimento das dívidas; Endividamento; Tamanho do Banco
Painel C - Relação Negativa						
Churet e Eccles (2014)	Vários países	Empresas cotadas	2011-2012	Rendibilidade do Capital Investido	ESG Score	Gestão de riscos; Inovação; Capital Humano

Autores	País	Tipo de empresas	Período	Indicadores de desempenho financeiro	Indicadores de informação não financeira	Variáveis de controlo
Painel D - Sem relação estatisticamente significativa						
Gonçalves et al. (2019)	Brasil	Empresas cotadas	2013-2017	Variação do resultado antes de impostos	Publica/não publica relatório integrado	Endividamento; Setor; Total do Ativo
Fernando et al. (2022)	Sudeste asiático	Empresas cotadas não financeiras	2006-2020 (excluindo 2013)	Tobin's Q; RA	ESG Score	Endividamento; Tamanho
Lehenchuk et al. (2023)	Turquia	Empresas cotadas	2022	Rotação do Ativo; Resultados antes de juros, impostos, depreciações e amortizações; RA; RCP	Índices de qualidade de divulgação de informação ESG	Endividamento; Idade; Tamanho; Sub-ramo
Costa et al. (2024)	Espanha; Portugal	Empresas cotadas e não cotadas	2019-2021	RA; RCP	Índice de adesão ao <i>framework</i> do IIRC	Auditoria externa de informação não financeira; Endividamento; Idade; Tamanho
Monteiro et al. (2024)	Portugal	Grandes empresas consideradas pela revista Exame	2021	RA	Divulga/não divulga relatório de sustentabilidade	Endividamento; Crescimento; Liquidez; Setor; Tamanho

Fonte: Elaboração própria

A análise da literatura permite constatar que, apesar de alguns resultados divergentes, existe uma tendência predominante que associa positivamente a divulgação de informação não financeira ao desempenho das empresas, tal como se pode verificar na tabela 1. Estudos realizados em diferentes contextos geográficos e setores de atividade indicam que práticas de relato não financeiro, especialmente aquelas estruturadas em torno de índices ESG ou relatórios integrados, tendem a refletir-se em melhorias em indicadores como o RA, o RCP, o EBITDA ou mesmo no custo de capital. Essa relação sugere que a informação não financeira funciona como um mecanismo de criação de valor, seja pela redução da assimetria de informação entre gestores e investidores, pela sinalização de práticas responsáveis ao mercado ou ainda pelo reforço da legitimidade social das organizações.

Contudo, os resultados sugerem que o impacto da divulgação não financeira no desempenho não é uniforme, podendo variar consoante o contexto institucional (grau de desenvolvimento económico, normas e cultura empresarial), o setor de atividade (onde indústrias intensivas em recursos naturais ou financeiramente reguladas tendem a responder de forma distinta), o horizonte temporal considerado (com benefícios mais visíveis no médio e longo prazo do que em resultados imediatos) e ainda pelas métricas utilizadas, tanto para medir desempenho financeiro, como para avaliar a extensão e a qualidade da divulgação não financeira.

Com base neste enquadramento teórico e empírico, a presente dissertação propõe testar a seguinte hipótese de investigação:

H1: A divulgação de informação não financeira impacta positivamente o desempenho financeiro das empresas.

3. Metodologia

A metodologia quantitativa revela-se particularmente adequada para este estudo, dado que permite mensurar, de forma objetiva, a relação entre variáveis e testar empiricamente hipóteses previamente formuladas (Creswell & Creswell, 2018). A utilização de dados secundários provenientes de bases reconhecidas internacionalmente, como a Refinitiv Eikon e a SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), garante maior fiabilidade e comparabilidade dos indicadores financeiros e de sustentabilidade, reduzindo potenciais enviesamentos associados à recolha primária de informação (Hair et al., 2019).

A análise quantitativa tem sido amplamente utilizada em investigações que exploram a relação entre informação não financeira, nomeadamente índices de sustentabilidade, como o ESG, e o desempenho financeiro, permitindo verificar associações estatisticamente significativas e generalizar resultados para diferentes contextos empresariais (Friede et al., 2015). Assim, a metodologia escolhida encontra-se alinhada com os objetivos do estudo, oferecendo uma base sólida para avaliar de que forma a divulgação de informação não financeira pode influenciar os resultados financeiros das empresas.

3.1. Amostra

A presente investigação centra-se em empresas portuguesas e espanholas, que têm índices ESG na base de dados Refinitiv Eikon, uma vez que o objetivo é analisar a relação entre o grau de divulgação de informação não financeira e o desempenho financeiro das empresas.

A escolha de Portugal e Espanha justifica-se por diversas razões. Em primeiro lugar, sendo ambos os países Estados-membros da União Europeia, Portugal e Espanha estão sujeitos ao mesmo enquadramento normativo no que respeita à divulgação de informação não financeira, nomeadamente através da Diretiva (UE) 2014/95 e, mais recentemente, da Diretiva (UE) 2022/2464. Para além disso, os estudos sobre o impacto da divulgação de informação não financeira no desempenho das empresas no contexto ibérico são escassos. Destacam-se os estudos de Costa et al. (2024) e Monteiro et al. (2024) que incidem sobre empresas portuguesas, mas não concretamente no índice ESG. Os autores focam-se em dados como a adesão ao *framework* do IIRC e na existência (ou não) de um relatório de sustentabilidade, respetivamente. Desta forma, a presente investigação pretende contribuir

para o debate do impacto do ESG no desempenho financeiro das empresas em dois países pouco explorados. Por fim, a inclusão de dois países, em vez de um único, prende-se com o número de empresas com score ESG, de forma a ter uma amostra robusta.

O horizonte temporal da amostra corresponde ao período entre 2014 e 2024. A partir de 2014 houve uma intensificação do debate em torno da sustentabilidade corporativa e da necessidade de reporte não financeiro, em grande medida impulsionada pela Diretiva (UE) 2014/95, aprovada nesse mesmo ano. Esta diretiva marcou um ponto de viragem no enquadramento regulatório europeu, estabelecendo pela primeira vez a obrigatoriedade de divulgação de informação não financeira por parte de determinadas empresas. A inclusão de anos mais recentes, até 2024 (último ano disponível aquando da recolha de dados), permite captar a evolução das práticas de divulgação e desempenho financeiro ao longo de mais de uma década marcada por mudanças significativas no contexto económico e social, incluindo a crescente relevância dos critérios ESG para os diversos *stakeholders*. Adicionalmente, a escolha deste intervalo temporal permite observar a transição entre dois regimes regulatórios: a Diretiva (UE) 2014/95 e a Diretiva (UE) 2022/2464, cuja implementação progressiva a partir de 2023 vem reforçar e ampliar as exigências de reporte. De realçar ainda que, ao estudar 11 anos, este estudo analisa um período mais longo do que o usual em estudos sobre a temática.

As empresas da amostra correspondem a todas as empresas portuguesas e espanholas com índices ESG disponíveis na base de dados Refinitiv, tendo sido posteriormente excluídas aquelas que não apresentavam, pelo menos, três anos consecutivos de dados. A amostra final é uma amostra de dados em painel não balanceada de 101 empresas e 1.066 observações.

3.2. Variáveis

O **desempenho financeiro** das empresas, variável dependente, foi medido por indicadores contabilísticos, dado que nem todas as empresas da amostra são cotadas em mercados regulados, inviabilizando a análise através de indicadores de mercado. Os indicadores foram obtidos através da base de dados SABI.

Foram seleccionados quatro indicadores contabilísticos, dois (RA e RCP) por serem os mais utilizados em trabalhos similares, e outros dois para estender a análise e corroborar resultados. A escolha da margem líquida e da margem de contribuição como variáveis deve-se ao facto de ambos serem indicadores representativos do desempenho financeiro,

permitindo captar diferentes dimensões da performance empresarial. Enquanto a margem líquida reflete a rentabilidade global após todos os custos e encargos, a margem de contribuição evidencia a capacidade operacional das vendas em gerar valor.

- **RA:** medida pela divisão do resultado líquido pelo total do ativo (Affan, 2019; Albetairi et al., 2018; Buallay et al., 2021; Costa et al., 2024; Darminto et al., 2024; Dees, 2019; Eccles et al., 2014; Fernando et al., 2022; Garcia et al., 2017b; Ghardallou, 2022; Guo Qian et al., 2023; Islam, 2021; Lehenchuk et al., 2023; Monteiro et al., 2024; Suttipun, 2017; Vitale et al., 2023; Waddock & Graves, 1997; Wen et al., 2017);
- **RCP:** que corresponde ao rácio do resultado líquido pelo capital próprio (Buallay et al., 2021; Chouaibi et al., 2022; Costa et al., 2024; Darminto et al., 2024; Eccles et al., 2014; Ghardallou, 2022; Guo Qian et al., 2023; Islam, 2021; Lehenchuk et al., 2023; Suttipun, 2017; Thi Thu Loan et al., 2024; Vitale et al., 2023; Waddock & Graves, 1997; Wen et al., 2017);
- **Margem líquida:** calculada pelo resultado líquido a dividir pelo volume de negócios (Sandy, 2018);
- **Margem de contribuição em percentagem:** obtida pela divisão da margem de contribuição (diferença entre as vendas e os gastos variáveis totais) pelas vendas (Vercio, 2017).

A principal variável explicativa pretende medir a informação não financeira. Para tal foi utilizado o **ESG Score** fornecido pela Refinitiv Eikon, que assume valores que variam entre 0 (desempenho ESG fraco) e 100 (desempenho ESG elevado), refletindo a performance geral da empresa em matéria ambiental, social e de governação. Adicionalmente, para uma análise mais desagregada, consideram-se também as subcomponentes: ambiental, social e de governação, tal como Carnini et al. (2022).

Para isolar o efeito da variável independente, foram incluídas variáveis de controlo com base na literatura apresentada anteriormente, nomeadamente:

- **Tamanho da empresa** - medido pelo logaritmo natural do total do ativo (lnAtivo) (Buallay et al., 2021; Carnini et al., 2022; Chouaibi et al., 2022; Costa et al., 2024; Dees, 2019; Eccles et al., 2014; Fernando et al., 2022; Garcia et al., 2017a; Ghardallou, 2022; Lehenchuk et al., 2023; Monteiro et al., 2024; Suttipun, 2017; Thi Thu Loan et al., 2024; Vitale et al., 2023);

- **Endividamento** - medido pela divisão do total do passivo pelo total do ativo (Carnini et al., 2022; Costa et al., 2024; Dees, 2019; Eccles et al., 2014; Fernando et al., 2022; Ghardallou, 2022; Gonçalves et al., 2019; Islam, 2021; Lehenchuk et al., 2023; Monteiro et al., 2024; Thi et al., 2024);
- **Idade** – medido pelo número de anos desde o registo da empresa (Buallay et al., 2021; Chouaibi et al., 2022; Costa et al., 2024; Ghardallou, 2022; Lehenchuk et al., 2023);
- **Setor** – classificação do setor de acordo com *Industry Classification Benchmark* (ICB). Foi atribuída uma variável numérica a cada tipo de classificação para a incluir no modelo (Carnini et al., 2022; Dees, 2019; Eccles et al., 2014; Garcia et al., 2017a; Gonçalves et al., 2019; Monteiro et al., 2024);
- **Crescimento** - medido pela variação anual percentual do volume de negócios (Costa et al., 2024; Ghardallou, 2022; Thi et al., 2024); e
- **PIB (Produto Interno Bruto)** – taxa de crescimento do produto interno bruto (Buallay et al., 2021).

3.3. Modelo

Para testar a hipótese de que a divulgação de informação não financeira impacta positivamente o desempenho financeiro das empresas foram estimados os seguintes modelos de regressão linear múltipla, adaptado de Candio (2024):

$$DF_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_3 End_{it} + \beta_4 Id_{it} + \beta_5 Setor_{it} + \beta_6 Cres_{it} + \beta_7 PIB_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

$$DF_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_S_{it} + \beta_2 S_S_{it} + \beta_3 G_S_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \beta_5 End_{it} + \beta_6 Id_{it} + \beta_7 Setor_{it} + \beta_8 Cres_{it} + \beta_9 PIB_{it} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

Onde DF - desempenho financeiro é medido através de quatro indicadores alternativos: RA, RCP, margem líquida e margem de contribuição; ESG – ESG score, E_S – subcomponente ambiental do score, S_S – subcomponente social do score, G_S – subcomponente de governação do score. Como variáveis de controlo foram incluídas: Tam – tamanho da empresa, End – endividamento, Id – idade da empresa, $Cres$ – variação anual do crescimento do volume de negócios da empresa em percentagem, PIB – taxa de crescimento do produto interno bruto.

O primeiro modelo [1] tem como propósito analisar o impacto do score ESG geral no desempenho financeiro das empresas, e o segundo modelo [2] para analisar o impacto de cada subcomponente ESG no desempenho financeiro das empresas.

Para saber qual o método de estimação mais adequado a cada caso: OLS (*Ordinary Least Squares*), efeitos fixos e efeitos aleatórios, serão realizados os testes F, *Breusch-Pagan* e *Hausman*.

4. Resultados

Este capítulo tem como finalidade apresentar, interpretar e discutir os resultados da investigação realizada, procurando dar resposta aos objetivos definidos para o estudo. Para tal, será caracterizada a amostra e desenvolvidas análises univariada e multivariada, com base nos dados recolhidos e tratados através do software estatísticos SPSS (versão 29) e do software econométrico Gretl (versão 2025c).

4.1. Caracterização da amostra

A amostra do presente estudo é constituída por dados em painel não balanceados referentes a 101 empresas cotadas e não cotadas, provenientes de Portugal e de Espanha, no período de 2014 a 2014. A Tabela 2 evidencia o número de observações por país.

Tabela 2: Observações por país

País	N	%
Espanha	870	81,61
Portugal	196	18,39

Fonte: Adaptada do SPSS

A maioria das empresas da amostra são espanholas, o que é normal dado que é um país de maior dimensão, comparando com Portugal, e por isso, com mais empresas.

A Tabela 3 caracteriza a amostra por setor de atividade, tendo em conta a classificação *Industry Classification Benchmark*.

Tabela 3: Observações por setor

Setor	N	%
Industriais	244	22,89
Financeiros	184	17,26
Materiais Básicos	143	13,41
Utilidades	141	13,23
Bens de Consumo	98	9,19
Serviços de Consumo	87	8,16
Saúde	63	5,91
Telecomunicações	53	4,97
Petróleo e gás	32	3,00
Tecnologia	21	1,97

Fonte: Adaptada do SPSS

O setor industrial (22,89%) é o que predomina na amostra, seguido do financeiro (17,26%). Estes dois setores em conjunto representam quase metade do total das observações. Seguem-se os setores de materiais básicos (13,41%) e utilidades (13,23%), com um peso relevante, mas substancialmente inferior. Os restantes setores apresentam valores mais reduzidos.

A Figura 2 evidencia a evolução anual do ESG score, em termos médios.

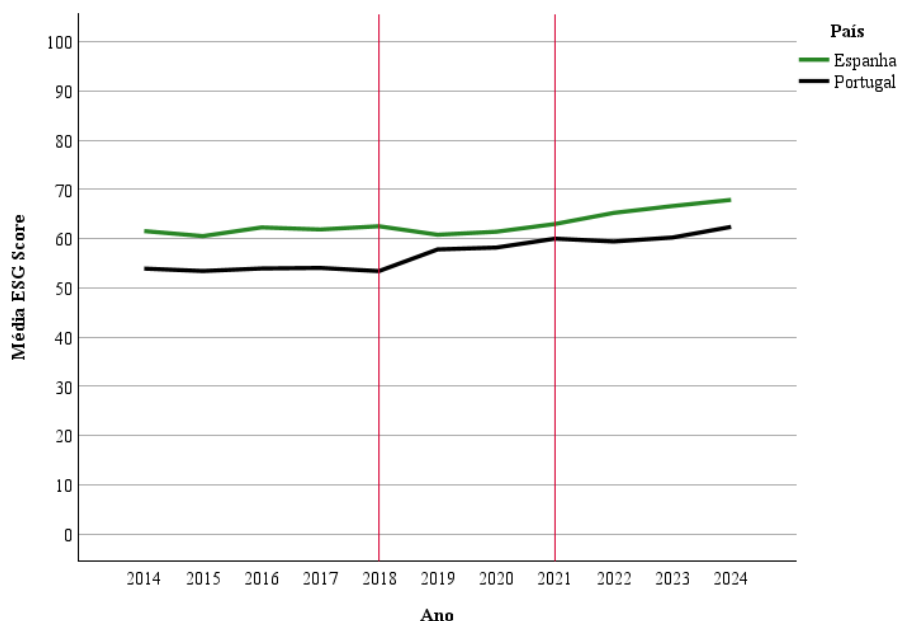


Figura 2: Evolução anual do ESG Score (média)

Fonte: Adaptada do SPSS

Verifica-se que, para ambos os países, o ESG score tem, em média, aumentado, com algumas exceções e com algumas particularidades distintas entre os dois países. As empresas espanholas apresentam, de forma consistente, valores médios de ESG superiores aos das empresas portuguesas, o que sugere uma maior maturidade ou reconhecimento das suas práticas ambientais, sociais e de governação. Em 2014, a média do ESG Score em Espanha situava-se em torno dos 60 pontos, aumentando de forma gradual até atingir cerca de 70 pontos em 2024. Já em Portugal, os valores iniciaram-se próximos dos 55 pontos em 2014, alcançando aproximadamente 60 pontos em 2024.

De 2014 a 2018 os valores de ESG score para os dois países mantiveram-se mais ou menos constantes. De 2018 para 2019 registam-se evoluções distintas nos dois países, enquanto o ESG score aumentou nas empresas portuguesas, teve um efeito oposto nas empresas espanholas. Isto deve-se essencialmente à entrada em vigor do Decreto-Lei nº 89/2017 em

Portugal, que transpôs a Diretiva (UE) 2014/95, e que impôs a divulgação de informação não financeira às empresas portuguesas. Em Espanha, a transposição da Diretiva (EU) 2014/95 foi realizada em 2018, para a Lei 11/2018. Durante 2018, muitas empresas ainda não apresentavam relatórios de informação não financeira estruturados, o que refletiu numa menor consistência e comparabilidade da informação divulgada, levando a scores menos favoráveis.

De 2019 a 2021 o ESG score médio dos dois países tornou-se mais similar, mas a partir desse ano as empresas espanholas registaram um maior crescimento do ESG score médio face às portuguesas. Este crescimento do ESG score em Espanha, pode ter sido causado pela publicação da Diretiva (EU) 2022/2464, que veio aumentar as exigências de divulgação da informação não financeira, e as empresas espanholas adaptaram-se mais rapidamente a essas novas exigências, do que as empresas portuguesas, levando a um aumento do ESG score médio.

Em síntese, os resultados evidenciam que, apesar de as empresas portuguesas terem registado melhorias consistentes, as empresas espanholas continuam a apresentar um desempenho médio mais elevado no que respeita às práticas ESG. Esta diferença pode estar associada a fatores estruturais, como a dimensão das empresas, o nível de desenvolvimento do mercado de capitais ou ainda as políticas nacionais que incentivam a integração de critérios de sustentabilidade na gestão empresarial.

A Figura 3 compara a evolução anual das três subcomponentes ESG para Portugal e Espanha.

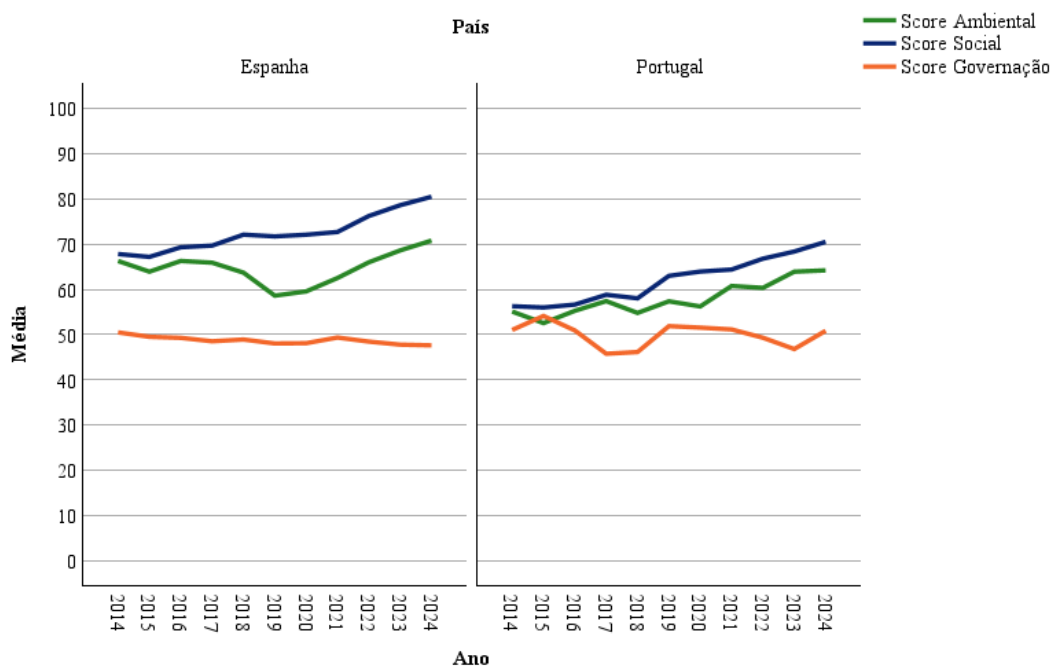


Figura 3: Evolução anual das subcomponentes ESG

Fonte: Adaptada do SPSS

A área de governação é a que apresenta score mais baixo para os dois países, sendo a área social a que apresenta scores mais altos. Isto sugere que as empresas têm investido de forma mais visível em iniciativas relacionadas com trabalhadores, clientes e comunidade, que tendem a ser mais valorizadas no curto prazo, enquanto os aspetos de governação, ligados à transparência, à composição dos conselhos de administração ou a mecanismos de controlo interno, permanecem mais difíceis de implementar e uniformizar. Além disso, a diferença poderá refletir a maior pressão regulatória e social para reportar práticas de responsabilidade social, em comparação com os mecanismos internos de governação, cujo impacto é menos imediato na perceção pública e na avaliação externa

Para Espanha, apenas a área social apresentou um claro crescimento ao longo dos anos analisados. Na área ambiental verifica-se uma pequena quebra de 2014 para 2015 e uma quebra acentuada de 2018 para 2019, mas recuperando gradualmente nos anos seguintes. Isto pode dever-se ao facto de muitas empresas ainda não estarem preparadas para recolher e divulgar informação ambiental de forma consistente, o que originou a uma quebra no score ambiental. A área de governação é a área menos desenvolvida, mas tem mantido uma trajetória consistente ao longo do período analisado.

Em Portugal, verifica-se igualmente que a área social é a mais considerada pelas empresas da amostra, sendo que apresenta valores crescentes ao longo do período analisado, com um

crescimento significativo sobretudo a partir de 2018. Este crescimento significativo deve-se ao facto das empresas portuguesas já estarem mais adaptadas às exigências da Diretiva (UE) 2014/95, uma vez que a transposição desta diretiva foi feita em Portugal no ano 2017. A área ambiental tem apresentado várias oscilações ao longo dos anos, mas com diminuições num ano e a sua recuperação no período seguinte. Já a área de governação tem apresentado valores muito voláteis. Destaca-se a quebra acentuada de 2015 até 2017 e de 2021 a 2023, o que sugere dificuldades acrescidas na implementação de boas práticas de governação nas empresas portuguesas.

Em síntese, as empresas espanholas tendem a apresentar índices ESG mais estáveis ao longo dos anos, enquanto as empresas portuguesas apresentam resultados mais voláteis, principalmente na subcomponente da governação.

4.2. Análise Univariada

A Tabela 4 evidencia as principais estatísticas descritivas, nomeadamente, média, mediana, desvio padrão, mínimo e máximo. Foi realizado o teste de *Kolmogorov-Smirnov* a todas as variáveis, com o objetivo de avaliar a normalidade das suas distribuições. Como é possível verificar pela Tabela A1 presente no anexo, os valores obtidos revelam que apenas a variável endividamento é que distribuição normal.

Tabela 4: Estatísticas descritivas

Variáveis	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
RA	5,26	3,25	12,14	-79,37	81,20
RCP	9,90	8,24	23,64	-183,08	96,58
MgLiq	25,91	18,81	37,57	-95,92	99,87
MgCont	57,30	58,46	29,70	-98,39	99,99
ESG	62,28	65,66	18,15	0,63	92,73
E_S	63,47	69,23	23,56	0,00	98,60
S_S	71,41	76,51	20,75	0,43	98,19
G_S	48,83	49,16	21,81	0,87	95,05
Tam	14,01	14,20	2,27	0,19	20,16
End	49,27	51,84	27,80	0,02	178,75
Id	47,58	33,00	45,44	-11,00	232,00
Setor	5,43	5,00	2,90	1,00	10,00
Cres	-1,12	1,21	32,40	-97,72	97,49
PIB	2,09	2,90	4,35	-10,90	7,00

Nota: RA: rendibilidade do ativo; RCP: rendibilidade dos capitais próprios; MgLiq: margem líquida; MgCont: margem de contribuição; ESG: ESG score; E_S: subcomponente ambiental do score; S_S: subcomponente social do score; G_S: subcomponente de governação score; Tam: tamanho da empresa; End: endividamento; Id: idade da empresa; Cres: variação anual do crescimento do volume de negócios da empresa em percentagem; PIB: taxa de crescimento do produto interno bruto.

Fonte: Adaptada do SPSS

Ao nível do desempenho financeiro, podemos verificar que, em média, os valores são positivos, embora existam grandes diferenças entre as empresas da amostra, com algumas a evidenciar rendibilidades e margens positivas e elevadas e outras níveis de desempenho negativos. A rendibilidade do ativo média é de 5,26%, valor menor do que a rendibilidade dos capitais próprios que é de 9,90%. Em termos de margens, em termos médios a margem líquida é de 25,91%, valor abaixo da margem de contribuição (57,30%). Estes resultados sugerem que os diferentes setores, por terem diferentes estruturas de custos, podem apresentar margens e rendibilidades muito distintas.

Ao nível da informação não financeira, o ESG score médio é de 62,28, com mediana de 65,66, sugerindo práticas de sustentabilidade relativamente desenvolvidas. Entre as subcomponentes do ESG, a componente social é a que apresenta score mais elevado, refletindo maior consolidação das dimensões sociais, como direitos laborais, diversidade e relações com *stakeholders*. Na área ambiental, embora em média o valor é de 63,47, existe

uma grande dispersão entre empresas, sugerindo que nem todas dão a mesma importância a esta área. Já a área de governação é a que apresenta valores mais baixos, evidenciando fragilidades na governação corporativa, nomeadamente em aspetos como transparência, independência dos órgãos de gestão e mecanismos de controlo interno.

Relativamente às variáveis de caracterização das empresas, embora nem todas as empresas tenham a mesma dimensão, não existe muita volatilidade; em média 49,27% do ativo é financiado através de capitais de terceiros, revelando uma estrutura de capital equilibrada; a idade média é de 47,58 anos, indicando a predominância de empresas maduras; já o crescimento do volume de negócios é em média negativo (-1,12%), sinalizando que uma parte relevante das empresas enfrenta estagnação ou retração no período em análise, embora existam grandes diferenças na amostra conforme se pode destacar pela diferença entre os valores máximo e mínimo. Ao nível macroeconómico, o período amostral foi em média em anos com crescimento do PIB, embora com exceções, pois o período compreende os anos onde se verificou a pandemia do Covid-19 que causou restrições a algumas empresas ao nível de desenvolvimento da sua atividade.

De forma global, a amostra mostra um perfil diverso, composto por empresas com diferentes níveis de rentabilidade e aplicação distinta a nível de práticas ESG. Apesar do desempenho positivo nas subcomponentes social e ambiental, a dimensão da governação apresenta um menor desempenho, o que pode constituir um entrave à consolidação de práticas de sustentabilidade mais robustas.

A Tabela 5 evidencia a matriz de correlações utilizando o método de Ró de *Spearman*, uma vez que apenas uma variável segue uma distribuição normal.

Tabela 5: Matriz de correlações

	RA	RCP	MgLiq	MgCon	ESG	E_S	S_S	G_S	Tam	End	Id	Setor	Cres	PIB
RA	1,00	0,90***	0,59***	0,10	0,01	-0,03	0,02	0,02	-0,08***	-0,21***	0,16***	-0,07**	0,13***	-0,03
RCP		1,00	0,50***	-0,01	0,09***	0,01	0,10***	0,07	0,02	0,02	0,15***	-0,05	0,13***	-0,03
MgLiq			1,00	0,29***	-0,01	-0,07	0,01	0,08	0,09**	-0,36***	0,00	0,04	-0,01	-0,05
MgCon				1,00	-0,26***	-0,17***	-0,19***	-0,23***	-0,10	-0,20***	-0,12**	-0,08	-0,03	0,01
ESG					1,00	0,84***	0,84***	0,68***	0,31***	0,22***	0,24***	0,08**	0,04	0,06
E_S						1,00	0,68***	0,38***	0,34***	0,20***	0,24***	0,07**	0,08**	0,06
S_S							1,00	0,35***	0,29***	0,23***	0,24***	0,11***	0,02	0,07**
G_S								1,00	0,12***	0,07	0,06	-0,04	-0,02	0,00
Tam									1,00	0,13***	0,05	0,10***	0,02	0,01
End										1,00	0,02	0,14***	0,05	0,01
Id											1,00	-0,10***	0,00	0,03
Setor												1,00	0,03	0,00
Cres													1,00	0,11***
PIB														1,00

Nota: RA: rentabilidade do ativo; RCP: rentabilidade dos capitais próprios; MgLiq: margem líquida; MgCon: margem de contribuição; ESG: ESG score; E_S: subcomponente ambiental do score; S_S: subcomponente social do score; G_S: subcomponente de governação score; Tam: tamanho da empresa; End: endividamento; Id: idade da empresa; Cres: variação anual do crescimento do volume de negócios da empresa em percentagem; PIB: taxa de crescimento do produto interno bruto.

***, **, * nível de significância de 1%, 5%, 10%, respetivamente.

Fonte: Adaptado do SPSS

Pela análise da matriz de correlações podemos concluir que não existem correlações elevadas, com exceção dos dois indicadores de rentabilidade (RA e RCP), mas que são indicadores alternativos de desempenho financeiro, e do ESG score com as subcomponentes ESG, o que era de esperar dado que o ESG score engloba as três subcomponentes: ambiental, social e de governação.

Verifica-se ainda uma forte correlação entre o score ambiental e social, indicando que as empresas que apresentam melhor desempenho ambiental tendem igualmente a registar práticas sociais mais robustas.

No que respeita à ligação entre as práticas ESG e o desempenho financeiro, não se identificam correlações fortes e a sua significância e sinal depende da subcomponente ESG e dos indicadores de desempenho financeiro analisados, corroborando a literatura que aponta para a ambiguidade desta relação. Enquanto a margem de contribuição e o ESG score e as suas componentes esteja sempre negativamente correlacionado, sugerindo que a adoção de práticas ESG podem implicar custos adicionais que reduzem a eficiência operacional, para a RCP as práticas ESG, com destaque para a área social, apresentam correlação positiva, indicando que os investimentos na dimensão social do ESG podem traduzir-se em benefícios reequacionais e de produtividade que aumentam a rentabilidade dos capitais próprios.

As variáveis de controlo não apresentam sempre correlação significativa com as variáveis de desempenho financeiro, sendo que o tipo de correlação (positiva ou negativa) depende muito do indicador de desempenho utilizado. Destaca-se que a variável crescimento do PIB é a que apresenta menos correlação com as variáveis do estudo, sugerindo que o ambiente macroeconómico não foi muito relevante nesta situação.

Em síntese, os resultados reforçam a interligação entre as dimensões do ESG, em especial entre ambiente e social, mas revelam também que a relação com a performance financeira é menos direta.

Com o objetivo de identificar problemas de multicolinearidade foi realizado o teste VIF (*Variance Inflation Factor*). Os valores obtidos (Tabelas A2 e A3 do anexo) foram todos inferior a 5, o que indica todas as variáveis podem ser incluídas no modelo.

4.3. Análise Multivariada

As Tabelas 6 e 7 apresentam os resultados dos modelos aplicados para cada indicador de desempenho financeiro (RA, RCP, margem líquida e margem de contribuição). Na Tabela 6 a principal variável explicativa é o ESG score, enquanto na Tabela 7 são incorporadas as subcomponentes de ESG.

Tabela 6: Teste de significância do ESG Score (Modelo [1])

Variáveis	RA	RCP	MgLiq	MgCont
Constante	17,70**	15,05	212,17**	85,55
ESG	-0,04	0,02	-0,02	0,00
Tam	-0,16	-0,34	-10,48	-0,32
End	-0,17***	-0,04	-0,51***	-0,36***
Id	0,03	0,05	-0,21	-0,08
Setor	-0,07	-0,23	-	-
Cres	0,04***	0,07***	0,07	-0,07
PIB	0,05	0,09	-0,06	0,23
R²	14,83%	2,40%	9,45%	15,93%
Teste F	4,71*	3,24*	2,43*	1,77
Teste Breusch-Pagan	560,13***	256,37***	219,27***	274,81***
Teste Hausman	8,55	5,23	12,19*	13,53*
Método de estimação	Efeitos Aleatórios	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos

Nota: RA: rendibilidade do ativo; RCP: rendibilidade dos capitais próprios; MgLiq: margem líquida; MgCont: margem de contribuição; ESG: ESG score; Tam: tamanho da empresa; End: endividamento; Id: idade da empresa; Cres: variação anual do crescimento do volume de negócios da empresa em percentagem; PIB: taxa de crescimento do produto interno bruto.

***, **, * nível de significância de 1%, 5%, 10%, respetivamente.

Fonte: Elaboração própria

Para estimar os modelos para as variáveis de desempenho financeiro: RA e RCP foi utilizado o método de efeitos aleatórios, já para as variável margem líquida e margem de contribuição foi utilizado o método dos efeitos fixos, por serem os mais adequados.

Os resultados empíricos indicam que o ESG Score não apresenta significância estatística em nenhuma das métricas de desempenho financeiro analisadas. Tal evidência sugere que, no contexto da amostra e do período considerado, as práticas ESG não constituem um fator determinante do desempenho financeiro. Resultados similares foram encontrados por Churet e Eccles (2014) e Fernando et al. (2022), que também não encontraram significância estatística do impacto do índice ESG em nenhuma métrica de desempenho financeiro. Analisando ESG indiretamente, Costa et al. (2024) e Monteiro et al. (2024), para uma

amostra de empresas portuguesas e espanholas, também não encontraram qualquer relação significativa. Os autores argumentam que, mesmo existindo exigências regulatórias, são poucas as empresas que divulgam informação não financeira. Adicionalmente, os impactos no desempenho financeiro podem surgir apenas no longo prazo. Isso deve-se ao facto de muitos dos investimentos associados à sustentabilidade implicarem custos imediatos relevantes, cujos benefícios apenas se materializam de forma gradual (Eccles et al., 2014). Assim, a ausência de significância estatística encontrada nesta análise não deve ser interpretada como uma prova da irrelevância do ESG, mas antes como um indício de que o seu impacto direto no desempenho financeiro contabilístico poder ser visível a longo prazo.

Analisando as variáveis de controlo, os resultados sugerem que, quer o endividamento, quer o crescimento, influenciam o desempenho financeiro das empresas da amostra, mas a sua significância depende da medida utilizada. Empresas mais endividadas apresentam menor desempenho financeiro medido pelas variáveis RA, margem líquida e margem de contribuição. Os resultados sugerem que um maior nível de endividamento representa um peso financeiro adicional, que impacta a rentabilidade da empresa, uma vez os encargos financeiros também são superiores. Resultados similares foram encontrados por Carnini et al. (2022). Já o crescimento das vendas influencia positivamente as rentabilidades (RA e RCP), indiciando que empresas em crescimento conseguem melhorar a utilização dos seus recursos e gerar mais rentabilidade para os acionistas. Resultados similares foram encontrados por Monteiro et al. (2024).

Por fim, todas as outras variáveis de controlo não apresentam significância estatística para explicar o desempenho financeiro.

Tabela 7: Teste de significância das subcomponentes ESG (Modelo [2])

Variáveis	RA	RCP	MgLiq	MgCont
Constante	21,17	82,04	204,06**	78,26
E_S	0,14***	0,17*	0,04	0,00
S_S	-0,10 *	-0,11	-0,10	-0,06
G_S	-0,01	0,04	0,05	0,07
Tam	1,78	-4,40	-10,19	-0,39
End	-0,20***	-0,02	-0,51***	-0,35***
Id	-0,62***	-0,23	-0,12	-0,01
Setor	-	-	-	0,85
Cres	0,03***	0,06***	0,07	-0,07
PIB	0,05	0,11	-0,06	0,26
R²	13,76%	2,58%	9,59%	5,21%
Teste F	4,09*	2,75*	2,13*	1,77
Teste Breusch-Pagan	570,78***	237,59***	163,21***	275,63***
Teste Hausman	23,56*	15,36*	35,33*	13,34
Método de estimação	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios

Nota: RA: rendibilidade do ativo; RCP: rendibilidade dos capitais próprios; MgLiq: margem líquida; MgCont: margem de contribuição; ESG: ESG score; E_S: subcomponente ambiental do score; S_S: subcomponente social do score; G_S: subcomponente de governação score; Tam: tamanho da empresa; End: endividamento; Id: idade da empresa; Cres: variação anual do crescimento do volume de negócios da empresa em percentagem; PIB: taxa de crescimento do produto interno bruto.

***, **, * nível de significância de 1%, 5%, 10%, respetivamente.

Fonte: Elaboração própria

Para avaliar o impacto das três subcomponentes ESG (ambiental, social e de governação) no desempenho das empresas o método de estimação mais adequado foi o de efeitos fixos, exceto para a variável margem de contribuição que foi estimado pelo método de efeitos aleatórios.

Pela análise da Tabela 7 é possível constatar que a componente ambiental é positiva e estatisticamente significativa para explicar o desempenho da empresa medido pelos rácios de rendibilidade (RA e RCP), sugerindo que práticas ambientais mais consistentes contribuem para aumentar o desempenho financeiro das empresas. Isto deve-se ao facto de muitas das práticas ambientais, para além de reduzirem o impacto ambiental da empresa, também permitem reduzir os custos (por exemplo, utilização de energias renováveis), o que permite melhorar o desempenho financeiro. Este resultado pode ser interpretado também à luz da teoria *triple bottom line*, que defende a existência de sinergias entre a dimensão ambiental e económica, nomeadamente através da redução de custos e criação de vantagens competitivas sustentáveis. Em complemento, os resultados são igualmente consistentes com

a teoria dos *stakeholders*, pelo facto da empresa responder às expectativas de diferentes grupos de interesse relativamente às preocupações ambientais com vista a promover a sustentabilidade ambiental. Contudo, a subcomponente social tem impacto negativo na rendibilidade do ativo, sugerindo que os investimentos sociais podem estar associados a custos adicionais que reduzem a performance contabilística. O autor Candio (2024) também obteve o mesmo resultado, identificando que a subcomponente social teve impacto negativo na rendibilidade dos ativos. Este resultado pode ser interpretado à luz da teoria da agência, uma vez que determinados gastos sociais podem ser percecionados como iniciativas que não maximizam a rendibilidade imediata dos acionistas, criando potenciais conflitos de interesse entre gestores e investidores. Nessa perspetiva, tais investimentos, embora relevantes numa lógica de longo prazo e de responsabilidade social, podem ser vistos como custos que comprometem a rendibilidade no curto prazo. Quanto à subcomponente de governação, não revela qualquer efeito estatisticamente significativo sobre os indicadores de desempenho, tal como o encontrado por Carnini et al. (2022).

Quando analisadas métricas de desempenho financeiro mais operacionais, como a margem líquida e a margem de contribuição, nenhum dos scores ESG apresenta relevância estatística, sugerindo que o impacto é distinto conforme o indicador utilizado.

Quanto às variáveis de controlo, tal como nos resultados apresentados na Tabela 6, o endividamento e o crescimento são estatisticamente significativos para explicar o desempenho financeiro das empresas da amostra. Destaca-se agora a relevância da idade para explicar negativa e significativamente a rendibilidade do ativo. Os resultados sugerem que empresas mais antigas apresentam menor capacidade gerar rendibilidade do ativo, devido a estruturas organizacionais mais rígidas e menores níveis de inovação, tal como encontrado por Monteiro et al. (2024).

Em síntese, os resultados demonstram que os efeitos do ESG sobre o desempenho financeiro dependem da subcomponente utilizada. A dimensão ambiental contribui para gerar impacto financeiro positivo nas empresas, enquanto a área social tem o impacto oposto. Já a dimensão de governação, que é aquela em que as empresas portuguesas e espanholas têm apostado menos, não causa qualquer impacto no desempenho financeiro. Estes resultados reforçam a ideia de que os benefícios do ESG podem não ser iguais: enquanto as práticas ambientais podem contribuir a curto prazo para a performance financeira, os efeitos das subcomponentes social e de governação podem manifestar-se de forma mais indireta ou

apenas em horizontes temporais mais longos (Affan, 2019; Eccles et al., 2014; Wen et al., 2017).

5. Conclusão

Este estudo pretendeu analisar o impacto da divulgação de informação não financeira, em particular através do índice ESG e das suas subcomponentes, no desempenho financeiro das empresas situadas em Portugal e Espanha.

Para tal, foi analisada uma amostra de empresas portuguesas e espanholas, cotadas e não cotadas, num horizonte temporal de onze anos que coincide com marcos regulatórios fundamentais, como a implementação da Diretiva (UE) 2014/95 e da Diretiva (UE) 2022/2464.

Pela análise da evolução temporal do índice ESG e das suas componentes, é visível uma maior preocupação com questões ESG nas estratégias das empresas, principalmente na área social e ambiental. A área de governação é a que apresenta scores mais baixos para os dois países e regista menor evolução, o que pode refletir limitações estruturais na adoção de práticas de transparência, ética e controlo interno.

Os resultados demonstram que, apesar da evolução positiva da divulgação da informação ESG ao longo dos anos, marcada pela publicação da Diretiva (UE) 2014/95 e a Diretiva (UE) 2022/2464, e pela crescente pressão dos *stakeholders*, as empresas espanholas apresentam índices divulgação ESG mais altos do que as empresas portuguesas, refletindo uma maior maturidade na divulgação ESG.

Relativamente aos resultados obtidos através da estimação dos modelos definidos, estes demonstram que não existe significância estatística entre o ESG Score e o desempenho financeiro, quando este é tratado de forma global, mas os resultados na análise por subcomponentes são diferentes. Existe uma relação positiva e significativa entre a área ambiental e a rendibilidade das empresas, o que pode ser explicado tanto pela teoria dos *stakeholders*, dado que a adoção de práticas ambientais responde às expectativas de diferentes grupos de interesse, como pela lógica da *triple bottom line*, que aponta para sinergias entre as dimensões ambiental e económica através da redução de custos e da criação de vantagens competitivas sustentáveis. Por outro lado, existe uma relação oposta entre a área social e a rendibilidade dos ativos, sugerindo que práticas ambientais tendem a refletir-se positivamente na performance da empresa, enquanto os investimentos na dimensão social, embora também relevantes, podem implicar custos adicionais que reduzem a rendibilidade

no curto prazo, isto pode ser compreendido à luz da teoria da agência, na medida em que determinados investimentos sociais, embora relevantes a longo prazo, são percecionados como custos que não maximizam a rendibilidade imediata dos acionistas, reduzindo a performance no curto prazo.

O presente estudo apresenta contribuições relevantes. Ao nível teórico, contribui para o debate do impacto das práticas ESG no desempenho financeiro das empresas, um tema ainda pouco explorado, sobretudo no contexto ibérico. Destaca-se o facto de abranger empresas cotadas e não cotadas e um horizonte temporal longo, o que permite analisar a evolução da divulgação das práticas ESG. Adicionalmente, é utilizado um índice ESG, em vez de ser criado um, o que pode levar a critérios de subjetividade, e é considerado as suas subcomponentes: ambiental, social e de governação, permitindo identificar de que forma cada subcomponente contribui para o desempenho.

O trabalho também apresenta contribuições relevantes para a prática dado que os resultados são úteis para todos os *stakeholders*, com principal destaque para gestores e reguladores. Para os gestores, o conhecimento da relação entre divulgação de métricas não financeiras e desempenho constitui uma ferramenta estratégica essencial, permitindo avaliar a rendibilidade de investimentos em sustentabilidade, capital humano ou responsabilidade social, ajustar práticas de reporte e explorar vantagens competitivas decorrentes de uma maior transparência. Para além disso, possibilita uma gestão mais eficaz dos riscos reputacionais e regulatórios, prevenindo efeitos adversos sobre a credibilidade. Já para os reguladores, este estudo oferece evidências empíricas que podem apoiar a avaliação da eficácia de normas e diretivas, como a Diretiva (UE) 2014/95 e a Diretiva (UE) 2022/2464. Os resultados podem ainda contribuir para orientar a definição de padrões de reporte mais relevantes e reduzir a proliferação de informação pouco útil, reforçando a transparência e a confiança dos investidores e demais partes interessadas.

Como em todos os estudos desta natureza, existem algumas limitações. A primeira limitação identificada é a qualidade dos índices ESG, pois os índices utilizados podem não refletir na sua totalidade a realidade das empresas, uma vez que depende da metodologia de cálculo da base de dados e da disponibilidade de informação divulgada. Assim, investigações futuras poderiam recorrer a bases de dados diferentes ou metodologias alternativas, permitindo comparar resultados. A segunda limitação, é que a amostra apenas inclui as empresas portuguesas e espanholas e, por isso, limita a generalização dos resultados para outros

mercados. Futuras pesquisas poderão, por isso, expandir a análise a empresas de outras geográficas ou a um contexto mais alargado de países. A última limitação encontrada é que as pequenas e médias empresas não estão incluídas no estudo, sendo que representam grande parte da economia portuguesa e espanhola. Estudos futuros poderiam centrar-se especificamente neste segmento, investigando de que forma as empresas incorporam ou não práticas ESG e qual o impacto da sua adoção no desempenho financeiro.

Em suma, conclui-se que a integração da informação não financeira nos processos de gestão e reporte não deve ser encarada apenas como cumprimento regulamentar, mas como uma oportunidade estratégica para reforçar a sustentabilidade, a competitividade e a rentabilidade no longo prazo.

Referências

- Admiraal, M., Nivra, R., & Turksema, R. (2009). Reporting on Nonfinancial Information. *International Journal of Government Auting*, 36, 15–20. <https://www.intosai.org/about-us/ijga.html>
- Affan, M. W. (2019). Integrated Reporting and Corporate Performance: Empirical Evidence of The IIRC Framework Adoption. *JEMA: Jurnal Ilmiah Bidang Akuntansi dan Manajemen*, 16(2), 181. <https://doi.org/10.31106/jema.v16i2.2700>
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196772>
- Albetairi, H. T. A., Kukreja, G., & Hamdan, A. (2018). Integrated Reporting and Financial Performance: Empirical Evidences from Bahraini Listed Insurance Companies. *Accounting and Finance Research*, 7(3), 102. <https://doi.org/10.5430/afr.v7n3p102>
- APCER. (2025, Fevereiro 28). *Novidades sobre a Diretiva CSRD: alterações propostas*. <https://apcergroup.com/pt/noticias-e-destaques/4619/novidades-sobre-a-diretiva-csrd-alteracoes-propostas>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2008). Factors Influencing Social Responsibility Disclosure by Portuguese Companies. *Journal of Business Ethics*, 83(4), 685–701. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9658-z>
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>
- Buallay, A., Al Hawaj, A. A., & Hamdan, A. (2021). Integrated reporting and performance: a cross-country comparison of GCC Islamic and conventional banks. *Journal of Islamic Marketing*, 12(8), 1619–1636. <https://doi.org/10.1108/JIMA-08-2017-0084>

- Burkina, T. A. (2021). Non-Financial Kpi In The Context Of Business Management Decision-Making In Innovative Economy. *Global Challenges and Prospects of The Modern Economic Development Proceedings of Global Challenges and Prospects of The Modern Economic Development (GCPMED 2020), 15-16 December, 2020, Samara State University of Economics, Samara, Russia, 106, 769–779.* <https://doi.org/10.15405/epsbs.2021.04.02.92>
- Candio, P. (2024). The effect of ESG and CSR attitude on financial performance in Europe: A quantitative re-examination. *Journal of Environmental Management, 354, 1–11.* <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.120390>
- Carney, M. M. (2017). *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures.*
- Carnini, S., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., & Nasta, L. (2022). Does ESG Disclosure Influence Firm Performance? *Sustainability, 14(13), 1–18.* <https://doi.org/10.3390/su14137595>
- Ching, H. Y., Gerab, F., & Toste, T. H. (2017). The Quality of Sustainability Reports and Corporate Financial Performance: Evidence From Brazilian Listed Companies. *Sage Open, 7(2), 1–9.* <https://doi.org/10.1177/2158244017712027>
- Chouaibi, Y., Belhouchet, S., Chouaibi, S., & Chouaibi, J. (2022). The integrated reporting quality, cost of equity and financial performance in Islamic banks. *Journal of Global Responsibility, 13(4), 450–471.* <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2021-0099>
- Churet, C., & Eccles, R. G. (2014). Integrated Reporting, Quality of Management, and Financial Performance. *Journal of Applied Corporate Finance, 26(1), 56–64.* <https://doi.org/10.1111/jacf.12054>
- Clegg, S. (2019). Governmentality. *Project Management Journal, 50(3), 266–270.* <https://doi.org/10.1177/8756972819841260>
- Cléménçon, R. (2012). From Rio 1992 to Rio 2012 and Beyond. *The Journal of Environment & Development, 21(1), 5–14.* <https://doi.org/10.1177/1070496512436890>

- Connolly, B., & Quinn, J. (2017). The Non-Financial Information Directive: An Assessment of Its Impact on Corporate Social Responsibility. *European Company Law*, 14(Issue 1), 15–21. <https://doi.org/10.54648/EUCL2017003>
- Costa, C., Lisboa, I., & Martins, J. L. (2024). Integrated reporting and financial performance: evidence from Portugal and Spain. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 1(1), 1–20. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2026.10066797>
- Dang, H. N., Nguyen, T. T. C., & Tran, D. M. (2020). The Impact of Earnings Quality on Firm Value: The Case of Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 63–72. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.63>
- Darminto, D., Lysandra, S., Dinda Mulyadi, H., & Ahmar, N. (2024). Impact of integrated reporting on firm value and earnings quality as a moderator in Southeast Asia. *Investment Management and Financial Innovations*, 21(2), 191–204. [https://doi.org/10.21511/imfi.21\(2\).2024.15](https://doi.org/10.21511/imfi.21(2).2024.15)
- Daszynska-Zygadlo, K., Slonski, T., & Zawadzki, B. (2016). The market value of CSR performance across sectors. *Engineering Economics*, 27(2), 230–238. <https://doi.org/10.5755/j01.ee.27.2.13480>
- Dees, S. (2019). *The influence of long-term orientation and integrated reporting on financial performance*. Radboud University Nijmegen School of Management.
- Diretiva (UE) 2014/95, Jornal Oficial da União Europeia L330/1 (2014). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>
- Diretiva (UE) 2022/2464, Jornal Oficial da União Europeia L322/15 (2022). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/ALL/?uri=CELEX:32022L2464>
- Diretiva (UE) 2025/794. (2025). *Jornal Oficial da União Europeia*, 1. <http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj>
- Dumay, J., Bernardi, C., Guthrie, J., & Demartini, P. (2016). Integrated reporting: A structured literature review. *Accounting Forum*, 40(3), 166–185. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2016.06.001>

- Dumay, J., La Torre, M., & Farneti, F. (2019). Developing trust through stewardship. *Journal of Intellectual Capital*, 20(1), 11–39. <https://doi.org/10.1108/JIC-06-2018-0097>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- EFRAG. (2022). *ESRS 1-General principles*. 1–49. <https://www.efrag.org/en/sustainability-reporting/esrs/sector-agnostic/first-set-of-draft-esrs>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
- Fernando, K., Nurcholifah, S., & Pulungan, A. H. (2022). Disclosure of Environmental, Social, and Governance on Firm Performance Pre and Post Introduction of Integrated Reporting: Evidence from ASEAN Countries. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 12(6), 377–382. <https://doi.org/10.32479/ijeep.13561>
- Freeman, R. E. (1998). A Stakeholder Theory of the Modern Corporation. Em *The Corporation and Its Stakeholders* (pp. 125–138). University of Toronto Press. <https://doi.org/10.3138/9781442673496-009>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- García, I., & Noguera, L. (2017). Integrated Reporting and Stakeholder Engagement: The Effect on Information Asymmetry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(5), 395–413. <https://doi.org/10.1002/csr.1415>
- Georgopoulos, B. S., & Tannenbaum, A. S. (1957). A Study of Organizational Effectiveness. *American Sociological Review*, 22(5), 534–540. <https://doi.org/10.2307/2089477>

- Ghardallou, W. (2022). Corporate Sustainability and Firm Performance: The Moderating Role of CEO Education and Tenure. *Sustainability*, 14(6), 3513. <https://doi.org/10.3390/su14063513>
- Gini, K. B., & Agala, H. O. (2023). The Impact of Macro-Environmental Factors on Business Performance. *International Journal of Research and Innovation in Social Science*, VII(XI), 1837–1843. <https://doi.org/10.47772/IJRISS.2023.7011145>
- Glac, K. (2015). Triple Bottom Line. Em *Wiley Encyclopedia of Management* (pp. 1–2). Wiley. <https://doi.org/10.1002/9781118785317.weom020216>
- Global Reporting Initiative. (2016, Outubro). *Normas GRI*. <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-portuguese-translations/>
- Gobbi, A. G. V., Carvalho, L., & Fodra, M. (2023). Fatores ambientais e internos da firma e o desempenho financeiro das empresas: um olhar sobre as empresas listadas na B3 sob a ótica da corrupção e da estabilidade político-econômica. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 22(1), 1–33. <https://doi.org/10.5585/2023.21787>
- Gonçalves, H. S., Anjos, L. C. M. dos, & Freitas, M. A. de L. (2019). Relato integrado e desempenho financeiro das empresas listadas na B3. *RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 18(2), 345–362. <https://doi.org/10.18593/race.19954>
- GRI - Mission & history. (2024). <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>
- Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate. *Business & Society*, 36(1), 5–31. <https://doi.org/10.1177/000765039703600102>
- Gruoso-Gala, M., & Camisón Zornoza, C. (2022). A bibliometric analysis of the literature on non-financial information reporting: Review of the research and network visualization. *Cuadernos de Gestión*, 22(1), 175–192. <https://doi.org/10.5295/cdg.211545mg>
- Guo Qian, Raedah Sapngi, & Norhayati Mat Husin. (2023). Impact of integrated reporting disclosure on accounting-based performance of asian listed companies. *International*

Journal of Business and Society, 24(3), 1344–1358.
<https://doi.org/10.33736/ijbs.6418.2023>

Habib, A., Oláh, J., Khan, M. H., & Luboš, S. (2025). Does integration of ESG disclosure and green financing improve firm performance: Practical applications of stakeholders theory. *Heliyon*, 11(4), e41996. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2025.e41996>

Hada, I. D. (2020). *Considerations Regarding the Assessment and Measurement of Financial Performance*. 115–129. <https://doi.org/10.18662/lumproc/ncoe4.0.2020/11>

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). Cengage Learning. www.cengage.com/highered

Hayes, A. (2024). *Q Ratio or Tobin's Q: Definition, Formula, Uses, and Examples*. <https://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>

Hornngren, C., Sundem, G. L., Stratton, W. O., Burgstahler, D., & Schatzberg, J. O. (2014). *Introduction to Management Accounting, Global Edition (Chapters 1-7)*. Pearson Education.

Hussain, M. A., Alsayegh, M. F., & Boshnak, H. A. (2024). The Impact of Environmental, Social, and Governance Disclosure on the Performance of Saudi Arabian Companies: Evidence from the Top 100 Non-Financial Companies Listed on Tadawul. *Sustainability*, 16(17), 7660. <https://doi.org/10.3390/su16177660>

IAS Plus. (2025). *IIRC*. IAS Plus. <https://www.iasplus.com/en-gb/resources/global-organisations/iirc>

Ichsan, I., Silvia, I., Mahdawi, M., & Syamni, G. (2021). The financial performance of manufacturing companies in idx and some factors that influence. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 19(2), 354–362. <https://doi.org/10.21776/ub.jam.2021.019.02.11>

IIRC. (2022). *Estrutura conceitual internacional para relato integrado*. www.integratedreporting.org

Integrated Reporting. (2025). <https://integratedreporting.ifrs.org/>

- Irimus, R. M. (2022). Non-financial reporting: a bibliometric review of the past decade. *The Annals of the University of Oradea. Economic Sciences*, 31(1), 213–221. [https://doi.org/10.47535/1991AUOES31\(1\)021](https://doi.org/10.47535/1991AUOES31(1)021)
- Islam, Md. S. (2021). Investigating the relationship between integrated reporting and firm performance in a voluntary disclosure regime: insights from Bangladesh. *Asian Journal of Accounting Research*, 6(2), 228–245. <https://doi.org/10.1108/AJAR-06-2020-0039>
- Jackson, T. (2024, Agosto 19). *15 Non-Financial Performance Measures & Why You Should Track Them*. <https://www.clearpointstrategy.com/blog/nonfinancial-performance-measures>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jonnius, J., & Setya Marsudi, A. (2021). Profitability and the firm's value. *Dinasti International Journal of Management Science*, 3(1), 23–47. <https://doi.org/10.31933/dijms.v3i1.977>
- Kang, K. H., Lee, S., & Huh, C. (2010). Impacts of positive and negative corporate social responsibility activities on company performance in the hospitality industry. *International Journal of Hospitality Management*, 29(1), 72–82. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2009.05.006>
- Khan, M. A., & Chinnasamy, J. (2024). Non-Financial Reporting Research in Developed and Developing Countries. *International Research Journal of Business Studies*, 15(2), 143–165. <https://doi.org/10.21632/irjbs.15.2.143-165>
- Kothari, S. P., & Sloan, R. G. (1992). Information in prices about future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2–3), 143–171. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90016-U](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90016-U)
- Lehenchuk, S., Zhyhlei, I., Ivashko, O., & Gliszczynski, G. (2023). The Impact of Sustainability Reporting on Financial Performance: Evidence from Turkish FBT and TCL Sectors. *Sustainability*, 15(20), 1–13. <https://doi.org/10.3390/su152014707>

- Leonard, E. O., Nwadiador, E., & Nweze, A. (2021). Effect of Non-Financial Disclosures on Performance of Non-Financial Firms' in Nigeria. *Journal of Accounting and Financial Management*, 6, N.^o1, 16–39. <https://www.researchgate.net/publication/348559405>
- Manes-Rossi, F., Tiron-Tudor, A., Nicolò, G., & Zanellato, G. (2018). Ensuring More Sustainable Reporting in Europe Using Non-Financial Disclosure—De Facto and De Jure Evidence. *Sustainability*, 10(4), 1–20. <https://doi.org/10.3390/su10041162>
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854–872. <https://doi.org/10.2307/256342>
- Meiryani, Huang, S. M., Soepriyanto, G., Jessica, Fahlevi, M., Grabowska, S., & Aljuaid, M. (2023). The effect of voluntary disclosure on financial performance: Empirical study on manufacturing industry in Indonesia. *PLOS ONE*, 18(6), e0285720. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0285720>
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>
- Monteiro, S., Roque, V., & Faria, M. (2024). Does Sustainability Reporting Impact Financial Performance? Evidence from the Largest Portuguese Companies. *Sustainability*, 16(15), 1–11. <https://doi.org/10.3390/su16156448>
- Morgan, D. (2024, Agosto 30). The difference between financial and non-financial KPIs. *III*, 33–33. <https://www.platinummediagroup.co.uk/platinum-business-magazine/2023/08/the-difference-between-financial-and-non-financial-kpis/>
- Nayoan, J., & Warongan, J. (2022). Analysis of Factors Affecting Company's Financial Performance in the Covid-19 Pandemi (Case Study at PT. Sinar Karya Mustika Manado). *Dinasti International Journal of Management Science*, 4(2), 366–379. <https://doi.org/10.31933/dijms.v4i2.1581>
- 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. <https://doi.org/10.1007/s11156-008-0090-y>

- Nogueira, E., Gomes, S., & Lopes, J. M. (2025). Unveiling triple bottom line's influence on business performance. *Discover Sustainability*, 6(1), 43. <https://doi.org/10.1007/s43621-025-00804-x>
- Norman, W., & MacDonald, C. (2004). Getting to the Bottom of “Triple Bottom Line”. *Business Ethics Quarterly*, 14(2), 243–262. <https://doi.org/10.5840/beq200414211>
- Normas GRI Consolidadas (2022). <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-portuguese-translations/>
- Orientações para a comunicação de informações não financeiras, Jornal Oficial da União Europeia C209/1 (2019). https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2050_en
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Orzes, G., Moretto, A. M., Ebrahimpour, M., Sartor, M., Moro, M., & Rossi, M. (2018). United Nations Global Compact: Literature review and theory-based research agenda. *Journal of Cleaner Production*, 177, 633–654. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.12.230>
- Penman, S. H. (1996). The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth. *Journal of Accounting Research*, 34(2), 235–259. <https://doi.org/10.2307/2491501>
- Pham, C. D., Tran, Q. X., & Nguyen, L. T. N. (2018). Effects of Internal Factors on Financial Performance of Listed Construction-Material Companies: The Case of Vietnam. *SSRN Electronic Journal*, 9(10). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3291392>
- Preston, L. E., & O'Bannon, D. P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship. *Business & Society*, 36(4), 419–429. <https://doi.org/10.1177/000765039703600406>
- Psomas, E. L., & Jaca, C. (2016). The impact of total quality management on service company performance: evidence from Spain. *International Journal of Quality & Reliability Management*, 33(3), 380–398. <https://doi.org/10.1108/IJQRM-07-2014-0090>

- PwC Portugal. (2023). *Normas de Relato de Sustentabilidade da UE (ESRS)*.
- Renfiana, L., & Ardana, Y. (2021). Company Internal Factors and Their Influences on Financial Performance. *International Journal of Islamic Economics*, 3(2), 177. <https://doi.org/10.32332/ijie.v3i2.3827>
- Robb, S., Single, L., & Zarzeski, M. (2001). Nonfinancial Disclosures Across Anglo-American Countries. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(1), 71–83.
- Roggi, O., Bellardini, L., & Conticelli, S. (2024). Effects of ESG performance and sustainability disclosure on GSS bonds' yields and spreads: A global analysis. *Finance Research Letters*, 68, 105988. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105988>
- SABS. (2024). <https://sasb.ifrs.org/about/>
- Sandy, U. (2018). *Impact of Sustainability Reporting on Firm Profitability*. <https://westminsteru.edu/student-life/the-myrriad/impact-of-sustainability-reporting-on-firm-profitability.html>
- SASB. (2017). *SASB conceptual framework sustainability accounting standards board (SASB)*.
- Scopus Analyzer. (2025). <https://www.scopus.com/term/analyzer.uri?sort=plf-f&src=s&sid=b26a167e89bf37a4436fa67c9f82e89d&sot=a&sdt=a&sl=97&s=%28TITLE-ABS-KEY%28non+financial+information%29+AND+TITLE-ABS-KEY%28reporting+non+financial+information%29%29&origin=resultslist&count=10&analyzeResults=Analyze+results>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Shobhwani, K., & Lodha, S. (2024). Impact of ESG Disclosure Scores on Financial, Operating and Market-Based Performance: Evidence from NSE-100 Companies. *NMIMS Management Review*, 32(3), 211–223. <https://doi.org/10.1177/09711023241306219>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>

- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Sulemana, I., Cheng, L., Agyemang, A. O., Osei, A., & Nagriwum, T. M. (2025). Stakeholders and sustainability disclosure: Evidence from an emerging market. *Sustainable Futures*, 9, 100445. <https://doi.org/10.1016/j.sftr.2025.100445>
- Suttipun, M. (2017). The effect of integrated reporting on corporate financial performance: Evidence from Thailand. *Corporate Ownership and Control*, 15(1), 133–142. <https://doi.org/10.22495/cocv15i1art13>
- Tarquinio, L., & Posadas, S. C. (2020). Exploring the term “non-financial information”: an academics’ view. *Meditari Accountancy Research*, 28(5), 727–749. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-11-2019-0602>
- TCFD. (2025). *TCFD*. <https://www.fsb-tcfd.org/about/>
- Thi Thu Loan, B., Thi Lan Anh, T., & Hoang, T. (2024). ESG disclosure and financial performance: Empirical study of Vietnamese commercial banks. *Banks and Bank Systems*, 19(1), 208–220. [https://doi.org/10.21511/bbs.19\(1\).2024.18](https://doi.org/10.21511/bbs.19(1).2024.18)
- Thuy, V. T. T., Nhung, P. T. H., Oanh, L. T. T., & Hoa, N. T. K. (2023). Factors Affecting Business Performance: Expanding Theoretical Measurements. *International Journal of Professional Business Review*, 8(5), e02134. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i5.2134>
- Transparency International. (2009). *Policy position 03/2009: Strengthening corporate governance to combat corruption*. <https://www.transparency.org/en/publications/policy-position-03-2009-strengthening-corporate-governance-to-combat-corrup>
- Vasiu, D. E. (2019, Dezembro). A 360 Degree Look On The Concept Of Financial Performance. *Revista Economică*, 71(4), 124–132. https://www.semanticscholar.org/paper/A-360-Degree-Look-On-The-Concept-Of-Financial-Elena/6dff1b3c55e6b363fd712863bb54d1eed7582ea9?utm_source=consensus

- Vercio, A. (2017). Contribution Margin and Fixed Cost per Unit: When to Use and When Not to Use These Analytical Tools. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 28(2), 90–93. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22244>
- Villiers, C., Hsiao, P.-C. K., Zambon, S., & Magnaghi, E. (2022). Sustainability, non-financial, integrated, and value reporting (extended external reporting): a conceptual framework and an agenda for future research. *Meditari Accountancy Research*, 30(3), 453–471. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-04-2022-1640>
- Vitale, G., Cupertino, S., & Riccaboni, A. (2023). The effects of mandatory non-financial reporting on financial performance. A multidimensional investigation on global agri-food companies. *British Food Journal*, 125(13), 99–124. <https://doi.org/10.1108/BFJ-06-2022-0545>
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199704\)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G)
- Wen, L. P., Kiew Heong, Angeline, Y., & Chee Hooi, Simon, L. (2017). Integrated reporting and financial performance. *Management and Accounting Review (MAR)*, 16(2), 101. <https://doi.org/10.24191/mar.v16i2.647>
- Zeitun, R., & Tian, G. (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 40–61. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v1i4.3>

Anexos

Tabela A 1: Teste de normalidade

	Estatística
RA	0,107***
RCP	0,135***
MgLiq	0,114***
MgCont	0,083***
ESG	0,128***
E_S	0,099***
S_S	0,154***
G_S	0,057*
Tam	0,111***
End	0,04
Id	0,219***
Setor	0,166***
Cres	0,101***
PIB	0,334***

Nota: RA: rendibilidade do ativo; RCP: rendibilidade dos capitais próprios; MgLiq: margem líquida; MgCont: margem de contribuição; ESG: score ESG; E_S: score ambiental; S_S: score social; G_S: score governação; Tam: tamanho; End: endividamento; Id: idade; Cres: crescimento; PIB: taxa de crescimento do produto interno bruto.

***, **, * nível de significância de 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Fonte: Adaptado do SPSS

Tabela A 2: Análise VIF com ESG Score

Variáveis	RA	RCP	MgLiq	MgCont
ESG	1,12	1,13	1,10	1,24
Tam	1,05	1,08	1,04	1,14
End	1,10	1,10	1,06	1,18
Id	1,04	1,04	1,02	1,17
Setor	1,05	1,05	1,05	1,18
Cres	1,02	1,02	1,04	1,07
PIB	1,02	1,02	1,04	1,07

Nota: RA: rendibilidade do ativo; RCP: rendibilidade dos capitais próprios; MgLiq: margem líquida; MgCont: margem de contribuição; ESG: score ESG; Tam: tamanho; End: endividamento; Id: idade; Cres: crescimento; PIB: taxa de crescimento do produto interno bruto.
 ***, **, * nível de significância de 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria

Tabela A 3: Análise VIF com subcomponentes ESG

Variáveis	RA	RCP	MgLiq	MgCont
E_S	2,33	2,39	2,35	3,43
S_S	2,28	2,34	2,31	2,92
G_S	1,18	1,18	1,28	1,43
Tam	1,09	1,10	1,08	1,35
End	1,10	1,12	1,05	1,18
Id	1,06	1,07	1,04	1,18
Setor	1,05	1,05	1,05	1,36
Cres	1,03	1,02	1,05	1,07
PIB	1,03	1,02	1,04	1,08

Nota: RA: rendibilidade do ativo; RCP: rendibilidade dos capitais próprios; MgLiq: margem líquida; MgCont: margem de contribuição; E_S: score ambiental; S_S: score social; G_S: score governação; Tam: tamanho; End: endividamento; Id: idade; Cres: crescimento; PIB: taxa de crescimento do produto interno bruto.
 ***, **, * nível de significância de 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria