



Lisbon School  
of Economics  
& Management  
Universidade de Lisboa

**MESTRADO EM**  
**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS**  
**EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO**

**INFLUÊNCIA DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO NA**  
**DISCREPÂNCIA ENTRE DIVULGAÇÃO E**  
**PERFORMANCE ESG – O PANORAMA EUROPEU**

**MARIA INÊS CAIRES FRANCO MARTINS**

**OUTUBRO – 2024**



Lisbon School  
of Economics  
& Management  
Universidade de Lisboa

# **MESTRADO EM CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS**

## **TRABALHO FINAL DE MESTRADO DISSERTAÇÃO**

**INFLUÊNCIA DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO NA  
DISCREPÂNCIA ENTRE DIVULGAÇÃO E  
PERFORMANCE ESG – O PANORAMA EUROPEU**

**MARIA INÊS CAIRES FRANCO MARTINS**

**ORIENTAÇÃO:**

**MARIA JOÃO COELHO GUEDES**

**OUTUBRO – 2024**

**ABSTRACT**

Over the last decades, businesses have been called upon to take an active role in combating the successive challenges faced by society. Therefore, the performance of companies in the environmental, social and governance (ESG) dimensions currently constitutes a critical factor in the eyes of relevant stakeholders, which is communicated to them through integrated and sustainability reports. However, although it is expected that the company clearly and truthfully discloses the effort it puts into sustainability, this does not always happen.

The present study seeks to understand how certain attributes of corporate boards relate to the potential discrepancy between companies' disclosure and ESG performance. Thus, using a sample of 1,840 listed companies based in Europe, corresponding to 10,949 observations between 2013 and 2022, the results obtained corroborate the view that boards play a determining role in the company's approach to sustainability.

The results indicate that some of the “good practices” of corporate governance (CG), such as the appointment of a greater proportion of independent members, women and a CSR committee at the board level constitute essential tools in combating the ESG disclosure-performance gap. In turn, the dual role of the CEO appears to encourage excessive disclosure of ESG information when compared to performance. Finally, the size of the boards does not seem to interfere with the level of transparency of ESG disclosures.

**KEYWORDS:** Corporate Governance; Board of Directors; Corporate Social Responsibility; ESG Disclosure-Performance Gap; ESG Performance; ESG Disclosure.

## RESUMO

Ao longo das últimas décadas o setor empresarial foi chamado a assumir um papel ativo no combate aos sucessivos desafios que se têm colocado à sociedade. Por conseguinte, o desempenho das empresas nas dimensões ambiental, social e de *governance* (ESG) constitui atualmente um fator crítico aos olhos dos *stakeholders* relevantes, que lhes é dado a conhecer através de relatórios integrados e de sustentabilidade. Contudo, apesar de ser esperado que a empresa divulgue de forma clara e verdadeira o esforço que coloca em matéria de sustentabilidade, isso nem sempre acontece.

O presente estudo procura compreender de que forma determinados atributos dos Conselhos de Administração (CA) se relacionam com a potencial discrepância existente entre a divulgação e a performance ESG das empresas. Assim, através de uma amostra composta por 1,840 empresas cotadas e sediadas na Europa, perfazendo um total de 10,949 observações entre os anos 2013 e 2022, os resultados obtidos corroboram a visão de que os CA assumem um papel determinante na abordagem da empresa à sustentabilidade.

Concluiu-se, mais concretamente, que algumas das “boas práticas” de *corporate governance* (CG), como a nomeação de uma maior proporção de membros independentes, de mulheres e de um comité de RSC ao nível do CA constituem ferramentas essenciais no combate à discrepância divulgação-performance ESG. Por sua vez, a dualidade de funções do CEO parece fomentar a divulgação excessiva de informação ESG em relação à performance. Já a dimensão dos CA não parece interferir com o nível de transparência das divulgações ESG.

**PALAVRAS-CHAVE:** Corporate Governance; Conselho de Administração; Responsabilidade Social Corporativa; Discrepância Divulgação-Performance ESG; Desempenho ESG; Divulgação ESG.

### AGRADECIMENTOS

A conclusão deste trabalho representa o culminar da etapa mais importante da minha vida até à data: o meu percurso escolar/académico. Apesar de todo o esforço que coloquei desde o início para chegar aqui, nada teria sido possível sem o contributo de algumas pessoas, a quem me resta agradecer.

À minha família, e em particular aos meus pais, por nunca duvidarem das minhas capacidades. A paciência que demonstraram e o apoio prestado ao longo de todo o meu trajeto, mas especialmente nesta reta final, foram essenciais para o desfecho do mesmo. Espero continuar a deixar-vos orgulhosos.

Aos meus amigos, em particular aqueles que me acompanharam ao longo dos últimos cinco no ISEG e que sempre me fizeram sentir em casa, mesmo estando longe de casa, em especial à Clara, à Filipa e à Maria.

Por fim, à minha orientadora, a Professora Doutora Maria João Guedes, pelas discussões pertinentes e cativantes que proporcionou na UC de Corporate Governance e que despoletaram o interesse pelas temáticas abordadas neste trabalho, assim como por todo o feedback prestado.

## ÍNDICE

<b>ABSTRACT</b> .....	I
<b>RESUMO</b> .....	II
<b>AGRADECIMENTOS</b> .....	III
<b>ÍNDICE</b> .....	IV
<b>ÍNDICE DE TABELAS</b> .....	V
<b>ÍNDICE DE ANEXOS</b> .....	V
<b>ABREVIATURAS E ACRÓNIMOS</b> .....	VI
<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	1
<b>2. REVISÃO DE LITERATURA</b> .....	4
2.1 <i>Discrepância entre divulgação e performance: Greenwashing e Greenhushing</i> ...	4
2.2 <i>Corporate Governance e a Performance e Relato não financeiros</i> .....	7
2.3 <i>Conselhos de Administração e a Performance e Relato não financeiros</i> .....	9
2.4 <i>Conselhos de Administração e a discrepância divulgação-performance</i> .....	12
<b>3. DADOS E METODOLOGIA</b> .....	14
3.1 <i>Caracterização da amostra</i> .....	14
3.2 <i>Caracterização das variáveis</i> .....	15
3.2.1 <i>Variável Dependente</i> .....	15
3.2.2 <i>Variáveis Independentes</i> .....	17
3.2.3 <i>Variáveis de Controlo</i> .....	17
3.3 <i>Modelo</i> .....	18
<b>4. RESULTADOS</b> .....	19
4.1 <i>Estatística Descritiva e Matriz de Correlação</i> .....	19
4.2 <i>Resultados da regressão principal</i> .....	21
4.3 <i>Resultados dos testes de robustez</i> .....	25
4.4 <i>Resultados das análises adicionais</i> .....	27
<b>5. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA</b> .....	29
<b>6. REFERÊNCIAS</b> .....	32
<b>7. ANEXOS</b> .....	39

**ÍNDICE DE TABELAS**

Tabela I - Estatística Descritiva e Matriz de Correlação .....	19
Tabela II – Resultados da regressão principal .....	22

**ÍNDICE DE ANEXOS**

Anexo 1 - Composição da amostra por país .....	39
Anexo 2 - Composição da amostra por indústria .....	40
Anexo 3 – Descrição das variáveis utilizadas .....	41
Anexo 4 - Variance Inflation Factors .....	41
Anexo 5 - Evolução das pontuações de performance e de divulgação ESG .....	42
Anexo 6 – Resultados da regressão com desagregação da variável dependente por pilar ESG.....	43
Anexo 7 - Resultados da regressão com variável dependente ajustada à indústria.....	44
Anexo 8 - Resultados da regressão com desagregação da amostra consoante a dimensão das empresas .....	45
Anexo 9 - Resultados da regressão com desagregação da amostra consoante o PIBpc do país.....	46
Anexo 10 - Resultados da regressão com moderação com dummy CSR_Com.....	47
Anexo 11 - Resultados da regressão com desagregação da amostra consoante o nível de sensibilidade ambiental da indústria.....	48
Anexo 12 - Resultados da regressão com desagregação da amostra consoante a empresa seja sediada na UE.....	49

### **ABREVIATURAS E ACRÓNIMOS**

CA – Conselho de Administração

CEO – Chief Executive Officer

CG – *Corporate Governance*

ESG – Environmental, Social and *Governance*

GW – *Greenwashing*

GH – *Greenhushing*

PIBpc – Produto Interno Bruto *per capita*

RSC – Responsabilidade Social Corporativa

UE – União Europeia

## 1. INTRODUÇÃO

Na atualidade, o propósito das empresas não se resume à maximização do lucro para os acionistas, mas à criação de valor para todas as partes interessadas (Huang, 2021). Conseqüentemente, empresas de todos os setores e por todo o mundo têm vindo a repensar a sua atuação, de forma a corresponder às exigências de colaboradores, acionistas, fornecedores, clientes e sociedade no geral, nomeadamente à pressão crescente que lhes tem sido imposta para que atentem à sua performance em termos ambientais, sociais e de *governance* (ESG).

A adoção de uma proposta de valor que integre de forma eficaz as dimensões ESG tem-se mostrado benéfica a vários níveis, inclusive no que toca ao desempenho financeiro das respetivas empresas (Friede et al., 2015), ainda que o retorno seja evidente apenas no longo prazo (Meng & Wang, 2019). O impacto positivo do desempenho ESG na saúde financeira das empresas tem vindo a captar o interesse dos investidores (Plumlee et al., 2015; Tsang et al., 2023), cujas análises se têm apoiado cada vez mais em métricas não financeiras, a par das financeiras. Por sua vez, este tipo de métricas tem por base as informações divulgadas pelas empresas em relação às práticas em que se envolvem e ao esforço que colocam a nível ambiental, social e governativo, nas quais os *stakeholders* depositam a sua confiança.

Apesar do empenho das organizações de relato e instituições reguladoras no desenvolvimento de *frameworks* de divulgação e de normas de relato de adoção obrigatória, as divulgações neste âmbito ainda oscilam consideravelmente em termos de qualidade e carecem de comparabilidade (Tsang et al., 2023). De facto, “a coexistência de múltiplas estruturas de relatórios concorrentes parece criar espaço para narrativas inconsistentes” (Ghitti et al., 2023, p.25).

Perante a inexistência de um quadro sólido de relato não financeiro (Zhou et al., 2023), ao qual acresce a vontade, por parte das empresas, de parecerem socialmente responsáveis aos olhos das partes interessadas, torna-se imperativo atender à possibilidade de estas praticarem *greenwashing* (GW). Na ausência de uma definição universalmente aceite para o termo (Lyon & Montgomery, 2015), optou-se, no âmbito deste estudo, por defini-lo como a divulgação excessiva de dados ESG, de forma que a informação menos favorável passe despercebida, deturpando a perceção das partes

interessadas relativamente ao desempenho não financeiro da empresa (Yu et al., 2020). O recente aumento das acusações por GW e consequente adoção de uma postura de desconfiança por muitos dos *stakeholders* face às alegações das empresas é apontado como uma das principais causas da emergência da estratégia oposta: o *greenhushing* (GH). Esta diz respeito à omissão intencional de informação relativa à abordagem da empresa ao ESG (Falchi et al., 2022) e, à semelhança do GW, põe em causa a qualidade do relato não financeiro.

Cabendo ao Conselho de Administração (CA), entre outras tarefas, monitorizar a execução da estratégia empresarial, assim como aprovar as divulgações efetuadas pela empresa, depreende-se que este mecanismo de *corporate governance* (CG) estará associado à potencial discrepância existente entre o desempenho ESG divulgado e o desempenho real (Liu et al., 2023), ou seja, à adoção de estratégias de sobre-divulgação ou sub-divulgação de informação ESG face à performance. Assim, o presente estudo tem como objetivo responder à seguinte questão de investigação: de que forma determinados atributos dos CA - nomeadamente a dualidade de funções do Chief Executive Officer (CEO), o número de membros, a proporção de membros independentes e do sexo feminino, e ainda a existência de comité de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) - se relacionam com a magnitude da discrepância divulgação-performance ESG, no contexto europeu? Este trabalho fornecerá evidência empírica no sentido de esclarecer quais destes fatores potenciam melhorias na qualidade da informação não financeira produzida pelas empresas europeias, e quais funcionam como entraves à transparência pretendida.

Para o efeito, utilizou-se uma amostra composta por 1.840 empresas cotadas e sediadas na Europa, perfazendo um total de 10.949 observações entre os anos 2013 e 2022. Todos os dados utilizados foram obtidos através dos terminais *Bloomberg* e *Refinitiv Eikon*, bem como do *World Data Bank*.

A literatura que se debruça sobre a influência dos CA na adoção de práticas como o GW ou o GH é escassa e os resultados obtidos são inconsistentes, o que decorre, em parte, da complexidade inerente à definição e medição deste tipo de estratégias (Delmas & Burbano, 2011; Marquis et al., 2016). Para além disso, o contexto geográfico dos estudos anteriores é, na sua maioria, internacional (Marquis et al., 2016; Yu et al., 2020), com alguns autores a focar países específicos, como os EUA (Ghitti et al., 2023) e a China

(Chen & Dagestani, 2023). Que se saiba, apenas Erol & Çankaya (2023) procederam a uma análise semelhante no panorama europeu. Contudo, a amostra utilizada compreende um número muito limitado de empresas e um horizonte temporal que não abrange desenvolvimentos mais recentes em termos de legislação e ênfase no relato não financeiro. Também as variáveis explicativas selecionadas são distintas das que integram o modelo deste estudo.

A presente dissertação visa colmatar as falhas referidas acima, encontrando-se organizada em cinco secções. A primeira diz respeito à introdução, ao passo que a segunda consiste na revisão da literatura, onde será abordada a evidência existente relacionada com a questão de investigação, procedendo-se à formulação das hipóteses a testar. Na terceira secção serão descritas a amostra e a metodologia utilizadas, seguindo-se a apresentação e discussão dos resultados obtidos. Por fim, a quinta secção resumirá as conclusões e limitações da investigação.

## 2. REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1 *Discrepância entre divulgação e performance: Greenwashing e Greenhushing*

A convicção de que as empresas, na condução do seu negócio, têm responsabilidades para com a sociedade não é nova (Agudelo et al., 2019). Apesar de a RSC constituir um desafio atual e futuro, uma das abordagens mais consensuais ao termo foi apresentada ainda no final da década de 70. Segundo Carroll (1979), é esperado pela sociedade que as organizações conciliem a maximização do lucro, sempre dentro dos limites legais, com a atuação segundo normas e valores éticos, devendo ainda contribuir, voluntariamente, para o bem-estar social.

Ora, a abordagem empresarial à RSC, enquanto reflexo dos procedimentos adotados e dos resultados obtidos neste âmbito, é atualmente considerada pelas várias partes interessadas externas como um fator decisivo no estabelecimento de ligações com as empresas (Câmara, 2023). Numa tentativa de quantificar e comparar empresas quanto à sustentabilidade do negócio surgem os critérios ESG<sup>1</sup> (O'Neill, 2023). Apesar da falta de consenso acerca de que parâmetros se incluem em cada uma das dimensões, o Instituto CFA (n.d.) sintetiza os fatores chave, associando o pilar ambiental (E) ao esforço direcionado à “conservação do mundo natural”, que inclui desde o modo como a empresa gere os resíduos derivados do processo produtivo às medidas de eficiência energética que aplica; o pilar social (S) à “consideração das pessoas e dos relacionamentos”, passando pelo esforço que coloca na aplicação das normas laborais até à forma como percebe e prossegue a satisfação do cliente; e o pilar da *governance* (G) aos “padrões utilizados para gerir a empresa”, focando, entre outros fatores, o esquema de remuneração da gestão e a política de combate à corrupção.

Perante *stakeholders* cada vez mais obstinados no que toca à responsabilização em matéria de RSC (Paun, 2018) e mediante a obrigatoriedade de divulgar um

---

<sup>1</sup> Enquanto a RSC se trata de um conceito qualitativo, as pontuações ESG fornecidas por agências de *rating*, pela sua natureza quantitativa, constituem uma ferramenta útil à tomada de decisão de investimento. Para além disso, apesar de ambos os termos focarem as dimensões ambiental e social, o ESG, enquanto extensão da RSC, desconsidera o foco na obtenção de lucro, substituindo-o pela dimensão governativa, essencial à manutenção da sustentabilidade do negócio (O'Neill, 2023). Embora sejam conceitos distintos, muita da literatura toma os termos RSC, ESG e sustentabilidade como sinónimos (Aluchna et al., 2023; Lewellyn & Muller-Kahle, 2023).

determinado conjunto de dados não financeiros com que grande parte das empresas se começa a deparar, tem-se assistido ao crescimento expressivo da incorporação deste tipo de informação nos relatórios anuais e, mais recentemente, à publicação de relatórios integrados e de sustentabilidade (Argento et al., 2019). Embora seja expectável que nesses relatórios se apresentem de forma inequívoca os procedimentos adotados e os resultados obtidos, verifica-se, em muitos dos casos, uma discrepância entre aquilo que é divulgado e o que sucede na prática (Liu et al., 2023).

Nesse sentido, surge o conceito de GW que consiste num “termo abrangente para uma variedade de comunicações e práticas enganosas que, intencionalmente ou não, induzem perceções falsas positivas do desempenho ambiental de uma organização” (Nemes et al., 2022, p.2). Apesar de ser um conceito amplo e multifacetado (Lyon & Montgomery, 2015), todas as definições propostas para o GW parecem ter por base um cenário comum de divulgação positiva acerca de um desempenho não tão positivo (Delmas & Burbano, 2011; Liu et al., 2023). O objetivo por detrás deste tipo de estratégia é também partilhado entre as várias definições e corresponde à captação dos benefícios associados à RSC (Lyon & Montgomery, 2015; Liu et al., 2023), por meio da manipulação da perceção das partes interessadas a acreditar que a performance da empresa é superior à real. Apesar de, na sua essência, o GW dizer respeito à comunicação enganosa do desempenho ambiental, foi já constatado, tanto no universo académico como no corporativo, que o risco de GW não se cinge à dimensão ambiental, estendendo-se também às dimensões social e de *governance* (Yu et al., 2020; Fisher et al., 2023; Câmara, 2023).

Bernini & La Rosa (2023) salientam três perspetivas que resumem o entendimento da literatura relativamente a este fenómeno. A primeira corresponde à divulgação seletiva e pressupõe a omissão de aspetos pouco satisfatórios ou até mesmo preocupantes do desempenho ESG e/ou à comunicação excessiva de conquistas e indicadores ESG otimistas (Lyon & Maxwell, 2011; Marquis et al., 2016; Yu et al., 2020). Já outros autores associam necessariamente o GW à ideia de fraude, referindo-se ao termo como divulgação enganosa ou desonesta (Delmas & Burbano, 2011), alegando que as empresas “*greenwashers*” recorrem a considerações e dados falsos, sendo o desempenho relatado essencialmente fictício. Uma outra abordagem ao GW diz respeito à lacuna existente entre o que as empresas dizem fazer e o que realmente fazem para atingir os seus objetivos nas

dimensões ESG (Walker & Wan, 2012; Zhang, 2023; Chen & Dagestani, 2023). Pressupõe a adoção de uma postura meramente reativa perante as exigências das partes interessadas, mediante o envolvimento em iniciativas e práticas simbólicas, isto é, que não produzem efetivamente os resultados esperados. Contudo, a percepção dos *stakeholders* é de que a empresa se rege pela proatividade na prossecução dos seus interesses.

Porém, tal como existe a possibilidade de as empresas sobrevalorizarem o seu desempenho não financeiro, as mesmas podem optar por subvalorizar os seus esforços nesse âmbito. Embora ainda não tão debatido como o GW, o *greenhushing* (GH), também denominado de *greenblushing* ou *brownwashing*, parece ser cada vez mais recorrente e consiste na recusa intencional de prestação de informações pelas empresas acerca do seu empenho e conquistas na esfera da RSC (Byrne, 2023; Fisher et al., 2023). Entre outros antecedentes deste tipo de estratégia, Falchi et al. (2022) destacam o ceticismo que atualmente caracteriza as partes interessadas e que pode levar a que as empresas optem por passar despercebidas, não investindo na comunicação ESG por receio de serem acusadas de GW. Nessa linha, já Lyon & Maxwell (2011) haviam destacado o risco de as pressões ativistas associadas ao GW resultarem numa queda abrupta dos níveis de divulgação por parte das empresas com bom desempenho ambiental, incompatível com a transparência pretendida.

Ambos os tipos de estratégia comportam consequências a nível financeiro e reputacional para as empresas que as implementam (Testa et al., 2018; Liu et al., 2023), contudo, e no seguimento da falta de transparência para com os stakeholders, existem duas que se destacam pelo seu impacto mais amplo. A primeira prende-se com a assimetria de informação que se gera entre a empresa e os investidores e consumidores, impedindo que estes façam escolhas conscientes. Considerando a liberdade que atualmente ainda é conferida a grande parte das organizações para relatarem aquilo que pretendem e da forma que pretendem, a compreensão do seu desempenho real e comparação com os pares vê-se dificultada (Yu et al., 2020; Y. Huang et al., 2022). Por outro lado, e focando especificamente a dimensão ambiental, fica vedado o acesso das restantes organizações às práticas e soluções implementadas pelas empresas líderes (Huang et al., 2022; Falchi et al., 2022). A ausência desta partilha de conhecimento, resultante tanto da comunicação falaciosa como da recusa de comunicação, dificulta o progresso em termos de sustentabilidade na esfera empresarial, retardando o processo de

transição climática global.

Prevê-se que a legislação que tem vindo a ser introduzida, nomeadamente a Diretiva 2022/2464/EU, seja eficaz tanto na atenuação do GW como do GH (Kim et al., 2014), ao impor a produção de relatórios não financeiros de acordo com as Normas de Relato de Sustentabilidade da UE a cada vez mais empresas, sujeitando-os ainda a credibilização externa, e, assim, aproximando o relato não financeiro do financeiro em termos de rigor, transparência e comparabilidade.

Para além do papel crucial das instituições reguladoras e de supervisão, Câmara (2023) atribui aos CA “a responsabilidade de prevenir e dissuadir a divulgação incorreta de informação ESG” (p.21). Alega que a CG “funciona não apenas como um critério de investimento sólido (no pilar “G”), mas também como um facilitador de decisões relacionadas com ESG” (p.8).

## *2.2 Corporate Governance e a Performance e Relato não financeiros*

À semelhança do termo GW, não existe uma definição universalmente aceite de *Corporate Governance*. As definições sugeridas, com o passar dos anos, têm vindo a adequar-se aos desafios colocados às empresas e, conseqüentemente, ao leque de responsabilidades cada vez mais amplo que é delegado às estruturas de CG. Numa ótica da Teoria da Agência, é perceptível que as definições mais antigas espelhavam essencialmente a preocupação em mitigar os conflitos de interesse entre gestores e acionistas, ao passo que na atualidade parecem centrar-se nas eventuais divergências entre acionistas, *stakeholders* com que a empresa estabelece vínculos contratuais e a sociedade em geral (Pitta Ferraz, 2023). Nesta linha, Solomon & Solomon (2014) referem-se à CG como o conjunto de mecanismos internos e externos capaz de garantir que a empresa atua de forma socialmente responsável em todas as áreas de negócio, atendendo, de forma equilibrada, e tanto quanto possível, às exigências das várias partes interessadas.

O número de estudos cujo foco é a interação entre a CG e o desempenho financeiro e não financeiro tem sido cada vez maior. Escândalos como os da WorldCom e da Enron, de índole financeira, ou o mediático caso “Dieselgate”, ligado à temática da RSC, têm suscitado o interesse da academia, que veio detetar fragilidades nas estruturas de CG das empresas em causa, apontando-as como antecedentes dos respetivos desfechos. De notar que, de entre os vários mecanismos, é atribuído ao CA um papel central, sendo este o foco

de grande parte dos referidos trabalhos de investigação, nomeadamente a sua composição, dimensão e independência.

Dada a complexidade da relação CG – ESG, são comumente utilizados argumentos de várias bases teóricas que se complementam na análise (Hussain et al., 2018; Nicolo et al., 2023). A Teoria da Agência é uma das mais referidas neste âmbito e tem como cenário a estrutura de CG comum em que a propriedade e o controlo se encontram separados entre acionistas e gestores, atores estes que detêm interesses conflitantes. É dada prioridade aos acionistas no conjunto dos *stakeholders*, sendo conferida ao CA a responsabilidade de monitorizar a gestão de topo, garantindo que as decisões tomadas criam valor para os detentores das ações da empresa (Fama & Jensen, 1983). Esta abordagem determina, então, que a empresa apenas se envolva em atividades de RSC, assim como na sua divulgação, se assim o determinarem os acionistas (Jain & Jamali, 2016).

Têm vindo a ser apresentados desenvolvimentos da Teoria da Agência, como é o caso da perspetiva “*Stakeholders-Agency*” (Hill & Jonfs, 1992). Esta alarga o papel central da gestão à tomada de decisão estratégica considerando as exigências de todas as partes interessadas. Delega ao CA, entre outras, as tarefas de aconselhamento e de supervisão das ações dos gestores, certificando que são postas em prática iniciativas alinhadas com o bem-estar dos *stakeholders* e ainda que esses esforços lhes são comunicados de forma inequívoca.

Por sua vez, a perspetiva de Dependência dos Recursos valoriza a capacidade de os diretores contribuírem para a obtenção de vantagem competitiva através da introdução no CA de competências específicas, conhecimento e contactos relevantes, decorrentes da variedade de *backgrounds* e da experiência adquirida nos CA de outras empresas (Hillman & Dalziel, 2003). Espera-se que, desta forma, os membros de um CA reúnam, no seu conjunto, os recursos necessários à estimulação do comprometimento com práticas ESG e à sua adequada comunicação.

Por fim, é ainda mencionada a Teoria da Legitimidade. A ideia por detrás desta teoria é a de existência de um “contrato social” através do qual a organização se compromete a atuar de acordo com as expectativas dos *stakeholders*, em troca da sua aceitação enquanto entidade legítima na sociedade (Deegan, 2019). Para além da implementação de uma estratégia eficaz em conformidade com este “contrato”, a forma

como a empresa a divulga mostra-se crucial, visto que, nos casos em que a legitimidade da organização se encontre em risco, coloca-se a possibilidade de o CA aprovar uma estratégia de comunicação baseada em iniciativas meramente simbólicas, induzindo em erro as partes interessadas (Nuber & Velte, 2021).

### *2.3 Conselhos de Administração e a Performance e Relato não financeiros*

A dualidade do CEO, ou seja, a atribuição dos papéis de CEO e de Presidente do CA ao mesmo indivíduo, é geralmente associada a fraca CG, sendo esta prática altamente desencorajada pelos códigos de boas práticas no contexto europeu. De facto, os defensores da Teoria da Agência alegam que a eficácia do CA, enquanto mecanismo de controlo da gestão, promotor da responsabilização e da transparência, depende em grande parte da separação destas funções (Fama & Jensen, 1983). O poder que é concentrado num só indivíduo pode muito facilmente ser usado para benefício do próprio, resultando na formulação de estratégias orientadas para a obtenção de lucro no curto prazo e, conseqüentemente, na renúncia ao investimento em atividades socialmente responsáveis (de Villiers et al., 2011; Jain & Jamali, 2016; Naciti, 2019; Zhang et al., 2021).

Por sua vez, e de forma geral, a literatura prevê também uma queda nos níveis de divulgação de informação ESG, assim como na sua qualidade (Dwekat et al., 2022). Contudo, Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2018) concluíram que a dualidade do CEO fomenta a divulgação mais detalhada de informações ligadas à RSC, justificando este resultado com a necessidade por parte do CEO de atenuar a pressão exercida por alguns *stakeholders* ou ainda com a percepção de que um maior nível de divulgação contribuirá para o aumento da duração do seu mandato e/ou do seu rendimento.

Quanto à dimensão do CA, sabe-se que nos países europeus tende a ser elevada, nomeadamente na Europa Central, onde predominam as estruturas de CG duais (Byrne, 2023). Apesar de CA mais pequenos poderem ser considerados mais eficazes em termos de coordenação e comunicação (Hussain et al., 2018), a literatura parece sugerir mais frequentemente que CA com mais membros estimulam a divulgação em matéria de sustentabilidade. Nesse sentido, Jizi (2017) argumenta que, para além de um maior número de diretores facilitar a divisão da carga de trabalho, é mais provável que, no seu conjunto, os membros do CA reúnam as aptidões necessárias para responder adequadamente às reivindicações dos *stakeholders*. De Villiers et al. (2011) evidenciam

ainda melhorias na performance ambiental das empresas com CA maiores, por serem mais prováveis de ter na sua composição especialistas e contactos que facilitem o acesso a recursos essenciais à implementação de práticas sustentáveis.

Já a inclusão de membros independentes nos CA é um dos fatores apontados pelos códigos de CG como indispensável à monitorização apropriada da gestão (Jensen & Meckling, 1976) e referidos pela generalidade dos académicos como potenciador de melhorias na performance e divulgação ESG (Dwekat et al., 2022). Por não terem, em teoria, qualquer laço em termos financeiros, familiares ou profissionais que os una à empresa, cabe a estes diretores questionar ativamente a gestão, adotando uma postura imparcial e contrariando a tendência de foco no curto prazo (Fama & Jensen, 1983). Foi já comprovado que tendem a priorizar aspetos não financeiros em detrimento dos financeiros, quer por a sua remuneração não depender do desempenho financeiro da empresa, não estando sujeitos à mesma pressão acionista que os *insiders*, quer por terem uma reputação a manter, a fim de salvaguardar futuras nomeações (Cabeza-García et al., 2018; Bolourian et al., 2021).

Enquanto representantes dos *stakeholders* externos, os diretores independentes estão aptos a ajudar as empresas a compreender as exigências das partes interessadas (Nicolo et al., 2023) e a reconhecer a importância da RSC na manutenção da legitimidade da empresa, reunindo esforços para estimular o desempenho ambiental (de Villiers et al., 2011; Zhang et al., 2021), bem como a quantidade e qualidade das divulgações não financeiras (Cuadrado-Ballesteros et al., 2015; Cucari et al., 2018; Cabeza-García et al., 2018). Contudo, alguns estudos encontraram relações não significativas (Prado-Lorenzo & Garcia-Sanchez, 2010; Michelon & Parbonetti, 2012; Fuente et al., 2017) ou até mesmo negativas (Naciti, 2019) entre a independência e a abordagem das empresas à RSC. Estes baseiam-se na noção pouco aprofundada que os diretores independentes geralmente têm acerca do negócio levado a cabo pela empresa e do respetivo impacto ambiental e social, assim como na possibilidade de se oporem à divulgação caso os dados fornecidos pela gestão lhes pareçam pouco credíveis, colocando a sua imagem em risco (Fuente et al., 2017; Baalouch et al., 2019).

Relativamente ao efeito da diversidade de género nos CA na performance não financeira, a literatura aponta, de forma geral, para a existência de uma associação positiva entre ambas (Velte, 2016; Nuber & Velte, 2021; Zhang et al., 2021; Gaio & Gonçalves,

2022). O altruísmo e a compassividade que distinguem as mulheres (Yahya, 2023), para além da posição minoritária que normalmente detêm nos CA (Muktadir-Al-Mukit & Bhaiyat, 2023), torna-as mais sensíveis às necessidades das várias partes interessadas, que priorizam em detrimento do imediatismo na obtenção de lucro (Liao et al., 2015). Para além disso, o raciocínio social a que recorrem frequentemente (Naciti, 2019) e a diversidade que conferem aos CA em termos de aspirações e qualificações refletem-se num processo de tomada de decisão mais holístico e inovador, capaz de transformar a abordagem das empresas no que toca à sustentabilidade (Dyck et al., 2022; Collevocchio & Gionfriddo, 2023). De facto, muitos dos académicos que evidenciaram um impacto negativo ou insignificante da diversidade de género na performance de RSC justificam-no com o facto de a média de mulheres nos CA das suas amostras ser demasiado baixa (Post et al., 2011; Cabeza-García et al., 2018). Estes apoiam-se na Teoria da Massa Crítica que alega que a presença de menos de três mulheres nos CA tende a resultar na marginalização dos seus pontos de vista e, conseqüentemente, na oposição por parte do CA à implementação de práticas socialmente responsáveis.

Analogamente, grande parte dos estudos evidencia o contributo positivo das mulheres nos CA relativamente à transparência da informação não financeira (Fernandez-Feijoo et al., 2014; Liao et al., 2015; Jizi, 2017; Alkhawaja et al., 2023). Não obstante, autores como Cucari et al. (2018) e Miniaoui et al. (2022) evidenciaram um impacto negativo, reconhecendo que, em muitos dos casos no contexto europeu, a nomeação de mulheres pode não ter necessariamente em vista a otimização da eficiência do CA, mas antes o aprimoramento da imagem da empresa ou o mero cumprimento dos requisitos legais.

Por fim, a generalidade da evidência aponta para o impacto positivo da constituição de um comité de RSC ao nível do CA na performance e divulgação não financeiras (Lu & Wang, 2021; Dwekat et al., 2022; Nicolo et al., 2023). A nomeação de um conjunto de diretores especificamente dedicados a identificar riscos e oportunidades e, conseqüentemente, capazes de auxiliar na definição de uma estratégia empresarial alinhada com os interesses dos *stakeholders* e na implementação de um plano de ação concreto reflete-se positivamente no desempenho da empresa (Michelon & Parbonetti, 2012; Velte, 2016; Güngör & Şeker, 2022). Para além disso, é expectável que estejam aptos a lidar com tópicos cada vez mais técnicos e que exigem a recolha e produção de

informação complexa, o que se traduz em aumentos na quantidade e qualidade do relato não financeiro (Fuente et al., 2017; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2018; Uyar et al., 2020; Pizzi et al., 2021; Miniaoui et al., 2022). Ainda assim, alguns estudos depararam-se com o impacto não significativo da presença deste tipo de comités no CA e a divulgação de informação ambiental, percepcionando a sua implementação como uma iniciativa simbólica que visa criar uma falsa sensação de credibilidade às partes interessadas (Baalouch et al., 2019; Tingbani et al., 2020).

#### *2.4 Conselhos de Administração e a discrepância divulgação-performance*

A literatura mencionada anteriormente dá conta de relações significativas entre a composição dos CA e a abordagem das empresas à sustentabilidade, quer em termos de divulgação, quer de desempenho. Embora em menor número, os trabalhos que se debruçaram sobre a constituição dos CA enquanto antecedente da discrepância entre divulgação e performance não financeiras apresentam, de forma geral, resultados igualmente significativos, porém divergentes (Gull et al., 2023; Liu et al., 2023).

O impacto da dualidade do CEO na discrepância divulgação-performance foi, de entre os tópicos alvo de investigação neste estudo, o que menos atenção recebeu por parte da academia, sendo a escassa evidência publicada de natureza heterogénea. Por um lado, Taglialatela et al. (2023) comprovaram que a dualidade do CEO está associada à priorização da implementação de práticas operacionais sustentáveis em detrimento da sua comunicação. Já os resultados de Lu & Wang (2021) indicam que a separação das funções de CEO e presidente do CA potencia melhorias no desempenho ambiental, assim como aumentos na quantidade de informação divulgada, sugerindo uma maior alinhamento entre divulgação e performance ambientais nos casos em que o CEO e o presidente do CA são indivíduos distintos. Com base nesta última conclusão, e privilegiando a vertente da literatura que associa a dualidade do CEO a deficiências na função de monitorização da gestão e a fragilidades na performance não financeira, definiu-se a seguinte hipótese:

*H1: A dualidade do CEO está positivamente associada à discrepância entre divulgação e performance ESG.*

A evidência existente acerca da influência da dimensão do CA na magnitude de GW é, na sua maioria, inconclusiva (Yu et al., 2020; Ghitti et al., 2023). Yu et al. (2020) justificam a relação não significativa encontrada com a possibilidade de as desvantagens em termos de comunicação e coordenação atribuídas aos CA com mais membros anularem a eficácia de supervisão que lhes é habitualmente associada. Não obstante, Taglialatela et al. (2023) demonstram que empresas com CA maiores se empenham de tal forma na comunicação ambiental que o esforço relatado acaba por não se refletir nas práticas efetivamente adotadas. Apesar da evidência mista à data, e tendo em conta que a diversidade de pontos de vista, de conhecimentos e ainda de contactos inerentes aos CA com mais membros foi já associada a uma maior propensão para a adoção de práticas socialmente responsáveis (de Villiers et al., 2011; Velte, 2016) e respetiva divulgação (Jizi, 2017; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2018), propôs-se a seguinte hipótese:

*H2: A dimensão do CA está negativamente associada à discrepância entre divulgação e performance ESG.*

A independência dos CA tem sido, de forma geral, associada a uma maior propensão para a prática de GW, tendo vários estudos comprovado que os esforços de comunicação das empresas com maior proporção de diretores independentes nos CA tendem a sobrepor-se à implementação de práticas ambientais (Lu & Wang, 2021; Taglialatela et al., 2023). Nessa linha, Ghitti et al. (2023) defendem que os diretores independentes não são efetivamente independentes na prática, destacando a proximidade que muitas vezes têm relativamente aos *insiders*, assim como as vantagens que auferem por pertencerem aos CA de empresas socialmente responsáveis, como aspetos que podem levar ao consentimento da prática de GW. Pelo contrário, Yu et al. (2020) e Erol & Çankaya (2023) argumentam que o escrutínio proporcionado pela presença de mais diretores independentes nos CA é essencial à mitigação da divulgação excessiva de dados ESG. Optou-se por privilegiar esta última perspetiva, em linha com a generalidade das bases teóricas, colocando-se a seguinte hipótese:

*H3: A independência dos CA está negativamente associada à discrepância entre divulgação e performance ESG.*

Por sua vez, parecem restar poucas dúvidas de que uma maior proporção de mulheres nos CA constitui um fator inibidor do GW (Zahid et al., 2023; Chen & Dagestani, 2023; Gull et al., 2023). No seguimento das teorias da Agência e dos Papéis Sociais, a generalidade dos académicos defende que a diversidade cognitiva e intelectual que as mulheres proporcionam ao CA promove o alinhamento da conduta da empresa com as reivindicações dos *stakeholders*, assim como o rigor na sua divulgação. Apenas Ghitti et al. (2023) concluíram que os CA com mais mulheres não são menos prováveis de ceder ao GW, referindo o dia-a-dia ocupado das diretoras no contexto americano como potencial fator deturpador da monitorização de comportamentos oportunistas por parte dos gestores. Assim sendo:

*H4: A diversidade de género no CA está negativamente associada à discrepância entre divulgação e performance ESG.*

Finalmente, a literatura tem vindo a comprovar que a constituição de comités especificamente dedicados à temática da sustentabilidade promove a comunicação transparente com os *stakeholders*, ao combater tanto a sobre-divulgação como a sub-divulgação de informação não financeira face ao desempenho (Huang et al., 2022; Gull et al., 2023). O conhecimento especializado que os seus membros reúnem parece dotar o CA da “literacia” ESG necessária à monitorização eficaz da implementação de práticas sustentáveis e do relato não financeiro (Hussain et al., 2018; Câmara, 2023), justificando a formulação da seguinte hipótese:

*H5: A presença de um comité de RSC ao nível do CA está negativamente associada à discrepância entre divulgação e performance ESG.*

### **3. DADOS E METODOLOGIA**

#### *3.1 Caracterização da amostra*

O presente estudo tem como objetivo analisar a relação entre algumas características dos CA (dimensão, independência, diversidade de género, dualidade do CEO e existência de comité de RSC) e a magnitude da discrepância divulgação-performance ao nível das divulgações ESG.

Para tal, os dados relativos ao nível de divulgação foram retirados da *Bloomberg*, enquanto todos os restantes, à exceção do Produto Interno Bruto *per capita* (PIBpc) e da inflação, foram obtidos com recurso à *Refinitiv Eikon*. Os dados específicos de cada país onde se encontram sediadas as empresas foram extraídos do *World Data Bank*.

A amostra inicial era composta por 2.021 empresas cotadas e sediadas na Europa, entre os anos fiscais 2013 e 2022. É de destacar que as referidas empresas atuam nos mais variados setores de atividade, com exceção do financeiro. Os bancos, outras empresas prestadoras de serviços financeiros e seguradoras não foram incluídos na amostra por estarem sujeitos a normas e regulamentações distintas que podem afetar tanto as estruturas de CG destas empresas, como as práticas adotadas em termos contabilísticos e de divulgação (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2018; Tingbani et al., 2020). Excluíram-se ainda as empresas sediadas em países cujo total de observações era inferior a dez, assim como as observações que não continham todos os dados necessários para o cálculo da variável de interesse.

Assim, a amostra final consiste em 1.840 empresas cotadas com sede em território europeu, mais concretamente na União Europeia, Reino Unido, Noruega, Suíça e Ucrânia, perfazendo um total de 10.949 observações. O país e indústria com maior representatividade são, respetivamente, o Reino Unido (23,75%) (Anexo 1) e a indústria transformadora (42,72%) (Anexo 2).

### 3.2 Caracterização das variáveis

#### 3.2.1 Variável Dependente

A discrepância entre divulgação e performance ESG (*DP\_Gap*) corresponde à variável de interesse deste estudo, tendo sido utilizada uma medida semelhante ao “*peer-relative greenwashing score*” proposto por Yu et al. (2020) para o contabilizar. Para o seu cálculo recorreu-se a duas métricas que comparam cada empresa com os seus pares: uma capaz de medir a quantidade de informação ESG divulgada - *ESG Disclosure Score* da *Bloomberg* - e outra que quantifica o desempenho empresarial nas dimensões ESG - *ESG Score* da *Refinitiv Eikon*.

Os *ESG Disclosure Scores* fornecidos pela *Bloomberg* são comumente utilizados na literatura como *proxy* do grau de divulgação de informação não financeira (Cucari et al., 2018; Fatemi et al., 2018; Yu et al., 2018). Esta pontuação captura, numa

escala de 0 a 100, a quantidade da informação ESG relatada publicamente por uma empresa, num determinado ano fiscal, comparativamente às empresas pares. Os tópicos avaliados dentro de cada dimensão são mencionados em *frameworks* de relato transversais a todas as indústrias, como as diretrizes da *Global Reporting Initiative* (GRI). De notar que é atribuído igual peso aos três pilares E, S e G, independentemente do setor onde as empresas atuam.

Quanto à medição do desempenho não financeiro, os ESG *scores* calculados pela *Refinitiv Eikon*<sup>2</sup> têm sido a escolha de vários académicos (Dyck et al., 2019; Cambrea et al., 2023). Esta pontuação varia entre 0 e 100 e visa refletir o empenho e a eficácia das iniciativas colocadas em prática das empresas nas dimensões ESG, comparativamente ao universo de empresas do mesmo setor (E e S) e do mesmo país (G). Enquanto o peso atribuído ao pilar G é fixo, os pesos das dimensões E e S variam consoante o setor onde cada empresa atua. Embora o cálculo desta pontuação tenha por base dados relatados pelas próprias empresas, a *Refinitiv* considera que os critérios que utiliza são suficientemente detalhados para distinguir as empresas líderes em matéria de sustentabilidade, ou seja, as que efetivamente “fazem o que dizem”, daquelas cujo discurso é manipulado (LSEG, 2023).

Tal como Yu et al. (2020), e com o intuito de aumentar a comparabilidade entre as duas pontuações referidas, visto que serão utilizadas em conjunto para o cálculo da variável dependente, reponderaram-se os ESG *scores* computados pela *Refinitiv Eikon*, utilizando os pesos que a *Bloomberg* atribui a cada uma das dimensões ESG nas pontuações de divulgação.

Assim, a variável dependente é obtida por meio da subtração da medida de performance à de divulgação, permitindo captar a magnitude da discrepância entre divulgação e desempenho ESG de cada empresa num determinado ano em relação aos seus pares. Por um lado, as empresas que apresentaram valores superiores a zero são sinalizadas como *greenwashers*, considerando que a quantidade de informação ESG que proporcionam se destina a camuflar o seu verdadeiro desempenho neste âmbito. Já as que apresentam um nível de divulgação inferior comparativamente à performance, sugerindo que subestimam as suas conquistas nas dimensões ESG, e tornando esta medida negativa,

---

<sup>2</sup> Obtidos através da *Refinitiv* ESG, ex-ASSET4 ESG.

são identificadas como *greenhushers*. Por fim, os casos em que o valor da variável dependente é nulo dizem respeito às empresas cuja performance ESG, seja ela forte ou fraca, é plenamente transmitida às partes interessadas.

### 3.2.2 Variáveis Independentes

O modelo proposto conta com cinco variáveis independentes, que dizem respeito à dimensão (*Board\_Size*), à proporção de membros independentes (*Board\_Indep*) e à proporção de mulheres (*WoB*) nos CA, assim como à dualidade do CEO (*CEO\_Duality*) e à existência de comité de RSC (*CSR\_Com*).

As três primeiras são definidas, respetivamente, pelo número total de membros do CA, pela percentagem de mulheres no total de membros do CA e pela percentagem de diretores independentes no total dos diretores do CA. Já as duas últimas, enquanto variáveis *dummy*, assumem, respetivamente, o valor 1 no caso de o CEO ser também o presidente do CA e no caso de existir comité de RSC/Sustentabilidade ao nível do CA ou da gestão de topo, sendo os seus valores nulos caso contrário.

### 3.2.3 Variáveis de Controlo

De forma a garantir que a variável dependente é explicada essencialmente pelos fatores de CG selecionados, foram incluídas no modelo algumas variáveis consideradas na literatura como determinantes da magnitude de discrepância divulgação-performance.

Primeiramente, controlou-se a dimensão das empresas, medida pelo logaritmo natural do total do ativo. É argumentado na literatura que empresas maiores, nomeadamente as cotadas em bolsa e de renome, têm menos probabilidade de recorrer ao GW (Delmas & Burbano, 2011), visto que as acusações por este tipo de práticas muito provavelmente resultarão em danos reputacionais graves e consequente perda de legitimidade (Marquis et al., 2016; Ruiz-Blanco et al., 2022). A literatura aponta também para a existência de uma relação negativa entre a dimensão das empresas e o GH (Y. Huang et al., 2022). Assim, depreende-se que empresas maiores tendem a ser mais transparentes do que as mais pequenas.

A rendibilidade, medida neste estudo pelo rácio *Return-on-Assets*, foi também incluída no modelo. Por um lado, empresas mais rentáveis têm fundos mais que suficientes para fazer face a multas e coimas, assim como para lidar com quedas nos

resultados no caso de serem descobertas, sendo, por isso, mais prováveis de incorrer em GW do que as restantes (Delmas & Burbano, 2011). Por outro lado, foi demonstrado que tais empresas tendem a alocar quantias consideráveis a práticas de RSC, sendo expectável que as queiram divulgar ao público (Prado-Lorenzo et al., 2009; Cabeza-García et al., 2018).

Foi também já demonstrado que as empresas mais alavancadas são incentivadas a praticar GW por disporem de poucos recursos para investir em iniciativas de RSC (Nawaiseh, 2015) e, simultaneamente, terem uma imagem socialmente responsável a manter perante os credores, que geralmente concedem às empresas com melhor desempenho ESG um custo de dívida inferior (Eliwa et al., 2021). Por essa lógica são também menos associadas à prática de GH (Huang et al., 2022). O grau de alavancagem foi controlado por meio do rácio *Debt-to-Assets*.

O contexto económico dos países onde se encontram sediadas as empresas é também comumente apontado na literatura como relevante no que toca à abordagem à RSC. Foi já evidenciado que países economicamente mais desenvolvidos se traduzem na adoção de uma conduta socialmente responsável por parte das empresas (Gnyawali, 1996), sendo de esperar que a discrepância entre divulgação e performance seja menor nos países com PIB *per capita* mais elevado. Já a instabilidade derivada de taxas de inflação mais elevadas tenderá a refletir-se na priorização dos resultados de curto-prazo e, possivelmente, numa maior propensão para a prática de GW. Nesse sentido, foram incluídas variáveis relativas ao PIB *per capita* e à taxa de inflação.

Por fim, foram adicionadas variáveis *dummy* temporais, de modo a capturar a heterogeneidade das observações decorrente da passagem do tempo.

### 3.3 Modelo

De forma a analisar a relação existente entre a magnitude de discrepância e os referidos fatores ao nível do CA, desenvolveu-se o seguinte modelo, conforme a equação 1:

$$DP\_Gap = \beta_0 + \beta_1 CEO\_Duality_{i,t} + \beta_2 Board\_Size_{i,t} + \beta_3 Board\_Indep_{i,t} + \beta_4 WoB_{i,t} + \beta_5 CSR\_Com_{i,t} + \beta_6 lnAssets_{i,t} + \beta_7 Profitability_{i,t} + \beta_8 Leverage_{i,t} + \beta_9 lnGDP_{i,t} + \beta_{10} Inflation_{i,t} + \beta_{11} Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

relativamente ao qual o índice  $i$  corresponde a cada uma das empresas em análise ( $i = 1, 2, \dots, 1.840$ ) e o índice  $t$  diz respeito ao ano ( $t = 2013, 2014, \dots, 2022$ ). O estimador utilizado foi o de Efeitos Fixos, escolhido mediante a rejeição da hipótese nula do teste de *Hausman*, com opção de *cluster* robustos, de modo a controlar a presença de heterocedasticidade. No Anexo 3 encontram-se descritas todas as variáveis utilizadas.

## 4. RESULTADOS

### 4.1 Estatística Descritiva e Matriz de Correlação

Da Tabela I consta a estatística descritiva, assim como os coeficientes de correlação entre as variáveis em estudo.

Tabela I - Estatística Descritiva e Matriz de Correlação

Variables	Mean	SD	Min	Max	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>DP_Gap (1)</b>	-8.282	12.692	-55.127	60.509	1.000			
<b>CEO_Duality (2)</b>	0.230	0.421	0.000	1.000	0.047***	1.000		
<b>Board_Size (3)</b>	9.485	3.700	1.000	34.000	-0.226***	0.139***	1.000	
<b>Board_Indep (4)</b>	56.018	26.235	0.000	100.000	-0.169***	-0.093***	-0.071***	1.000
<b>WoB (5)</b>	27.855	14.173	0.000	80.000	-0.173***	0.041***	0.130***	0.186***
<b>CSR_Com (6)</b>	0.685	0.464	0.000	1.000	-0.325***	0.045***	0.285***	0.154***
<b>InAssets (7)</b>	21.680	1.739	15.594	27.058	-0.344***	0.087***	0.590***	0.168***
<b>Profitability (8)</b>	0.036	0.199	-14.584	2.518	-0.014	-0.008	0.005	0.006
<b>Leverage (9)</b>	1.265	0.192	0.000	7.861	-0.016*	0.014	0.054***	0.037***
<b>InGDP (10)</b>	10.633	0.383	7.557	11.684	-0.039***	-0.030***	-0.221***	0.113***
<b>Inflation (11)</b>	2.226	2.565	-2.097	48.700	0.081***	-0.086***	-0.106***	0.045***

  

	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(5)	1.000						
(6)	0.200***	1.000					
(7)	0.158***	0.394***	1.000				
(8)	0.042***	0.016***	0.050***	1.000			
(9)	0.055***	0.084***	0.137***	-0.200***	1.000		
(10)	0.035***	-0.028***	-0.073***	-0.011	0.051***	1.000	
(11)	0.165***	0.054***	-0.113***	0.008	-0.000	0.035***	1.000

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Relativamente à discrepância divulgação-performance, sabe-se que o valor médio ronda -8, o que permite concluir que as empresas da amostra são mais propensas a subestimar a sua performance ESG do que a comunicá-la de forma excessiva. Salienta-se, contudo, a elevada variabilidade desta pontuação na amostra, ilustrada pelo desvio-padrão de 12.7.

A preponderância do GH entre as empresas da amostra não é de todo inesperada,

tendo em conta que se tratam de empresas cotadas, estando 65% destas sediadas em países-membros da UE. Estas empresas foram, ao longo dos últimos anos, obrigadas a repensar as suas estratégias de negócio, colocando o foco na criação de valor para os *stakeholders*, sendo-lhes ainda exigida a sua divulgação de acordo com critérios cada vez mais rigorosos.

É de notar que relativamente aos anos fiscais 2017 a 2022 se encontrava em vigor a Diretiva 2014/95/UE, que marcou o início da obrigatoriedade do relato de sustentabilidade para as grandes entidades de interesse público. Apesar de a Diretiva 2022/2464/EU, sua sucessora, apenas ser aplicável relativamente ao ano fiscal 2024, as empresas foram-se apercebendo do rigor e granularidade que lhes seria exigido desde o lançamento do Pacto Ecológico Europeu em 2019 e, mais concretamente, desde a apresentação da primeira proposta da diretiva em 2021. Nesse sentido, é notável o esforço de comunicação das empresas da amostra ao longo do período em análise<sup>3</sup>, que, contudo, se situou sempre abaixo dos níveis de performance, muito provavelmente devido ao escrutínio crescente de que são alvo.

Quanto às variáveis independentes, sabe-se que uma minoria das observações (23%) diz respeito a empresas onde as funções de CEO e Presidente do CA são atribuídas ao mesmo indivíduo. Em média, os CA das empresas da amostra são compostos por 10 membros, de entre os quais 56% (6 membros) são independentes e cerca de 28% (3 membros) são mulheres. Apesar de a proporção média de mulheres se encontrar ainda longe da paridade de género, assim como da média europeia de 30.7% registada em 2021 (Deloitte, 2022), é de notar que o número médio de mulheres nos CA das empresas em estudo corresponde, ainda que aproximadamente, à massa crítica referida na literatura. Para além disso, cerca de 70% das observações dizem respeito a empresas que possuem um comité de RSC ao nível do CA ou da gestão de topo.

Tem-se também que, em média, o total do Ativo das empresas ronda os 11,260 milhões de euros, sendo os valores médios para os rácios de Rendibilidade e Alavancagem de 3.6% e de 26.5%, respetivamente. O PIB *per capita* médio ronda os 44,555€, sendo a taxa de inflação média de 2.23%.

No que toca à matriz de correlação, é de notar o coeficiente positivo entre a

---

<sup>3</sup> Em 2013 a pontuação média de divulgação das empresas da amostra era de 41%, rondando os 48% em 2022. Já as pontuações médias de performance sofreram algumas oscilações, contudo, tanto no início como no fim do período em análise situavam-se nos 55% (Anexo 5).

dualidade do CEO e a variável de interesse, que contrasta com os coeficientes negativos entre as restantes variáveis independentes e a dependente. Assim, enquanto a dualidade de funções do CEO parece fazer com que a discrepância divulgação-performance seja mais elevada do que se os cargos fossem atribuídos a indivíduos distintos, a constituição de CA maiores e a implementação de um comité de RSC, bem como a nomeação de mais diretores independentes e de mulheres para o CA, parecem exercer o efeito oposto. Quanto à intensidade das correlações com a variável dependente, destacam-se os valores obtidos para as variáveis *CSR\_Com* e *lnAssets*, ambos negativos, sugerindo que tanto a existência de comité de RSC como a maior dimensão das empresas se refletem numa discrepância consideravelmente reduzida entre divulgação e performance ESG.

No Anexo 4 são ainda apresentados os *Variance Inflation Factors* (VIF), cujos valores são todos inferiores a 10, sendo o mais elevado de 1,82, relativo à variável *lnAssets*. Assim, é rejeitada a hipótese de multicolinearidade (Gujarati & Porter, 2009), o que indica que as variáveis são independentes entre si, não fornecendo informação redundante.

#### *4.2 Resultados da regressão principal*

Na tabela II são apresentados os resultados da regressão do modelo proposto através do estimador de Efeitos Fixos com erros padrão robustos (modelo 1). Da mesma tabela constam ainda os resultados da estimação do modelo com a desagregação da variável dependente nas suas duas componentes: pontuação de performance (modelo 2) e de divulgação (modelo 3).

Tabela II – Resultados da regressão principal

Variables	DP_Gap (1)	ESG_Performance (2)	ESG_Disclosure (3)
CEO_Duality	2.053*** (3.635)	-1.190** (-2.016)	0.863** (2.196)
Board_Size	0.075 (0.847)	0.062 (0.561)	0.136* (1.675)
Board_Indep	-0.049*** (-4.939)	0.101*** (9.755)	0.052*** (6.969)
WoB	-0.062*** (-4.251)	0.101*** (7.111)	0.039*** (4.114)
CSR_Com	-5.021*** (-11.281)	7.845*** (16.996)	2.824*** (9.129)
InAssets	-2.643*** (-6.109)	4.028*** (7.548)	1.385*** (3.321)
Profitability	0.908* (1.803)	-0.676** (-2.020)	0.232 (0.744)
Leverage	0.531 (0.603)	-1.555** (-1.964)	-1.024 (-1.571)
InGDP	4.823** (2.389)	-1.100 (-0.515)	3.723** (2.515)
Inflation	0.262*** (3.067)	-0.154* (-1.720)	0.108 (1.506)
Year FE	YES	YES	YES
Constant	1.514 (0.066)	-42.140* (-1.804)	-40.626** (-2.340)
Observations	10,938	10,938	10,938
Number of Company_ID	1,837	1,840	1,840
R-squared	0.087	0.470	0.602

Robust t-statistics in parentheses. \*\*\*  $p < 0.01$ ; \*\*  $p < 0.05$ ; \*  $p < 0.1$

Através da observação dos resultados do modelo 1 depreende-se que, de entre os atributos dos CA analisados, o único que parece contribuir positiva e significativamente para o aumento da discrepância divulgação-performance ESG é a dualidade do CEO ( $p < 0,01$ ), suportando a hipótese H1. Considerando a desagregação da variável dependente (modelos 2 e 3), é perceptível que a dualidade do CEO estimula os níveis de divulgação ESG ( $p < 0,05$ ), estando associado a quedas no que toca ao desempenho ( $p < 0,05$ ), ou seja, parece fomentar a prática de GW ao nível das divulgações ESG. Apesar de, até à data, este ser o primeiro estudo a associar de forma direta a dualidade do CEO à prática de GW,

esta conclusão é suportada essencialmente pela Teoria da Agência que considera a atribuição destes dois cargos a um só indivíduo como um atentado à independência do CA e, conseqüentemente, à eficácia de monitorização da gestão (Jizi, 2017). A autoridade que é centralizada no CEO conduz, tendencialmente, à preferência por investimentos capazes de gerar lucro no curto prazo, coagindo a gestão a repensar a implementação de práticas sustentáveis (Jain & Jamali, 2016). Apesar disso, esses mesmos CEOs tendem a priorizar a divulgação não financeira, possivelmente sob a forma de divulgação excessiva, de modo a iludir os *stakeholders* relevantes e garantir a durabilidade do seu mandato e/ou o aumento da sua remuneração (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2018).

Por outro lado, o *output* do modelo 1 aponta para a existência de uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a presença de uma maior proporção de membros independentes, de mulheres e de um comité de RSC no CA e a discrepância divulgação-performance ESG ( $p < 0,01$ ). Estes resultados sugerem que as empresas cujos CA incluem mais membros independentes, mais mulheres e ainda um comité de RSC tendem a ser mais transparentes na comunicação da sua abordagem à sustentabilidade às partes interessadas. Assim, é possível afirmar que também as hipóteses H3, H4 e H5 são apoiadas pelos resultados obtidos. Destaca-se a magnitude do coeficiente associado à variável *CSR\_Com* no *output* do modelo 1 que, comparativamente aos restantes, corrobora o argumento de que os comités especializados, onde se incluem aqueles dedicados à sustentabilidade, são capazes de influenciar por si só a conduta, e, conseqüentemente, os resultados da empresa de forma mais significativa do que o CA em geral (Endrikat et al., 2021).

Os coeficientes evidenciados nos modelos 2 e 3 comprovam que estes três fatores contribuem de forma positiva e significativa tanto para o desempenho ESG, como para a divulgação do mesmo ( $p < 0,01$ ). Contudo, é perceptível que a sua presença tende a refletir-se em aumentos de performance superiores aos aumentos nos níveis de divulgação. Apesar de este diferencial ser pouco relevante no caso da independência e da presença feminina no CA, atendendo aos valores dos coeficientes, mostra-se relativamente acentuado nas situações em que existe um comité de RSC. Esta lacuna, que se antecipa que seja ultrapassada num futuro próximo, pode ser justificada pelo facto de os membros nomeados para estes comités não dominarem ainda os padrões de divulgação ESG exigidos às empresas, que têm evoluído rapidamente em termos de complexidade,

comparativamente à operacionalização da RSC que mais facilmente dominam.

À semelhança de Yu et al. (2020) e Ghitti et al. (2023), não foi encontrada uma relação significativa entre a dimensão do CA e a magnitude de discrepância divulgação-performance, reforçando a ideia de que o número de diretores que compõe o CA não funciona, por si só, como facilitador nem como entrave à discrepância deliberada entre divulgação e performance ESG. Assim, a hipótese H2 é rejeitada. De facto, os resultados dos modelos 2 e 3 apenas evidenciam, ainda que de forma marginal ( $p < 0,1$ ), que a dimensão do CA está positivamente relacionada com a extensão das divulgações não financeiras, o que está de acordo com a evidência proporcionada por Jizi (2017). Contudo, não se verifica qualquer associação entre o número de membros do CA das empresas da amostra e a performance ESG.

No que toca às variáveis de controlo, destaca-se o impacto negativo e significativo ( $p < 0,01$ ) da dimensão das empresas na discrepância divulgação-performance ESG, que corrobora os argumentos fornecidos pela generalidade da literatura de que empresas maiores são menos propícias a praticar tanto GW como GH (Marquis et al., 2016; Huang et al., 2022). Já a rendibilidade aparenta estar positivamente relacionada com o aumento desta discrepância ( $p < 0,1$ ), conforme argumentado por Delmas & Burbano (2011).

Por sua vez, os resultados contrariam a literatura que postula que em países mais desenvolvidos é inculcida às empresas uma atuação socialmente responsável, visto que o coeficiente positivo da variável  $\ln GDP$  no modelo 1 aponta para o aumento da discrepância divulgação-performance mediante o aumento do PIBpc ( $p < 0,05$ ). Este resultado ficou a dever-se ao coeficiente positivo e significativo ( $p < 0,05$ ) que a variável  $\ln GDP$  apresentou relativamente à extensão da divulgação não financeira (modelo 3), não se tendo verificado qualquer associação significativa entre o PIBpc e o desempenho não financeiro (modelo 2). Por ser esperado que as empresas sediadas nestes países adotem uma postura orientada para os *stakeholders*, aquelas que não forem capazes de implementar melhorias concretas nesse âmbito possivelmente acabarão por recorrer à divulgação como forma de obter legitimidade (Giannarakis et al., 2017; de Freitas Netto et al., 2020; Tagliatalata et al., 2023), optando por divulgações mais extensas, porém com menor substância. Também a falta de liquidez para investir em iniciativas de RSC, decorrente da subida da inflação, parece contribuir para o aumento da discrepância entre divulgação e performance ESG ( $p < 0,01$ ).

#### 4.3 Resultados dos testes de robustez

Com o intuito de conferir robustez aos resultados optou-se, primeiramente, por substituir a variável dependente inicial por pontuações de discrepância divulgação-performance relativas a cada uma das dimensões ESG. Para o efeito, criaram-se três novas variáveis dependentes (*Env\_Gap*, *Soc\_Gap* e *Gov\_Gap*), calculadas por meio da subtração da pontuação de performance atribuída pela *Refinitiv Eikon* à pontuação de divulgação da *Bloomberg* referentes a cada um dos pilares E, S e G separadamente. Os resultados das regressões utilizando estas três variáveis dependentes encontram-se no Anexo 6.

A partir da observação dos mesmos é possível constatar que apenas a presença de um comité de RSC parece combater eficazmente a discrepância divulgação-performance relativamente a todas as dimensões ESG, o que reforça a ideia de que estes comités são realmente eficazes na mitigação de riscos e materialização de oportunidades ligados aos fatores ESG, garantindo ainda a conformidade da empresa com as normas de relato aplicáveis (Hussain et al., 2018).

Já a proporção de diretores independentes e de mulheres no CA parecem tratar-se de fatores úteis à atenuação da discrepância ao nível da *governance*, ao passo que a dualidade do CEO e a dimensão do CA aparentam fomentar essa mesma discrepância. As duas primeiras variáveis mencionadas são frequentemente associadas a estruturas de CG robustas, daí serem atribuídas boas pontuações às empresas que as implementam.

Quanto à dualidade do CEO, e à luz do que foi exposto até agora, é possível inferir que a centralização do poder impacta diretamente a eficácia das práticas de CG da empresa, nomeadamente através da anulação da independência, o que justifica que a performance ao nível da *governance* seja considerada inferior relativamente aos casos em que os cargos são atribuídos a pessoas distintas.

Já o coeficiente positivo obtido para dimensão do CA em relação à dimensão *governance* é passível de ser justificado com base nos problemas de coordenação, de *free-riding* e de comunicação que lhe são comumente associados (Jain & Jamali, 2016), refletindo-se na atribuição de uma pior performance ao nível da CG pelas agências de rating. Ainda assim, a diversidade de que são dotados os CA com mais diretores parece contribuir positivamente para a redução da discrepância divulgação-performance relativa à dimensão social.

Salienta-se ainda, no âmbito deste primeiro teste de robustez, a dimensão das empresas como fator amenizador da discrepância divulgação-performance relativamente a todas as três dimensões, que pode ser explicado pela exposição de que são alvo as grandes empresas, o que as leva a serem mais transparentes no diálogo com as partes interessadas.

Seguidamente, e à semelhança de Yu et al. (2020), procedeu-se ao ajustamento da variável dependente inicial à indústria. Para o efeito, subtraiu-se a pontuação de discrepância média relativa a cada ano e a cada indústria à pontuação de discrepância anual inicial calculada para cada observação. Os resultados das várias regressões com a nova variável dependente encontram-se no Anexo 7, e são em tudo semelhantes aos da regressão inicial quanto aos sinais dos coeficientes e níveis de significância.

Por fim, optou-se por testar a robustez dos coeficientes significativos obtidos para as variáveis *lnAssets* e *lnGDP*, mediante a desagregação da amostra entre empresas grandes e pequenas e entre empresas sediadas em países com PIBpc elevado e baixo, com base nos valores da mediana. De acordo com o Anexo 8, confirma-se que a dimensão das empresas está inversamente relacionada com a magnitude de discrepância divulgação-performance, sendo este efeito ligeiramente mais pronunciado entre as empresas mais pequenas. É provável que o crescimento no caso das empresas mais pequenas se traduza em melhorias substanciais nas suas estruturas de CG, reduzindo de forma mais significativa a discrepância divulgação-performance. No caso de empresas maiores, que possuem estruturas de CG mais robustas, os efeitos do crescimento continuam a ser relevantes, contudo menos significativos.

Também os resultados apresentados no Anexo 9 validam a conclusão de que o aumento do PIBpc está associado a uma maior discrepância entre divulgação e performance ESG por parte das empresas sediadas nos respetivos países. Esta evidência mostra-se essencial aos *stakeholders* relevantes das empresas sediadas em países mais desenvolvidos economicamente, visto que, perante a pressão de que são alvo, as referidas empresas parecem recorrer a técnicas mais discretas de GW, como é o caso da divulgação excessiva.

#### 4.4 Resultados das análises adicionais

Dada a relevância dos comités de RSC no combate ao GW e ao GH, evidenciadas pelo coeficiente altamente significativo na regressão inicial, e no seguimento do trabalho de Endrikat et al. (2021), optou-se por tentar compreender se este mecanismo influencia a relação entre os restantes fatores considerados pelas variáveis independentes e a discrepância divulgação-performance, nomeadamente se a presença de um destes comités amplifica o impacto positivo da independência e da presença feminina e se mitiga o efeito negativo da dualidade do CEO. Com efeito, introduziram-se termos de interação entre as variáveis independentes e a *dummy CSR\_Com*, sendo que os resultados figuram no Anexo 10. Contrariamente ao referido por Endrikat et al. (2021), nenhum dos coeficientes dos termos de interação se mostrou significativo, o que sugere que o impacto das restantes características dos CA na magnitude de discrepância divulgação-performance ESG não depende da existência de um comité de RSC. Por outras palavras, os comités de RSC mostram-se, por si só, significativos no combate à discrepância, contudo, a sua presença não modera a influência que os restantes fatores do CA haviam já exibido.

Posteriormente dividiu-se a amostra, separando as empresas pertencentes a setores ambientalmente sensíveis das restantes, pelo facto de na literatura anterior já se ter comprovado que o impacto ambiental associado ao setor onde as empresas operam é determinante na prática de GW, apesar de o tema ainda não ser consensual (Lyon & Maxwell, 2011; Delmas & Burbano, 2011; Ghitti et al., 2023). Assim, pretende-se compreender se o impacto dos fatores ao nível do CA sobre a magnitude da discrepância divulgação-performance ESG variam consoante esta classificação. Para tal procedeu-se à incorporação no modelo inicial de termos de interação entre as variáveis independentes e a *dummy Env*, que assume o valor 1 no caso de a empresa operar na indústria Transformadora, Mineira e Extrativa ou ainda de Utilidade Pública (de Villiers et al., 2011; Liao et al., 2015), sendo o seu valor nulo caso contrário. Os resultados encontram-se no Anexo 11 e não sugerem a existência de qualquer diferença relevante entre os dois grupos de indústrias. Apenas a implementação de um comité de RSC parece exercer um efeito ligeiramente mais significativo na mitigação da discrepância divulgação-performance ESG no caso de empresas que atuam em setores que não os considerados como ambientalmente sensíveis. Isto deve-se possivelmente ao facto de as referidas empresas serem alvo de menos pressão por parte das instituições reguladoras e,

consequentemente, serem coagidas a divulgar de forma transparente a sua performance não financeira mediante a ação dos mecanismos internos de CG (Liao et al., 2015), nomeadamente dos comités dedicados à sustentabilidade.

Finalmente, decompôs-se a amostra entre empresas sediadas em países da UE e extra-UE, visto que as primeiras estão sujeitas a um ambiente regulatório mais rigoroso no que toca ao relato de sustentabilidade. Os sinais e níveis de significância dos coeficientes, apresentados no Anexo 12, mantiveram-se inalterados face à regressão inicial, sugerindo que o facto de as empresas se encontrarem sediadas dentro ou fora da UE não interfere com o impacto dos fatores analisados ao nível do CA na magnitude de discrepância. Este resultado pode estar ligado à influência que a UE tem atualmente sobre os restantes países, que parecem acompanhar a evolução da regulamentação imposta pela Comissão Europeia em matéria de sustentabilidade, baseando-se nela para definir as suas próprias exigências.

## 5. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA

As últimas décadas foram marcadas por vários desafios complexos com impacto a nível global, como a intensificação das disparidades sociais, decorrentes da emergência de conflitos armados, e o agravamento das condições climáticas. A atribuição às empresas de um papel ativo no combate a estas adversidades levou a que a RSC evoluísse de uma prática essencialmente voluntária e focada em iniciativas filantrópicas, pressupondo atualmente a adequação dos processos e a incorporação de soluções concretas relativas às problemáticas ambientais, sociais e de *governance* (ESG) nas suas propostas de valor.

Com efeito, a abordagem das empresas à sustentabilidade constitui, hoje em dia, e para muitos *stakeholders*, um critério essencial ao estabelecimento de relações com as empresas, sendo através de relatórios integrados ou de sustentabilidade que lhes dão a conhecer o seu desempenho não financeiro. Contudo, na grande maioria das vezes, e ao contrário do que seria esperado, verifica-se que o desempenho não financeiro relatado não corresponde efetivamente aquele que é o desempenho real.

O presente estudo partiu da evidência proporcionada pela literatura anterior de que a composição dos CA influencia tanto a performance como a extensão e qualidade do relato não financeiro, tendo-se concluído que este mecanismo central às estruturas de CG desempenha um papel determinante na certificação da coerência entre o discurso da empresa e a sua atuação. Comprovou-se, mais concretamente, que algumas das “boas práticas” de CG, originalmente formuladas para dar resposta a conflitos de agência de índole financeira entre acionistas e gestores, contribuem igualmente para a resolução de problemas com impacto mais amplo, em torno da temática da sustentabilidade empresarial, ao fomentar a implementação de procedimentos e iniciativas sustentáveis sólidos, garantindo ainda a eficácia da sua comunicação.

Este trabalho fornece evidência empírica acerca de uma temática pouco investigada e que produziu até à data resultados contraditórios. Para além disso, a utilização de uma amostra representativa num contexto geográfico até agora pouco explorado, onde se tem assistido a uma evolução acelerada da regulamentação do relato não financeiro, com impacto direto e visível na distribuição da variável dependente, vem certamente enriquecer a literatura. O presente estudo vem ainda alertar para o facto de a potencial lacuna existente entre o relato e a performance de sustentabilidade não ocorrer

apenas ao nível da dimensão ambiental, sendo também necessário garantir a coerência entre o discurso e a performance nas dimensões social e de *governance*.

Em termos de implicações práticas, os resultados podem ser particularmente úteis às empresas que, reconhecendo a importância do diálogo transparente com as partes interessadas e o papel da CG na sua potencialização, procuram adequar os seus CA às novas responsabilidades que lhes são impostas. Nesse sentido, os resultados obtidos apontam claramente para a importância de assegurar a independência do CA como forma de mitigar a discrepância divulgação-performance ESG. A independência é fomentada através da nomeação de mais diretores externos à empresa, mas também da segregação das funções de CEO e presidente do CA, fatores estes que promovem a monitorização eficaz da gestão e ainda a incorporação de membros com contactos e experiências relevantes noutros CA. Também a inclusão de mais mulheres, associada à sensibilidade, ao altruísmo e, conseqüentemente, à capacidade de colocar as temáticas de interesse para os *stakeholders* no centro da agenda do CA, parece promover o diálogo transparente com as partes interessadas. Para além disso, a presença de um comité de RSC ao nível do CA, isto é, de um conjunto de diretores exclusivamente dedicado ao acompanhamento e supervisão da gestão no quesito sustentabilidade, mostra-se crucial à implementação de mudanças tangíveis na atuação da empresa e à fiscalização do cumprimento rigoroso dos critérios de divulgação aplicáveis. Concluiu-se, por fim, que a dimensão do CA não interfere de forma significativa na magnitude de discrepância divulgação-performance ESG, devendo o número de membros do CA ser adequado à dimensão e complexidade da organização.

É possível apontar algumas limitações a este estudo que, por sua vez, abrem caminho para investigação futura. A primeira está relacionada com a forma como se quantificou a variável dependente. O uso de pontuações ESG fornecidas por agências de rating tem sido alvo de críticas por parte de vários académicos devido, essencialmente, à possibilidade de os dados utilizados para o seu apuramento não serem credíveis, visto que são extraídos diretamente dos relatórios publicados pelas empresas, e ainda ao facto de diferentes agências recorrerem a metodologias distintas, o que pode levar à atribuição de pontuações muito divergentes para uma mesma empresa. Posto isto, investigações futuras podem procurar utilizar medidas alternativas para quantificar a variável de interesse sem depender deste tipo de pontuações. Até mesmo o facto de se ter optado por definir a

discrepância divulgação-performance ESG enquanto a divulgação excessiva de informação pode ter levado à desvalorização do GW, que poderia estar mais presente na amostra se se tivesse adotado outra perspectiva.

Outra limitação passível de ser apontada a este trabalho está ligada ao facto de se ter considerado o impacto dos atributos dos CA separadamente, quando, na verdade, a eficácia do CA no cumprimento das suas funções depende do efeito combinado de todos os seus atributos. A interdependência inerente às várias características dos CA leva a que determinados atributos possam funcionar como substitutos de outros, podendo ainda potencializar ou atenuar os seus efeitos (Aguilera et al., 2021; Villalba-Ríos et al., 2023). Assim, seria interessante analisar as diferentes configurações dos CA que resultam em níveis mais baixos e mais elevados de discrepância entre divulgação e performance ESG.

Adicionalmente, salienta-se a possibilidade de as relações entre alguns dos atributos dos CA e a discrepância divulgação-performance ESG não serem lineares. De Villiers et al. (2011) evidenciaram que, a partir de um determinado limite, a introdução de mais membros independentes nos CA passa a ser prejudicial ao desempenho ambiental. Assim sendo, pesquisas futuras poderiam averiguar se o aumento do número de mulheres e de membros independentes, que se mostraram negativamente relacionados com a discrepância divulgação-performance ESG, passa a exercer o efeito oposto no caso de ser excedido um determinado limite, procurando quantificar esse mesmo limite.

Finalmente, seria oportuno estudar o impacto de algumas das características específicas dos membros dos CA na discrepância divulgação-performance ESG, como a idade e o *background*, visto que, independentemente de se implementar uma estrutura de CG robusta, a mesma pode não ser eficaz se não forem seleccionadas para a sua composição as pessoas mais indicadas. De igual modo, uma estrutura de CG considerada fraca pode mostrar-se eficaz no combate à discrepância divulgação-performance se forem nomeadas pessoas com determinadas particularidades.

## 6. REFERÊNCIAS

- Agudelo, M. A. L., Jóhannsdóttir, L., & Davídsdóttir, B. (2019). A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1). <https://doi.org/10.1186/s40991-018-0039-y>
- Aguilera, R. V., Aragón-Correa, J. A., Marano, V., & Tashman, P. A. (2021). The Corporate Governance of Environmental Sustainability: A Review and Proposal for More Integrated Research. *Journal of Management*, 47(6), 1468–1497. <https://doi.org/10.1177/0149206321991212>
- Alkhawaja, A., Hu, F., Johl, S., & Nadarajah, S. (2023). Board gender diversity, quotas, and ESG disclosure: Global evidence. *International Review of Financial Analysis*, 90. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102823>
- Aluchna, M., Roszkowska-Menkes, M., & Khan, S. (2023). Corporate governance perspective on environmental reporting: Literature review and future research agenda. In *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. John Wiley and Sons Ltd. <https://doi.org/10.1002/csr.2643>
- Argento, D., Culasso, F., & Truant, E. (2019). From Sustainability to Integrated Reporting: The Legitimizing Role of the CSR Manager. *Organization and Environment*, 32(4), 484–507. <https://doi.org/10.1177/1086026618769487>
- Baalouch, F., Ayadi, S. D., & Hussainey, K. (2019). A study of the determinants of environmental disclosure quality: evidence from French listed companies. *Journal of Management and Governance*, 23(4), 939–971. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09474-0>
- Bernini, F., & La Rosa, F. (2023). Research in the greenwashing field: concepts, theories, and potential impacts on economic and social value. *Journal of Management and Governance*, 28, 405–444. <https://doi.org/10.1007/s10997-023-09686-5>
- Bolourian, S., Angus, A., & Alinaghian, L. (2021). The impact of corporate governance on corporate social responsibility at the board-level: A critical assessment. In *Journal of Cleaner Production* (Vol. 291). Elsevier Ltd. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.125752>
- Byrne, D. (2023a). *What is a two-tiered board structure?* Corporate Governance Institute. [https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-a-two-tiered-board-structure/?srsltid=AfmBOor9AC4ZtEYhm243iR2YFL\\_3jtp7SbKXRc6A\\_2\\_6hEgnqGr1gqym](https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-a-two-tiered-board-structure/?srsltid=AfmBOor9AC4ZtEYhm243iR2YFL_3jtp7SbKXRc6A_2_6hEgnqGr1gqym)
- Byrne, D. (2023b). *What is greenhushing? It's when a company adopts a 'radio-silence' approach to environmental goals.* Corporate Governance Institute. <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-greenhushing/>
- Cabeza-García, L., Fernández-Gago, R., & Nieto, M. (2018). Do Board Gender Diversity and Director Typology Impact CSR Reporting? *European Management Review*, 15(4), 559–575. <https://doi.org/10.1111/emre.12143>
- Câmara, P. (2023). *The systemic interaction between corporate governance and ESG: the cascade effect* (04/2023). [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4474337](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4474337)

- Cambrea, D. R., Paolone, F., & Cucari, N. (2023). Advisory or monitoring role in ESG scenario: Which women directors are more influential in the Italian context? *Business Strategy and the Environment*, 32(7), 4299–4314. <https://doi.org/10.1002/bse.3366>
- Carroll, A. B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497–505. <https://www.researchgate.net/publication/303179257>
- Chen, P., & Dagestani, A. A. (2023). Greenwashing behavior and firm value – From the perspective of board characteristics. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(5), 2330–2343. <https://doi.org/10.1002/csr.2488>
- Collecchio, F., & Gionfriddo, G. (2023). Adopting a social purpose in for-profit firms: the role of the board of directors. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 19(3), 1467–1499. <https://doi.org/10.1007/s11365-023-00879-w>
- Cuadrado-Ballesteros, B., Rodríguez-Ariza, L., & García-Sánchez, I. M. (2015). The role of independent directors at family firms in relation to corporate social responsibility disclosures. *International Business Review*, 24(5), 890–901. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2015.04.002>
- Cucari, N., Esposito De Falco, S., & Orlando, B. (2018). Diversity of Board of Directors and Environmental Social Governance: Evidence from Italian Listed Companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(3), 250–266. <https://doi.org/10.1002/csr.1452>
- de Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B., & Soares, G. R. da L. (2020). Concepts and forms of greenwashing: a systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 32(1). <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>
- de Villiers, C., Naiker, V., & van Staden, C. J. (2011). The effect of board characteristics on firm environmental performance. *Journal of Management*, 37(6), 1636–1663. <https://doi.org/10.1177/0149206311411506>
- Deegan, C. M. (2019). Legitimacy theory: Despite its enduring popularity and contribution, time is right for a necessary makeover. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 32(8), 2307–2329. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2018-3638>
- Delmas, M. A., & Burbano, V. C. (2011). The drivers of greenwashing. *California Management Review*, 54(1), 64–87. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.54.1.64>
- Deloitte. (2022). *Women in the boardroom: A global perspective - Progress at a snail's pace*. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/at/Documents/human-capital/at-women-in-the-boardroom-2022.pdf>
- Dwekat, A., Seguí-Mas, E., Zaid, M. A. A., & Tormo-Carbó, G. (2022). Corporate governance and corporate social responsibility: mapping the most critical drivers in the board academic literature. *Meditari Accountancy Research*, 30(6), 1705–1739. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-01-2021-1155>
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., Towner, M., & Wagner, H. F. (2022). *Renewable Governance: Good for the Environment?* <https://doi.org/10.2139/ssrn.3224680>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Endrikat, J., de Villiers, C., Guenther, T. W., & Guenther, E. M. (2021). Board Characteristics and Corporate Social Responsibility: A Meta-Analytic

- Investigation. *Business and Society*, 60(8), 2099–2135.  
<https://doi.org/10.1177/0007650320930638>
- Erol, D., & Çankaya, S. (2023). The impacts of firm-level and country-level variables on Environmental, social and corporate governance greenwashing. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 22(46), 683–704.  
<https://doi.org/10.46928/iticusbe.1200111>
- Falchi, A., Grolleau, G., & Mzoughi, N. (2022). Why companies might under-communicate their efforts for sustainable development and what can be done? *Business Strategy and the Environment*, 31(5), 1938–1946.  
<https://doi.org/10.1002/bse.2991>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, XXVI. <http://papers.ssrn.com/abstract=94034>.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64.  
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Fernandez-Feijoo, B., Romero, S., & Ruiz-Blanco, S. (2014). Women on boards: Do they affect sustainability reporting? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21(6), 351–364. <https://doi.org/10.1002/csr.1329>
- Fisher, R., Hodge, M., & Beals, B. (2023). *Greenwashing, greenhushing and greenwishing: Don't fall victim to these ESG reporting traps*. KPMG.  
<https://kpmg.com/us/en/media/news/greenwashing-esg-traps-2023.html>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Fuente, J. A., García-Sánchez, I. M., & Lozano, M. B. (2017). The role of the board of directors in the adoption of GRI guidelines for the disclosure of CSR information. *Journal of Cleaner Production*, 141, 737–750.  
<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.09.155>
- Gaio, C., & Gonçalves, T. C. (2022). Gender Diversity on the Board and Firms' Corporate Social Responsibility. *International Journal of Financial Studies*, 10(1), 1–16. <https://doi.org/10.3390/ijfs10010015>
- Ghitti, M., Gianfrate, G., & Palma, L. (2023). The agency of greenwashing. *Journal of Management and Governance*, 905–941. <https://doi.org/10.1007/s10997-023-09683-8>
- Giannarakis, G., Konteos, G., Sariannidis, N., & Chaitidis, G. (2017). The relation between voluntary carbon disclosure and environmental performance: The case of S&P 500. *International Journal of Law and Management*, 59(6), 784–803.  
<https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2016-0049>
- Gnyawali, D. R. (1996). Corporate social performance: An international perspective. *Advances in International Comparative Management*, 11, 251–273.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (McGraw-Hill Irwin, Ed.; 5th ed.).
- Gull, A. A., Hussain, N., Akbar Khan, S., Nadeem, M., & Mansour Zalata, A. (2023). Walking the Talk? A Corporate Governance Perspective on Corporate Social Responsibility Decoupling. *British Journal of Management*, 34(4), 2186–2211.  
<https://doi.org/10.1111/1467-8551.12695>
- Gull, A. A., Sarang, A. A. A., Mushtaq, R., & Ahsan, T. (2023). Sustainability committee and environmental decoupling: International evidence. *Corporate*

- Social Responsibility and Environmental Management*, 1268–1287.  
<https://doi.org/10.1002/csr.2631>
- Güngör, N., & Şeker, Y. (2022). THE RELATIONSHIP BETWEEN BOARD CHARACTERISTICS AND ESG PERFORMANCE: EVIDENCE FROM THE OIL, GAS AND COAL SECTOR. *Stratejik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 6(1), 17–37. <https://doi.org/10.30692/sisad.1073684>
- Hill, C. W. L., & Jones, T. M. (1992). STAKEHOLDER-AGENCY THEORY. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131–154.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *The Academy of Management Review*, 28(3), 383. <https://doi.org/10.2307/30040728>
- Huang, D. (2021). Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: a review and consolidation. *Accounting and Finance*, 61(1), 335–360. <https://doi.org/10.1111/acfi.12569>
- Huang, Y., Francoeur, C., & Brammer, S. (2022). What drives and curbs brownwashing? *Business Strategy and the Environment*, 31(5), 2518–2532. <https://doi.org/10.1002/bse.3041>
- Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate Governance and Sustainability Performance: Analysis of Triple Bottom Line Performance. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 411–432. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3099-5>
- Instituto CFA. (n.d.). *What is ESG Investing and Analysis?* Retrieved August 22, 2024, from <https://www.cfainstitute.org/en/rpc-overview/esg-investing>
- Jain, T., & Jamali, D. (2016). Looking Inside the Black Box: The Effect of Corporate Governance on Corporate Social Responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 253–273. <https://doi.org/10.1111/corg.12154>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 4, 305–360. <http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html>
- Jizi, M. (2017). The Influence of Board Composition on Sustainable Development Disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 26(5), 640–655. <https://doi.org/10.1002/bse.1943>
- Kim, E.-H., Lyon, T. P., & Ross, S. M. (2014). *Greenwash vs. Brownwash: Exaggeration and Undue Modesty in Corporate Sustainability Disclosure* (1266).
- Lewellyn, K., & Muller-Kahle, M. (2023). ESG Leaders or Laggards? A Configurational Analysis of ESG Performance. *Business and Society*, 1149–1202. <https://doi.org/10.1177/00076503231182688>
- Liao, L., Luo, L., & Tang, Q. (2015). Gender Diversity, Board Independence, Environmental Committee and Greenhouse Gas Disclosure. *British Accounting Review*, 47(4), 409–424. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.01.002>
- Liu, Y., Li, W., Wang, L., & Meng, Q. (2023). Why greenwashing occurs and what happens afterwards? A systematic literature review and future research agenda. *Environmental Science and Pollution Research International*, 30(56), 118102–118116. <https://doi.org/10.1007/s11356-023-30571-z>
- LSEG. (2023, December). *Environmental, social and governance scores from LSEG*. [https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en\\_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf](https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf)
- Lu, J., & Wang, J. (2021). Corporate governance, law, culture, environmental performance and CSR disclosure: A global perspective. *Journal of International*

- Financial Markets, Institutions and Money*, 70.  
<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101264>
- Lyon, T. P., & Maxwell, J. W. (2011). Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit. *Journal of Economics and Management Strategy*, 20(1), 3–41. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2010.00282.x>
- Lyon, T. P., & Montgomery, A. W. (2015). The Means and End of Greenwash. *Organization and Environment*, 28(2), 223–249.  
<https://doi.org/10.1177/1086026615575332>
- Marquis, C., Toffel, M. W., & Zhou, Y. (2016). Scrutiny, norms, and selective disclosure: A global study of greenwashing. *Organization Science*, 27(2), 483–504.  
<https://doi.org/10.1287/orsc.2015.1039>
- Meng, Y., & Wang, X. (2019). Do institutional investors have homogeneous influence on corporate social responsibility? Evidence from investor investment horizon. *Managerial Finance*, 46(3), 301–322. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2019-0121>
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management and Governance*, 16(3), 477–509. <https://doi.org/10.1007/s10997-010-9160-3>
- Miniaoui, Z., Chibani, F., & Hussainey, K. (2022). Corporate Governance and CSR Disclosure: International Evidence for the Period 2006–2016. *Journal of Risk and Financial Management*, 15. <https://doi.org/10.3390/jrfm>
- Muktadir-Al-Mukit, D., & Bhaiyat, F. H. (2023). Impact of corporate governance diversity on carbon emission under environmental policy via the mandatory nonfinancial reporting regulation. *Business Strategy and the Environment*, 33(2), 1397–1417. <https://doi.org/10.1002/bse.3555>
- Naciti, V. (2019). Corporate governance and board of directors: The effect of a board composition on firm sustainability performance. *Journal of Cleaner Production*, 237. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.117727>
- Nawaiseh, M. E. (2015). Do firm size and financial performance affect corporate social responsibility disclosure: Employees' and environmental dimensions? *American Journal of Applied Sciences*, 12(12), 967–981.  
<https://doi.org/10.3844/ajassp.2015.967.981>
- Nemes, N., Scanlan, S. J., Smith, P., Smith, T., Aronczyk, M., Hill, S., Lewis, S. L., Montgomery, A. W., Tubiello, F. N., & Stabinsky, D. (2022). An Integrated Framework to Assess Greenwashing. *Sustainability (Switzerland)*, 14(8), 4431–4443. <https://doi.org/10.3390/su14084431>
- Nicolo, G., Zampone, G., Sannino, G., & Tiron-Tudor, A. (2023). Worldwide evidence of corporate governance influence on ESG disclosure in the utilities sector. *Utilities Policy*, 82. <https://doi.org/10.1016/j.jup.2023.101549>
- Nuber, C., & Velte, P. (2021). Board gender diversity and carbon emissions: European evidence on curvilinear relationships and critical mass. *Business Strategy and the Environment*, 30(4), 1958–1992. <https://doi.org/10.1002/bse.2727>
- O'Neill, S. (2023). What is the difference between CSR and ESG? *Corporate Governance Institute*.  
<https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-the-difference-between-csr-and-esg/?srsltid=AfmBOopD1EnvpBzd0Gj1OevFK2kqf9X3l6koiTGHVtvm2wRFVa1M9U6P>

- Paun, D. (2018). Corporate sustainability reporting: An innovative tool for the greater good of all. *Business Horizons*, 61(6), 925–935. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2018.07.012>
- Pitta Ferraz, D. (2023). A tomada de decisão, as funções de controlo e o ESG na corporate governance. *ESG - O Novo Propósito Das Empresas ISQ TRUST - Nº 3, Série V*, 44–45. <https://www.isq.pt/pdf/TRUST03.pdf>
- Pizzi, S., Rosati, F., & Venturelli, A. (2021). The determinants of business contribution to the 2030 Agenda: Introducing the SDG Reporting Score. *Business Strategy and the Environment*, 30(1), 404–421. <https://doi.org/10.1002/bse.2628>
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 336–361. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
- Post, C., Rahman, N., & Rubow, E. (2011). Green governance: Boards of directors' composition and environmental corporate social responsibility. *Business and Society*, 50(1), 189–223. <https://doi.org/10.1177/0007650310394642>
- Prado-Lorenzo, J. M., & Garcia-Sanchez, I. M. (2010). The Role of the Board of Directors in Disseminating Relevant Information on Greenhouse Gases. *Journal of Business Ethics*, 97(3), 391–424. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0515-0>
- Prado-Lorenzo, J. M., García-Sánchez, I. M., & Gallego-Álvarez, I. (2009). Characteristics of the board of directors and information in matters of corporate social responsibility. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 38(141), 107–135. <https://doi.org/10.1080/02102412.2009.10779664>
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2018). An international approach of the relationship between board attributes and the disclosure of corporate social responsibility issues. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), 612–627. <https://doi.org/10.1002/csr.1707>
- Ruiz-Blanco, S., Romero, S., & Fernandez-Feijoo, B. (2022). Green, blue or black, but washing—What company characteristics determine greenwashing? *Environment, Development and Sustainability*, 24(3), 4024–4045. <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01602-x>
- Solomon, J. F., & Solomon, A. (2014). *Corporate Governance and Accountability* (John Wiley & Sons, Ed.).
- Tagliatalata, J., Miroshnychenko, I., Barontini, R., & Testa, F. (2023). Talk or walk? The board of directors and firm environmental strategies. *Business Strategy and the Environment*, 33(4), 2890–2910. <https://doi.org/10.1002/bse.3628>
- Testa, F., Miroshnychenko, I., Barontini, R., & Frey, M. (2018). Does it pay to be a greenwasher or a brownwasher? *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 1104–1116. <https://doi.org/10.1002/bse.2058>
- Tingbani, I., Chithambo, L., Tauringana, V., & Papanikolaou, N. (2020). Board gender diversity, environmental committee and greenhouse gas voluntary disclosures. *Business Strategy and the Environment*, 29(6), 2194–2210. <https://doi.org/10.1002/bse.2495>
- Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure: A literature review. *British Accounting Review*, 55(1). <https://doi.org/10.1016/j.bar.2022.101149>
- Uyar, A., Karaman, A. S., & Kilic, M. (2020). Is corporate social responsibility reporting a tool of signaling or greenwashing? Evidence from the worldwide

- logistics sector. *Journal of Cleaner Production*, 253. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.119997>
- Velte, P. (2016). Women on management board and ESG performance. *Journal of Global Responsibility*, 7(1), 98–109. <https://doi.org/10.1108/JGR-01-2016-0001>
- Villalba-Ríos, P., Barroso-Castro, C., Vecino-Gravel, J. D., & Villegas-Periñan, M. del M. (2023). Boards of directors and environmental sustainability: Finding the synergies that yield results. *Business Strategy and the Environment*, 32(6), 3861–3886. <https://doi.org/10.1002/bse.3342>
- Walker, K., & Wan, F. (2012). The harm of symbolic actions and green-washing: corporate actions and communications on environmental performance and their financial implications. *Journal of Business Ethics*, 109(2), 227–242. <https://scholar.uwindsor.ca/odettepub/54>
- Yahya, H. (2023). Female leadership and ESG performance of firms: Nordic evidence. *Corporate Governance*. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2023-0129>
- Yu, E. P. yi, Guo, C. Q., & Luu, B. Van. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987–1004. <https://doi.org/10.1002/bse.2047>
- Yu, E. P. yi, Luu, B. Van, & Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, 52, 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101192>
- Zahid, R. M. A., Maqsood, U. S., Irshad, S., & Khan, M. K. (2023). The role of women on board in combatting greenwashing: A new perspective on environmental performance. *Business Ethics, the Environment and Responsibility*. <https://doi.org/10.1111/beer.12607>
- Zhang, D. (2023). Talk the Talk, But Walk the Walk? Female-Managed Firms and Greenwashing Behavior. *Environment and Behavior*, 55(5), 364–394. <https://doi.org/10.1177/00139165231192357>
- Zhang, D., Zhang, Z., Ji, Q., Lucey, B., & Liu, J. (2021). Board characteristics, external governance and the use of renewable energy: International evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 72. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101317>
- Zhou, Y., Chen, L., Zhang, Y., & Li, W. (2023). “Environmental disclosure greenwashing” and corporate value: The premium effect and premium devalue of environmental information. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(3), 2424–2438. <https://doi.org/10.1002/csr.2698>

**7. ANEXOS***Anexo 1 - Composição da amostra por país*

<b>País</b>	<b>Nº empresas</b>	<b>Percentagem</b>	<b>DP_Gap médio</b>
Áustria	30	1.630%	-10.138
Bélgica	44	2.391%	-9.118
Chipre	9	0.489%	1.880
República Checa	1	0.054%	-10.914
Dinamarca	50	2.717%	-9.814
Finlândia	69	3.750%	-5.362
França	161	8.750%	-9.890
Alemanha	246	13.370%	-13.262
Grécia	21	1.141%	-5.330
Hungria	5	0.272%	-5.754
Irlanda	44	2.391%	-5.166
Itália	99	5.380%	-3.780
Luxemburgo	34	1.848%	-8.310
Malta	5	0.272%	-6.610
Países Baixos	56	3.043%	-11.009
Noruega	68	3.696%	-11.139
Polónia	27	1.467%	-5.819
Portugal	14	0.761%	-10.038
Roménia	6	0.326%	0.055
Espanha	64	3.478%	-8.925
Suécia	209	11.359%	-11.172
Suíça	139	7.554%	-8.556
Ucrânia	2	0.109%	-0.184
Reino Unido	437	23.750%	-4.930
<b>Total</b>	<b>1,840</b>	<b>100.00%</b>	<b>-8.282</b>

*Anexo 2 - Composição da amostra por indústria*

<b>Indústria (NAICS)</b>	<b>Nº de empresas</b>	<b>Porcentagem</b>	<b>DP_Gap médio</b>
Accommodation and Food Services	29	1.576%	-14.940
Administrative and Support and Waste Management and Remediation Services	50	2.717%	-9.065
Agriculture, Forestry, Fishing and Hunting	16	0.870%	-3.674
Arts, Entertainment, and Recreation	21	1.141%	-7.009
Construction	89	4.837%	-9.026
Educational Services	2	0.109%	-7.697
Health Care and Social Assistance	18	0.978%	-14.168
Information	173	9.402%	-8.616
Management of Companies and Enterprises	1	0.054%	-2.129
Manufacturing	786	42.717%	-8.087
Mining, Quarrying, and Oil and Gas Extraction	61	3.315%	-4.673
Other Services (except Public Administration)	6	0.26%	-10.451
Professional, Scientific, and Technical Services	176	9.565%	-9.070
Real Estate and Rental and Leasing	118	6.413%	-8.525
Retail Trade	105	5.707%	-11.365
Transportation and Warehousing	69	3.750%	-9.576
Utilities	65	3.533%	-3.870
Wholesale Trade	55	2.989%	-4.788
<b>Total</b>	<b>1,840</b>	<b>100.00%</b>	<b>-8.282</b>

## Anexo 3 – Descrição das variáveis utilizadas

Tipologia	Designação	Descrição
Dependente	<i>DP_Gap</i>	<i>ESG Disclosure Score - ESG Score</i>
Independentes	<i>CEO_Duality</i>	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO for também o presidente do CA e 0, caso contrário
	<i>Board_Size</i>	Número total de membros do CA
	<i>Board_Indep</i>	Proporção de membros independentes no CA
	<i>WoB</i>	Proporção de mulheres no CA
	<i>CSR_Com</i>	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se existe um comité de RSC ao nível do CA ou da gestão de topo e 0, caso contrário
Controlo	<i>lnAssets</i>	Logaritmo natural do total do Ativo
	<i>Profitability</i>	Resultado líquido / Ativo total
	<i>Leverage</i>	Dívida total / Ativo total
	<i>lnGDP</i>	Logaritmo natural do PIB <i>per capita</i>
	<i>Inflation</i>	Variação percentual do Índice de Preços do Consumidor
	<i>Year</i>	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 para dados relativos ao ano <i>t</i> e 0, caso contrário

## Anexo 4 - Variance Inflation Factors

Variáveis	CEO_Duality	Board_Size	Board_Indep	WoB	CSR_Com	lnAssets	Profitability	Leverage	lnGDP	Inflation
<b>VIF</b>	1.04	1.72	1.14	1.12	1.24	1.82	1.01	1.05	1.07	1.07

*Anexo 5 - Evolução das pontuações de performance e de divulgação ESG*

<b>Ano</b>	<b>Número de observações</b>	<b>Percentagem de observações</b>	<b>DP_Gap médio</b>	<b>ESG_Performance</b>	<b>ESG_Disclosure</b>
2013	595	5.43%	-12.808	54.114	41.307
2014	619	5.65%	-12.093	54.443	42.351
2015	678	6.19%	-10.049	55.281	45.232
2016	696	6.36%	-9.821	56.716	46.895
2017	772	7.05%	-9.019	57.424	48.405
2018	1,105	10.09%	-8.231	54.099	45.868
2019	1,301	11.88%	-8.065	53.757	45.692
2020	1,680	15.34%	-7.587	51.989	44.403
2021	1,805	16.49%	-6.519	52.177	45.658
2022	1,698	15.51%	-6.394	53.997	47.603
<b>Total</b>	<b>10,949</b>	<b>100.00%</b>	<b>-8.282</b>	<b>53.896</b>	<b>45.615</b>

*Anexo 6 – Resultados da regressão com desagregação da variável dependente por pilar ESG*

<b>Variables</b>	<b>Env_Gap</b>	<b>Soc_Gap</b>	<b>Gov_Gap</b>
CEO_Duality	0.652 (0.808)	0.421 (0.555)	5.085*** (5.032)
Board_Size	-0.022 (-0.169)	-0.291** (-2.488)	0.543*** (2.822)
Board_Indep	-0.024* (-1.708)	0.007 (0.534)	-0.130*** (-6.897)
WoB	-0.026 (-1.169)	-0.004 (-0.216)	-0.155*** (-6.169)
CSR_Com	-5.938*** (-8.713)	-5.178*** (-8.483)	-3.943*** (-5.598)
lnAssets	-2.891*** (-4.106)	-1.609** (-2.357)	-3.366*** (-4.746)
Profitability	1.048 (1.312)	0.134 (0.268)	1.538** (2.552)
Leverage	-1.382 (-1.031)	1.688 (1.161)	1.257 (0.944)
lnGDP	1.003 (0.282)	-1.828 (-0.590)	15.355*** (4.534)
Inflation	0.008 (0.053)	0.397*** (3.181)	0.383** (2.091)
Year FE	YES	YES	YES
Constant	32.839 (0.847)	31.106 (0.905)	-61.534 (-1.611)
Observations	10,938	10,938	10,938
Number of Company_ID	1,840	1,840	1,840
R-squared	0.065	0.048	0.083

Robust t-statistics in parentheses. \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$

*Anexo 7 - Resultados da regressão com variável dependente ajustada à indústria*

<b>Variables</b>	<b>Adj_DP_Gap</b>	<b>Adj_ESG_Score</b>	<b>Adj_ESG_Discl</b>	<b>Adj_Env_Gap</b>	<b>Adj_Soc_Gap</b>	<b>Adj_Gov_Gap</b>
CEO_Duality	1.988*** (3.546)	-1.167* (-1.945)	0.820* (1.950)	0.548 (0.699)	0.508 (0.683)	4.904*** (4.879)
Board_Size	0.092 (1.064)	0.095 (0.902)	0.186** (2.395)	0.002 (0.019)	-0.254** (-2.231)	0.534*** (2.785)
Board_Indep	-0.052*** (-5.290)	0.104*** (9.929)	0.053*** (7.173)	-0.025* (-1.840)	0.003 (0.217)	-0.132*** (-7.031)
WoB	-0.061*** (-4.187)	0.098*** (6.404)	0.037*** (3.699)	-0.027 (-1.235)	0.003 (0.132)	-0.159*** (-6.312)
CSR_Com	-4.864*** (-11.075)	7.548*** (16.015)	2.684*** (8.546)	-5.776*** (-8.629)	-5.119*** (-8.536)	-3.695*** (-5.217)
lnAssets	-2.379*** (-5.617)	3.999*** (7.356)	1.621*** (3.975)	-2.594*** (-3.791)	-1.705*** (-2.603)	-2.795*** (-3.822)
Profitability	0.867* (1.839)	-0.759** (-2.261)	0.108 (0.355)	0.871 (1.133)	0.531 (1.013)	1.212** (2.480)
Leverage	1.043 (1.128)	-2.552*** (-3.171)	-1.508** (-2.133)	-1.203 (-0.916)	2.295* (1.701)	2.042 (1.529)
lnGDP	5.018** (2.502)	-0.923 (-0.428)	4.095*** (2.835)	2.420 (0.702)	-0.471 (-0.159)	13.150*** (3.825)
Inflation	0.213** (2.314)	-0.121 (-1.269)	0.092 (1.294)	-0.037 (-0.265)	0.318** (2.515)	0.360** (2.080)
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	6.555 (0.291)	-97.073*** (-4.068)	-90.519*** (-5.274)	39.424 (1.048)	50.379 (1.532)	-71.564* (-1.888)
Observations	10,938	10,938	10,938	10,938	10,938	10,938
Number of Company_ID	1,840	1,840	1,840	1,840	1,840	1,840
R-squared	0.153	0.505	0.469	0.071	0.126	0.062

Robust t-statistics in parentheses. \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$

*Anexo 8 - Resultados da regressão com desagregação da amostra consoante a dimensão das empresas*

<b>Variables</b>	<b>Size</b>	<b>Big_Firms</b>	<b>Small_Firms</b>
CEO_Duality	2.989*** (4.363)	2.600*** (3.306)	1.295* (1.872)
BigFirm	-5.223*** (-3.333)		
CEO_Duality#Size	-1.459* (-1.881)		
Board_Size	-0.069 (-0.602)	0.281** (2.509)	-0.062 (-0.400)
Board_Size#Size	0.259** (2.245)		
Board_Indep	-0.045*** (-4.044)	-0.039** (-2.542)	-0.049*** (-3.723)
Board_Indep#Size	-0.007 (-0.547)		
WoB	-0.085*** (-4.867)	-0.050*** (-2.725)	-0.067*** (-3.410)
WoB#Size	0.057*** (2.601)		
CSR_Com	-5.728*** (-11.473)	-4.211*** (-5.792)	-4.575*** (-8.376)
CSR_Com#Size	2.024*** (3.088)		
lnAssets	-2.441*** (-5.347)	-2.041** (-2.459)	-2.971*** (-4.899)
Profitability	0.917* (1.804)	5.012** (2.229)	0.684* (1.898)
Leverage	0.519 (0.599)	4.541* (1.830)	0.711 (0.833)
lnGDP	4.996** (2.513)	4.842* (1.831)	3.270 (1.049)
Inflation	0.266*** (3.105)	0.249** (2.096)	0.047 (0.464)
Year FE	YES	YES	YES
Constant	-2.695 (-0.117)	-18.672 (-0.524)	28.486 (0.846)
Observations	10,938	5,469	5,469
Number of Company_ID	1,840	939	1,375
R-squared	0.095	0.082	0.127

Robust t-statistics in parentheses. \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$

*Anexo 9 - Resultados da regressão com desagregação da amostra consoante o PIBpc do país*

<b>Variables</b>	<b>GDP</b>	<b>High GDP</b>	<b>Low GDP</b>
CEO_Duality	2.368*** (3.293)	1.005 (1.275)	2.716*** (3.536)
HGDP	1.107 (0.753)		
CEO_Duality#GDP	-0.816 (-0.881)		
Board_Size	0.164* (1.724)	0.153 (1.122)	0.063 (0.613)
Board_Size#GDP	-0.332*** (-3.685)		
Board_Indep	-0.053*** (-4.544)	-0.045*** (-3.357)	-0.065*** (-4.884)
Board_Indep#GDP	0.005 (0.387)		
WoB	-0.079*** (-4.426)	-0.020 (-0.902)	-0.085*** (-4.372)
WoB#GDP	0.045* (1.854)		
CSR_Com	-5.181*** (-8.997)	-3.889*** (-6.283)	-5.757*** (-9.200)
CSR_Committee#GDP	0.464 (0.649)		
lnAssets	-2.661*** (-6.088)	-2.330*** (-3.142)	-2.894*** (-5.550)
Profitability	0.890* (1.739)	1.437 (0.850)	0.868* (1.830)
Leverage	0.574 (0.659)	3.304 (1.433)	-0.401 (-0.545)
lnGDP	4.120** (2.050)	3.118 (1.201)	6.312* (1.794)
Inflation	0.263*** (3.060)	-0.017 (-0.113)	0.388*** (3.148)
Year FE	YES	YES	YES
Constant	9.346 (0.405)	7.262 (0.220)	-3.931 (-0.106)
Observations	10,938	4,566	6,372
Number of Company_ID	1,840	878	1,170
R-squared	0.092	0.077	0.103

Robust t-statistics in parentheses. \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$

*Anexo 10 - Resultados da regressão com moderação com dummy CSR\_Com*

<b>Variables</b>	<b>CSR_Com</b>
CEO_Duality	1.960** (2.473)
CSR_Com	-6.777*** (-4.937)
CEO_Duality#CSR_Com	0.130 (0.154)
Board_Size	-0.023 (-0.181)
Board_Size#CSR_Com	0.125 (1.088)
Board_Indep	-0.058*** (-4.585)
Board_Indep#CSR_Com	0.015 (1.154)
WoB	-0.055** (-2.478)
WoB#CSR_Com	-0.010 (-0.434)
lnAssets	-2.635*** (-6.071)
Profitability	0.898* (1.815)
Leverage	0.525 (0.603)
lnGDP	4.675** (2.297)
Inflation	0.255*** (2.990)
Year FE	YES
Constant	4.086 (0.176)
Observations	10,938
Number of Company_ID	1,840
R-squared	0.088

Robust t-statistics in parentheses.

\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$

*Anexo 11 - Resultados da regressão com desagregação da amostra consoante o nível de sensibilidade ambiental da indústria*

<b>Variables</b>	<b>Env-sensitivity</b>	<b>Env sensitive</b>	<b>Non-env sensitive</b>
CEO_Duality	2.316*** (3.431)	1.729* (1.929)	2.336*** (3.460)
CEO_Duality#Env_Sens	-0.565 (-0.502)		
Board_Size	0.113 (0.868)	0.023 (0.198)	0.120 (0.933)
Board_Size#Env_Sens	-0.082 (-0.474)		
Board_Indep	-0.056*** (-4.015)	-0.041*** (-2.934)	-0.055*** (-3.973)
Board_Indep#Env_Sens	0.016 (0.790)		
WoB	-0.070*** (-3.594)	-0.056*** (-2.696)	-0.067*** (-3.329)
WoB#Env_Sens	0.016 (0.620)		
CSR_Com	-5.984*** (-10.941)	-3.976*** (-5.778)	-5.954*** (-10.703)
CSR_Com#Env_Sens	2.050** (2.421)		
lnAssets	-2.586*** (-6.016)	-2.442*** (-3.540)	-2.823*** (-5.214)
Profitability	0.875* (1.785)	0.464** (2.054)	3.232*** (2.769)
Leverage	0.566 (0.640)	-0.108 (-0.135)	2.698 (1.460)
lnGDP	4.689** (2.346)	5.226* (1.815)	3.575 (1.394)
Inflation	0.266*** (3.109)	0.408*** (2.745)	0.165* (1.811)
Year FE	YES	YES	YES
Constant	1.630 (0.071)	-6.857 (-0.204)	17.480 (0.608)
Observations	10,938	5,651	5,287
Number of Company_ID	1,840	912	928
R-squared	0.090	0.060	0.126

Robust t-statistics in parentheses. \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$

*Anexo 12 - Resultados da regressão com desagregação da amostra consoante a empresa seja sediada na UE*

<b>Variables</b>	<b>Country</b>	<b>EU</b>	<b>Non-EU</b>
CEO_Duality	1.749** (2.265)	2.247*** (3.109)	1.731** (2.231)
CEO_Duality#EU	0.481 (0.455)		
Board_Size	0.222 (1.491)	0.049 (0.461)	0.224 (1.531)
Board_Size#EU	-0.185 (-1.012)		
Board_Indep	-0.060*** (-3.820)	-0.044*** (-3.426)	-0.058*** (-3.646)
Board_Indep#EU	0.020 (0.991)		
WoB	-0.107*** (-5.201)	-0.043** (-2.341)	-0.084*** (-3.751)
WoB#EU	0.080*** (3.063)		
CSR_Com	-5.966*** (-7.424)	-4.644*** (-8.873)	-5.882*** (-7.184)
CSR_Com#EU	1.414 (1.510)		
lnAssets	-2.676*** (-6.212)	-2.778*** (-4.698)	-2.887*** (-4.495)
Profitability	0.886* (1.790)	2.609* (1.691)	0.563*** (2.717)
Leverage	0.727 (0.808)	4.180** (2.448)	-0.468 (-0.573)
lnGDP	3.486* (1.745)	3.760 (1.185)	-0.930 (-0.333)
Inflation	0.165** (2.030)	0.169 (1.149)	0.009 (0.093)
Year FE	YES	YES	YES
Constant	15.877 (0.691)	12.267 (0.344)	71.091** (2.253)
Observations	10,938	6,969	3,969
Number of Company_ID	1,840	1,194	646
R-squared	0.092	0.082	0.121

Robust t-statistics in parentheses. \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$