



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO

**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**RESPONSABILIDADE SOCIAL E DESEMPENHO
FINANCEIRO: O CASO DAS EMPRESAS DO STOXX
EUROPE 600**

MÁRCIA DANIELA SANTOS PRADO MATOS

OUTUBRO - 2018



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

RESPONSABILIDADE SOCIAL E DESEMPENHO
FINANCEIRO: O CASO DAS EMPRESAS DO STOXX
EUROPE 600

MÁRCIA DANIELA SANTOS PRADO MATOS

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA CRISTINA BELMIRA GAIO MARTINS DA SILVA

OUTUBRO – 2018

*“Creio muito na sorte. Quanto mais trabalho, mais sorte
pareço ter.”*

R. W. Emerson

Resumo

O presente estudo analisa as políticas de responsabilidade social aplicadas pelas empresas com o objetivo de determinar se este fator influencia o desempenho financeiro das mesmas. Também foi feita uma análise adicional para perceber como funcionaria esta relação num período de crise financeira (2009-2013). A amostra é composta por 266 empresas, de 15 países europeus e 14 setores de atividade, pertencentes ao *Stoxx Europe 600* em que 192 empresas não prosseguem políticas baseadas na responsabilidade social e 74 prosseguem estas políticas, para o período temporal de 2007 a 2016. Como medidas de desempenho financeiro são utilizadas o *Return on Equity*, *Return on Assets*, ambas medidas através do resultado líquido do período, e *Tobin's Q*. Os resultados sugerem que as empresas que prosseguem políticas baseadas na responsabilidade social apresentam valores superiores de desempenho financeiro em comparação com aquelas que não o fazem. Tendo em conta o período de crise financeira, foi possível verificar que as empresas que prosseguem políticas baseadas na responsabilidade social continuavam a apresentar valores superiores de desempenho financeiro relativamente às restantes.

Palavras-chave: Responsabilidade social, desempenho financeiro, crise financeira

Abstract

The present study analyses the social responsibility policies applied by companies in order to determine if this factor influences their financial performance. An additional analysis was also made to understand how this relationship would work in a period of financial crisis (2009-2013). The sample is composed by 266 companies belonging to 15 European countries and 14 industries, belonging to Stoxx Europe 600 in which 192 companies do not pursue policies based on social responsibility and 74 pursue these policies, among the period of 2007 to 2016. Three measures of profitability are used, Return on Equity, Return on Assets, both measured through the net profit, and Tobin's Q. The results suggests that companies that pursue policies based on social responsibility present higher values of financial performance in comparison with those who do not. Taking into account the period of financial crisis, it was possible to verify that the companies that pursue policies based on social responsibility continued to present higher values of financial performance with respect to the others.

Keywords: Social responsibility, financial performance, financial crisis

Agradecimentos

Agradeço à professora Cristina Gaio por ter partilhado comigo o seu tempo, por toda a ajuda que me deu e pela prestabilidade.

Agradeço aos meus pais que são a minha rocha e que sem eles não poderia ter concretizado este sonho.

Agradeço com todo o meu coração à minha filha que nela vi a força para conseguir enfrentar todos os obstáculos e atingir os meus objetivos.

Agradeço ao meu namorado Ricardo que teve a maior paciência do mundo para me ouvir e para me acalmar nos momentos em que pensei que ia desistir.

Agradeço à minha prima Verónica que sem a sua força e persistência não tinha dado início a esta fase da minha vida.

Agradeço também a todos os meus amigos e familiares que me acompanharam e acreditaram em mim.

Índice

<i>Resumo</i>	<i>I</i>
<i>Abstract</i>	<i>II</i>
<i>Agradecimentos</i>	<i>III</i>
<i>Índice</i>	<i>IV</i>
<i>Lista de Tabelas</i>	<i>VI</i>
<i>Lista de Abreviaturas</i>	<i>VII</i>
<i>Lista de Anexos</i>	<i>VIII</i>
1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DA LITERATURA	4
2.1. SUSTENTABILIDADE E RESPONSABILIDADE SOCIAL – O MESMO?.....	4
2.2. BENEFÍCIOS E LIMITAÇÕES DE QUEM PROSSEGUE UMA POLÍTICA BASEADA NA RSE	6
2.3. RELAÇÃO ENTRE RSE E DESEMPENHO FINANCEIRO.....	7
3. DADOS E METODOLOGIA	11
3.1. AMOSTRA E RECOLHA DE DADOS.....	11
3.2. VARIÁVEIS	12
3.2.1. VARIÁVEL DEPENDENTE	12
3.2.2. VARIÁVEL INDEPENDENTE.....	13
3.2.3. VARIÁVEIS DE CONTROLO	14
3.3. METODOLOGIA	16
4. ANÁLISE DE RESULTADOS	18

4.1.	ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	18
4.2.	TESTE DE IGUALDADE DE MÉDIAS	21
4.3.	MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE PEARSON	21
4.4.	RELAÇÃO ENTRE RSE E NÍVEL DE DESEMPENHO	22
4.5.	IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NO PFE	26
5.	CONCLUSÕES.....	28
5.1.	PRINCIPAIS CONCLUSÕES E CONTRIBUIÇÕES	28
5.2.	LIMITAÇÕES DO ESTUDO	29
5.3.	INVESTIGAÇÃO FUTURA	29
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	31
7.	ANEXOS	38

Lista de Tabelas

TABELA 1 - VARIÁVEIS E MEDIDAS	16
TABELA 2 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS EM ESTUDO PARA O TOTAL DA AMOSTRA.....	18
TABELA 3 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS EM ESTUDO PARA SRSE.....	19
TABELA 4 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS EM ESTUDO PARA NRSE	19
TABELA 5 - RESULTADOS OBTIDOS NOS MODELOS DE REGRESSÃO LINEAR	23
TABELA 6 - RESULTADOS OBTIDOS NOS MODELOS DE REGRESSÃO LINEAR COM AS VARIÁVEIS CRISE.....	26

Lista de Abreviaturas

RSE – Responsabilidade social das empresas

WBCSD – *World Business Council for Sustainable Development*

PFE – Desempenho financeiro das empresas

ROE – Return on equity

ROA – Return on assets

RLP – Resultado líquido do período

R&D – *Research and development*

SRSE – Empresas que prosseguem políticas baseadas na responsabilidade social das empresas

NRSE – Empresas que não prosseguem políticas baseadas na responsabilidade social das empresas

VIF - *Variance Inflation Factors*

Lista de Anexos

ANEXO 1 - SECTOR INDÚSTRIA	38
ANEXO 2 - PAÍSES	38
ANEXO 3 - TESTE-T E IGUALDADE DE MÉDIAS	39
ANEXO 4 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE PEARSON.....	38
ANEXO 5 - VIF DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES.....	39

1. Introdução

A responsabilidade social das empresas (RSE) tem vindo a ser descrita como a importância que existe em estas perseguirem objetivos ambientais e sociais que envolvam todos os seus *stakeholders* e não apenas objetivos que se relacionem com a vertente financeira (Gössling & Vocht, 2007).

É importante ressaltar que existem dois termos diferentes bastante usados que na sua essência significam o mesmo. Estes termos são sustentabilidade e responsabilidade social. Segundo o relatório da *World Commission on Environment and Development (1987)*, o conceito sustentabilidade significa ir de encontro às necessidades atuais sem comprometer as necessidades das gerações futuras¹. Assim sendo a RSE é a contribuição por parte das empresas para os esforços do desenvolvimento sustentável tendo em conta o impacto das suas ações a nível social e ambiental a fim de contribuir para a melhoria da sociedade na sua totalidade e do meio ambiente envolvente (Danciu V., 2013). De acordo com a *Global Reporting Initiative*²(2013) o termo sustentabilidade pode ser considerado sinónimo de outros, tais como, RSE ou desenvolvimento sustentável.

A RSE tem vindo a ser estudada ao longo dos anos com especial ênfase nos benefícios que trás no que diz respeito ao desempenho financeiro das empresas. Vários autores que se debruçaram sobre a relação entre a RSE e o desempenho financeiro têm chegado a conclusões diferentes. Muitos afirmam que existe uma relação positiva (Griffin, 2000; Orlitzky et al., 2003; Margolis & Walsh, 2003), outros afirmam que não

¹ “*meet the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.*” (página 41)

² Organização independente internacional que ajuda os empresários, governos e outras organizações a perceber e a comunicar o impacto que o negócio tem em problemas de sustentabilidade tais como as alterações climáticas, direitos humanos, corrupção, entre outros.

existe qualquer relação (Ullman, 1985) e ainda existem aqueles que afirmam que a relação existente é negativa (Griffin & Mahon, 1997; Frooman, 1997).

A existência de diferenças nas conclusões retiradas pode dever-se à falta de suporte teórico que apoie as hipóteses formuladas assim como a limitações a nível da composição e tamanho da amostra e variáveis utilizadas (Ruf et al., 2001). Davidson & Worrell (1990) afirmam que por vezes são utilizados índices questionáveis de RSE ou técnicas inapropriadas.

Assim sendo, o objetivo principal deste trabalho é analisar se as empresas que prosseguem políticas baseadas na RSE apresentam um maior nível de desempenho financeiro em comparação com aquelas que não o fazem. Também será feita uma análise distinta desta relação no período da crise financeira (2009-2013) para tentar perceber se as empresas que mantinham estas preocupações ambientais e sociais sofreram ou não um menor impacto no seu desempenho financeiro em comparação com as restantes. Para tal, foram utilizadas 266 empresas de 15 países europeus para um período temporal de 2007 a 2016, 10 anos.

Os resultados sugerem que as empresas que prosseguem políticas baseadas na RSE apresentam, em média, valores superiores de desempenho financeiro em comparação com aquelas que não o fazem sendo que, no período de crise financeira, constata-se que as empresas que prosseguem políticas baseadas na RSE continuam a apresentar um nível superior de desempenho financeiro relativamente às restantes empresas o que vai de encontro à tendência da literatura existente (Waddock & Graves, 1997; Stanwick & Stanwick, 1998; Choi et al., 2010, Inoue & Lee, 2011; Ioannou & Serafeim 2012).

Uma das motivações para estudar este tema prendeu-se no facto de atualmente existir uma maior preocupação, por parte das empresas, sobre as questões ambientais e sociais que as rodeiam pois, existe um maior entendimento que ao serem socialmente responsáveis, aumentam a sua reputação e imagem e são melhor aceites pela sociedade o que consequentemente, pode trazer benefícios de curto, médio e longo prazo para a empresa.

O estudo está dividido da seguinte forma: no capítulo 2 é feita uma revisão da literatura sobre o tema servindo assim de suporte teórico ao desenvolvimento das hipóteses; no capítulo 3 é feita a apresentação do processo de seleção da amostra e da metodologia utilizada; no capítulo 4 são descritos os principais resultados obtidos e por ultimo, no capítulo 5, são apresentadas as principais conclusões retiradas, as limitações existentes e sugestões para investigação futura.

2. Revisão da literatura

2.1. *Sustentabilidade e responsabilidade social – o mesmo?*

O conceito sustentabilidade tem sofrido algumas alterações em termos de abordagem, teorias e terminologias. O seu surgimento adveio, primeiramente, de um maior foco nos problemas ambientais existentes, o que se veio a alterar com o passar do tempo adquirindo uma nova perspetiva, incluindo mais duas vertentes, a parte social e a parte económica (Jenkins, 2006).

Segundo a KPMG (2013), as empresas começaram a referir-se a este conceito utilizando diferentes terminologias tais como “desenvolvimento sustentável”, “sustentabilidade”, “responsabilidade social das empresas” ou “responsabilidade das empresas”.

Segundo Butler, Henderson & Raiborn (2011), ao conceito sustentabilidade que abarca as três vertentes enunciadas em cima, dá-se o nome de *triple bottom line* ou *three P's* de *planet* (vertente ambiental), *people* (vertente social) e *profit* (vertente económica). Cada vertente se interliga às restantes com o objetivo de haver um balanceamento na responsabilidade e assim todos os interesses se conciliam equilibradamente, gerando valor para a empresa.

Com o passar dos tempos, o conceito RSE tem vindo a alcançar uma maior atenção por parte das empresas e dos seus intervenientes. Ganhou uma nova importância e um novo significado com a perceção de que uma empresa não surge apenas com o objetivo económico de gerar lucro para os seus *shareholders*, como argumentava

Friedman (1962), mas também para satisfazer todos os seus *stakeholders*³ (Freeman, 1984) e o ambiente. Atualmente a pressão que é exercida sobre a atividade empresarial é elevada e com isto os *stakeholders* têm vindo a solicitar cada vez mais informações às empresas, não só da vertente económico-financeira mas também das suas preocupações a nível ambiental e social (McWilliams & Siegel, 2000; Orlitzky et al., 2011; Carroll, 1999; McWilliams et al., 2006). Com esta insistência pela transparência empresarial e pelo surgimento de uma maior preocupação a nível ambiental e social por parte de todos os intervenientes das empresas (internos e externos), surge um maior foco neste conceito que é a RSE.

A BCSD Portugal – Conselho Empresarial para o desenvolvimento sustentável é uma associação sem fins lucrativos que foi criada em 2001 no sentido de agregar todas as empresas que se comprometem com a RSE. Este conselho integra a maior organização internacional na abordagem do desenvolvimento sustentável das empresas a *World Business Council for Sustainable Development (WBCSD)*, e considera que o desenvolvimento sustentável está “... *cada vez mais associado com a qualidade de vida e bem-estar das populações e envolve não só as componentes económica, ambiental e social, como também os aspetos espaciais e territoriais, a cultura e a política.*” (Brochura 2013/10, página 5)

A WBCSD define o relatório de sustentabilidade como:

“... *relatórios sobre o desenvolvimento sustentável (elaborados pelas empresas) como publicações de divulgação às partes interessadas, internas e externas, da posição*

³ Freeman (1984, 5) “... *any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization's objectives.*” Clientes, investidores e trabalhadores considerados, pelo autor, como *stakeholders* primários e concorrentes como *stakeholders* secundários.

e das atividades corporativas relativamente às vertentes económica, ambiental e social. Em resumo, o objetivo destes relatórios é apresentar o contributo das empresas rumo ao desenvolvimento sustentável.” (Sustainable development reporting – Striking the balance 2002, página 9).

Como se pode ver, apesar de ambos os conceitos terem emergido de situações distintas, o primeiro (sustentabilidade) de problemas ambientais e o segundo (responsabilidade social) do surgimento de problemas sociais, ambos caminham lado a lado pois o objetivo final prende-se no balancear de ambas as vertentes.

2.2. Benefícios e limitações de quem prossegue uma política baseada na RSE

Existem inúmeras razões para prosseguir uma política baseada na RSE. Kurucz et al., (2008) define 4 argumentos:

- ✓ Redução dos custos e do risco – Através de investimentos a nível ambiental pode resultar uma redução dos custos e do risco para a empresa, pois existe um cumprimento de legislação ambiental, presente e futura (Berman et al., 1999). A construção de relações positivas com a envolvente comunitária também resulta em diminuição de riscos e custos (Berman et al., 1999).
- ✓ Vantagem competitiva – Um dos exemplos mais usados na literatura consiste na lealdade dos consumidores. Pivato et al., (2008) mostra que o aumento da lealdade dos consumidores deve-se muitas vezes às empresas embarcarem em atividades de RSE. Também, como já referido anteriormente, empresas responsáveis socialmente atraem mais investimentos. Certos investidores, evitam empresas que não cumprem com os seus valores e missão definidos, que violam a legislação e os seus princípios (Smith et al., 2005). Esta vantagem competitiva é construída

com o empenho empresarial em embarcar em atividades de RSE que vão de encontro às exigências dos *stakeholders* e as satisfaçam (Kurucz et al., 2008).

- ✓ Desenvolvimento da reputação – Smith (2003) argumenta que atividades de RSE atraem investidores, consumidores e trabalhadores, explicitando que muitos trabalhadores preferem trabalhar em empresas que sejam mais responsáveis socialmente. Para isto é de grande importância que haja a divulgação do relatório de responsabilidade social (Brammer & Pavelin, 2004).
- ✓ Criação de valor – A perspectiva de criação de valor através de práticas de RSE prende-se no facto de, simultaneamente, haver uma satisfação das exigências por parte de todos os *stakeholders* permitindo que a empresa prossiga, também, as operações inerentes ao seu negócio. Ao permitir o envolvimento de todas as partes relacionadas e satisfazendo as suas exigências, a empresa consegue prosseguir um maior desempenho financeiro com o apoio de todos através de oportunidades e soluções que encontra (Carroll & Shabana, 2010).

Por outro lado, a adoção de estratégias que vão de encontro ao conceito de RSE podem envolver determinados custos para as empresas, nomeadamente a implementação de equipamentos que permitam o controlo de qualidade, a compra de equipamentos que sejam “amigos” do ambiente ou também a mudança da própria estrutura da empresa (Tsoutsoura, 2004).

Assim é necessário analisar quais os benefícios e limitações, os riscos e custos da aplicação da RSE no mundo empresarial.

2.3. *Relação entre RSE e desempenho financeiro*

Para qualquer empresa, quando se incorre em custos ou investimentos de qualquer tipo, é analisada sempre a vertente do retorno, ou seja, um investimento é considerado

bom se gerar benefícios futuros. Com isto, para se conseguir perceber no seu todo se a aplicação do conceito RSE tem impacto positivo na empresa é necessário relacioná-lo com os benefícios futuros que possa trazer (ou não) a nível do desempenho da empresa e a nível financeiro. A relação entre a RSE e o desempenho financeiro das empresas (PFE) tem vindo a ser estudada por alguns autores tornando-se um tema de elevada importância, atualmente, no âmbito da gestão empresarial.

Waddock & Graves (1997), Choi et al. (2010), Inoue & Lee (2011) e Ioannou & Serafeim (2012) demonstram uma relação positiva entre RSE e PFE tendo em conta fatores tais como:

- ✓ Um bom PFE resulta num bom desempenho social visto que as empresas que são mais rentáveis têm mais recursos para investir em atividades sociais;
- ✓ Um maior investimento em atividades sociais atrai mais e melhores recursos, consumidores responsáveis e uma maior reputação originando também uma maior vantagem competitiva em relação às restantes empresas.

Outros, baseando-se na teoria do *shareholder*, afirmam que a relação existente é negativa pois a máxima de uma empresa é a criação de lucro para o *shareholder*, o que não vai de encontro ao aumento de custos por parte do investimento nestas atividades de responsabilidade social (Lee & Park, 2009; Makni et al., 2009). Acreditam também que a empresa ao incorrer nestes custos perde a sua capacidade competitiva pois estes podem ser evitados (Aupperle et al., 1985). Assim, as atividades de RSE têm um impacto negativo no PFE e conseqüentemente reduz os benefícios para os *shareholders*.

Marti et al. (2015) enumera alguns fatores para a falta de consenso existente entre os diversos autores no que toca à relação existente entre RSE e PFE. O primeiro fator prende-se nas diferentes maneiras como são definidos estes dois conceitos. Como

segundo fator o autor argumenta que podem existir problemas na metodologia utilizada e por último, a existência de diferentes características em cada amostra utilizada.

Eccles et al. (2012) chegaram à conclusão de que realmente compensa investir na RSE. As empresas que o fazem têm um maior PFE criando maior valor para todos os seus *stakeholders* pois ganham consumidores leais e trabalhadores mais empenhados.

Atualmente, as empresas encaram a reputação como um fator de enorme importância que deve ser mantida e protegida (Danciu, 2013). Um maior foco na RSE, torna a empresa mais atrativa a investimentos e conseqüentemente um maior PFE (Alexander & Buchholz, 1978), pois os investidores atuais são conscientes da importância das preocupações sociais, ambientais e económicas. Alguns autores argumentam que existem maiores investimentos em empresas que detenham um maior desempenho social (Teoh & Shiu, 1990).

Orliztsky, Schmidt & Rynes (2003) afirmaram que a relação existente entre a RSE e o PFE é bidirecional. À vista dos *stakeholders*, as empresas não apresentam relatórios financeiros de qualidade se estes não estiverem em conformidade com os ideais da RSE. Além disso, sendo esta relação bidirecional, as empresas ao alcançarem a RSE podem obter um maior PFE tendo em conta que o seu reconhecimento social é aprimorado.

Com base na revisão da literatura apresentada, sobre o impacto da RSE no PFE, foram formuladas as seguintes hipóteses:

H₁: As empresas que prosseguem políticas baseadas na RSE têm um PFE superior em comparação com aquelas que não o fazem.

Esta será a hipótese principal do presente trabalho visto que, em termos de análise, existe um elevado número de estudos que concluem neste sentido. Assim sendo, H₁ tem como objetivo perceber a relação existente entre a RSE e o PFE de forma a confirmar a

tendência da literatura de que as empresas que prosseguem políticas baseadas na responsabilidade social das empresas apresentam um maior nível de desempenho financeiro em comparação com as que não o fazem.

A última crise económica e financeira (2009-2013) foi considerada por muitos como a pior crise financeira existente e a que teve um enorme impacto na vida das empresas, nomeadamente no seu desempenho financeiro.

Segundo Yu & Lee (2016), a existência de uma crise financeira resulta num impacto diminutivo na economia e conseqüentemente efeitos negativos no PFE. Durante estes períodos os investidores estão mais atentos às empresas mostrando uma preocupação acrescida em relação ao seu PFE, e a existência de índices que divulguem as preocupações das empresas a nível da RSE pode minimizar esta preocupação (Mia & Mamun, 2011).

Tendo em conta que a maioria dos estudos feitos anteriormente analisam a relação entre a RSE e o PFE em períodos de não crise financeira, seria de grande interesse perceber como funciona esta relação durante os períodos de recessão.

Sendo assim, a segunda hipótese formulada é:

H₂: Durante o período de crise financeira o PFE que prosseguem políticas baseadas na RSE sofre menos impactos negativos em comparação com aquelas que não o fazem.

A escolha do período de crise em questão 2009-2013, deveu-se a ser um fenómeno recente e conseqüentemente não existirem estudos a investigar os seus efeitos e conseqüências no PFE das empresas que prosseguem políticas de RSE. Com isto, seria interessante perceber se as conclusões a que chegou Ducassy (2013) que estudou esta relação no período da “Grande Recessão” de 2008, se mantêm idênticas ou não.

3. Dados e Metodologia

3.1. Amostra e Recolha de Dados

A amostra do presente estudo foi obtida a partir do índice *Stoxx Europe 600* tendo a informação sido acedida e consultada durante o mês de fevereiro de 2018. Teve-se também em conta o *Stoxx Europe Sustainability Index*, para a variável RSE, introduzido em 2001 como um subconjunto originário do índice *Stoxx Europe 600*. Este agrega empresas selecionadas de acordo com avaliações feitas em termos de sustentabilidade, baseadas em critérios ambientais, sociais e económicos. Esta classificação é apurada através da combinação sector-empresa e se for positiva é incluída no índice. A avaliação é considerada positiva se a combinação da avaliação da empresa e a avaliação do sector resultar num campo matricial sombreado na *Sarasin Sustainability Matrix*, segundo o guia *STOXX Index Methodology* publicado em setembro de 2018. Também, para a obtenção de dados referentes ao estudo, teve-se em conta outras fontes tais como *FTSE Group* e o *World bank*.

Da amostra inicial de 600 empresas, foram retiradas todas aquelas que pertencem aos sectores público e financeiro devido às especificidades que apresentam em termos de regras e legislação, evitando assim um possível enviesamento dos resultados obtidos. Posteriormente, foram também retiradas aquelas empresas que não foi possível calcular todas as variáveis em estudo.

Também, foi necessário, efetuar uma correção estatística através da eliminação de *outliers* da amostra final, por forma a evitar um enviesamento devido aos valores extremos encontrados, sendo que se define como *outliers* os valores das variáveis em estudo abaixo dos 5% e acima do percentil 95%.

Com isto, a amostra final utilizada para o estudo é composta por 266 empresas, com um total de 2660 observações empresariais.

A informação financeira necessária assim, como o tipo de indústria e país de origem de cada empresa utilizada no estudo, foi retirada da base de dados *Amadeus* pertencente ao Bureau Van Dijk, da versão 14,07.

De acordo com o *North American Industry Classification System (NAICS)* as 266 empresas estão divididas por 14 sectores. Os sectores com maior relevo são o sector dos serviços profissionais, científicos e técnicos com 85 empresas (32%), seguindo-se o sector industrial e outros serviços com, respetivamente, 53 empresas (20%) e 34 empresas (13%). (Anexo 1)

Através da análise da composição da amostra por país (Anexo 2), verifica-se que os países que apresentam um maior número de empresas são Reino Unido com 84 empresas (32%), França com 50 empresas (19%) e Alemanha com 36 empresas (14%).

3.2. Variáveis

3.2.1. Variável dependente

Segundo Choi et al. (2010), Chen & Wang (2011) e Callan & Thomas (2009), entre outros, foi utilizada como variável dependente o PFE. As medidas utilizadas para medir o PFE foram de dois tipos, medidas *accounting-based*, e medidas *market-based*. Para as primeiras foram utilizados o *ROE* e o *ROA* e para a segunda *Tobin's Q*. A escolha destas duas perspetivas prende-se no facto de conseguir captar duas dimensões do desempenho financeiro, a de curto prazo (Inoue & Lee, 2011) com as duas primeiras medidas, e a de longo prazo e avaliação futura com a última (Choi et al., 2010). Os rácios de rendibilidade utilizados têm por base o resultado da empresa num dado período fiscal. Para o estudo ter-se-á em conta o resultado líquido do período (RLP) pois é o que

efetivamente “sobra” depois de todos os gastos deduzidos aos rendimentos obtidos, apresentando assim o impacto das políticas financeiras e também a carga fiscal que sofrem as empresas dos vários países.

- ✓ *ROE (Return on equity)* – A rendibilidade dos capitais próprios resulta do rácio entre o RLP e o capital próprio. Segundo Lee & Park (2009) o *ROE* fornece informação sobre quão eficiente é a empresa na utilização dos capitais investidos por parte dos acionistas.
- ✓ *ROA (Return on assets)* - De entre os estudos feitos a rendibilidade do ativo é a medida contabilística mais utilizada. Mede a eficiência proveniente do uso dos ativos da empresa durante um ano fiscal ou seja, a capacidade que estes têm de gerarem resultados (Inoue & Lee, 2011). Esta medida, tal como a anterior, reflete a rendibilidade financeira no curto prazo.
- ✓ *Tobin's Q*. – Com esta medida pretende-se incorporar a perspetiva de longo prazo assim como fazer uma avaliação futura do desempenho financeiro das empresas (Gentry & Shen, 2010). Vários autores optam por utilizar o *Tobin's Q* nos seus estudos que relacionam o PFE e a RSE (Kang et al., 2010; Lee & Park, 2009).

3.2.2. *Variável independente*

A RSE será a variável independente do estudo. Como já mencionado anteriormente o índice chave para a determinação desta variável será o *Stoxx Europe Sustainability Index* que agrega empresas tendo em conta as classificações que lhes são atribuídas em termos de sustentabilidade. O índice, atualmente, é composto por 429 empresas sendo que na amostra utilizada temos apenas 74 empresas devido às exclusões já referidas.

3.2.3. Variáveis de controlo

Como variáveis de controlo foram escolhidas as que se seguem, tendo em conta a literatura existente:

- ✓ *Size* - Segundo alguns autores tais como Waddock & Graves (1997) e McWilliams & Siegel (2000), as grandes empresas têm uma maior probabilidade de incorrerem em políticas de RSE em comparação com as pequenas empresas e consequentemente um maior PFE. Assume-se que as empresas maiores são mais visíveis criando um impacto maior com as suas operações (Gallo et al., 2011). Por outro lado, as empresas com menores dimensões podem incorrer em custos maiores com esta divulgação (Haddock, 2005).
- ✓ *Leverage* (Rácio da Alavancagem Financeira) – Capon et al. (1990) evidenciaram, no seu estudo, que níveis altos de dívida levam a níveis altos de alavancagem financeira provocando um impacto negativo no PFE. Em linha com esta conclusão também Waddock & Graves (1997) mostraram que este impacto negativo continuava a persistir quando introduzida a alavancagem financeira numa regressão com RSE.
- ✓ *Industry* - Empresas que provoquem impactos elevados a nível social e ambiental tendem a incorrer num maior número de políticas de RSE em comparação com as restantes (Parsa & Kouhy, 2008). Por outro lado, Ioannou & Serafeim (2012) apontam que as empresas que se integram em indústrias mais competitivas mostram uma menor RSE mas maior *governance* em comparação com aquelas que integram indústrias menos competitivas. Esta classificação resulta da

categorização feita pelo *FTSE Group*⁴, uma empresa especializada em cálculo de índices.

- ✓ *Country* – Segundo Ho et al. (2012), o nível de desenvolvimento económico de um país está ligado a uma maior ou menor RSE por parte das empresas. Os dados para o estudo desta variável provêm do *World bank*.
- ✓ *Financial slack* – Uma empresa com elevado fundo de maneo tem uma maior probabilidade de incorrer em políticas de RSE em comparação com as restantes, que por não o terem ou por ser muito baixo, apenas podem focar-se nas atividades do seu próprio negócio (Myers & Majluf, 1984).
- ✓ *Crise* – É uma variável *dummy* que surge para dar resposta a H₂, tentando perceber se o efeito da crise financeira tem algum tipo de impacto no estudo.
- ✓ *Crise*RSE* – Esta variável de interação é introduzida para analisar o efeito que o período de crise económica teve na relação existente entre a RSE e o PFE.

A Tabela 1 apresenta as diferentes variáveis e formula de calculo:

⁴ FTSE4Good IBEX Index - Inclusion Criteria
http://www.ftserussell.com/?_ga=2.101616001.1622009662.1506552100-1356423440.1505860288

Tabela 1 - Variáveis e medidas

Variáveis	Medidas
Variáveis dependentes	
<i>ROE</i>	Rácio entre o resultado líquido e o capital próprio
<i>ROA</i>	Rácio entre o resultado líquido e o ativo total
<i>Tobin's Q</i>	Rácio entre o <i>market capitalisation</i> e o valor total do ativo
Variáveis independentes	
<i>RSE</i>	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se a empresa pertence ao <i>Stoxx Europe Sustainability Index</i> e valor 0 caso contrário
<i>Size</i>	Logaritmo do total do ativo
<i>Leverage</i>	Rácio entre o passivo total e o ativo total
<i>Industry</i>	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 consoante tenha <i>low impact</i> , <i>medium impact</i> e <i>high impact</i> dependendo do impacto ambiental que as atividades da empresa produzem no ambiente
<i>Country</i>	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 caso a empresa esteja inserida num país com uma taxa de crescimento elevada de <i>gross national income</i>
<i>Financial Slack</i>	Rácio corrente (divisão de ativo corrente por passivo corrente)
<i>Crise</i>	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 para os dados do período 2009-2013 e valor 0 caso contrário

3.3. Metodologia

Com base em Marti et al. (2015), foram desenvolvidos 3 modelos de estimação (*pooled OLS*) para testar as hipóteses de estudo. A variável dependente escolhida é a PFE que será representada pelas medidas de desempenho financeiro, *ROE*, *ROA* e *Tobin's Q*. A variável independente é a *RSE*, que é uma variável *dummy* e como variáveis de controlo são usadas *Size*, *Leverage*, *Industry*, *Country* e *Financial Slack*. A variável *R&D* (*Research & Development*), devido à falta de dados na maioria das empresas utilizadas, não foi considerada.

Assim, os modelos utilizados são os que se seguem:

$$ROE_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 RSE_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 Industry_{i,t} + \beta_5 Country_{i,t} + \beta_6 Financial Slack_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 RSE_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 Industry_{i,t} + \beta_5 Country_{i,t} + \beta_6 Financial Slack_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Tobin's Q_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 RSE_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 Industry_{i,t} + \beta_5 Country_{i,t} + \beta_6 Financial Slack_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Seguindo a lógica do estudo de Marti et al. (2015), foi feita uma modificação aos modelos para responder a H₂, incluindo a variável *dummy Crise* e uma variável interação *Crise*RSE* para assim perceber o impacto da crise financeira nas empresas que prosseguem políticas baseadas na RSE.

4. Análise de Resultados

4.1. Estatísticas descritivas

Em seguida, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis em estudo. Na Tabela 2 apresentam-se os valores para o total da amostra em estudo. Optou-se por dividir a amostra em dois subconjuntos, as empresas que prosseguem políticas baseadas na responsabilidade social (SRSE) e aquelas que não prosseguem (NRSE) para tentar perceber o comportamento destes resultados em cada um destes subconjuntos. Assim sendo, as Tabelas 3 e 4 apresentam os valores para as SRSE e NRSE, respetivamente.

Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis em estudo para o total da amostra

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Máx.	Min.	Desvio padrão	Variância
$ROE_{i,t}$	2660	0,140	0,135	0,720	-0,879	0,139	0,019
$ROA_{i,t}$	2660	0,054	0,051	0,210	-0,786	0,058	0,003
$Tobin's Q_{i,t}$	2660	0,976	0,786	3,55	0,024	0,709	0,503
$RSE_{i,t}$	2660	0,278	0	1	0	0,448	0,201
$SIZE_{i,t}$	2660	6,855	6,831	8,121	4,817	0,569	0,325
$LEVERAGE_{i,t}$	2660	0,585	0,595	0,909	0,001	0,159	0,026
$LOW IMPACT_{i,t}$	2660	0,553	1	1	0	0,497	0,247
$MEDIUM IMPACT_{i,t}$	2660	0,586	1	1	0	0,493	0,243
$HIGH IMPACT_{i,t}$	2660	0,748	1	1	0	0,434	0,188
$COUNTRY_{i,t}$	2660	0,587	1	1	0	0,492	0,242
$FINANCIAL SLACK_{i,t}$	2660	1,510	1,332	5,865	0,072	0,823	0,678

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis em estudo para SRSE

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Máx.	Min.	Desvio padrão	Variância
$ROE_{i,t}$	740	0,156	0,147	0,582	-0,767	0,131	0,017
$ROA_{i,t}$	740	0,061	0,056	0,210	-0,786	0,060	0,003
<i>Tobin's</i> $Q_{i,t}$	740	1,073	0,882	3,55	0,024	0,749	0,561
$SIZE_{i,t}$	740	6,974	6,969	8,046	5,315	0,499	0,249
$LEVERAGE_{i,t}$	740	0,616	0,618	0,907	0,065	0,148	0,0218
$LOW\ IMPACT_{i,t}$	740	0,747	1	1	0	0,435	0,189
$MEDIUM\ IMPACT_{i,t}$	740	0,353	0	1	0	0,478	0,229
$HIGH\ IMPACT_{i,t}$	740	0,622	1	1	0	0,485	0,236
$COUNTRY_{i,t}$	740	0,138	0	1	0	0,345	0,119
$FINANCIAL\ SLACK_{i,t}$	740	1,419	1,306	5,728	0,072	0,719	0,518

Tabela 4 - Estatísticas descritivas das variáveis em estudo para NRSE

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Máx.	Min.	Desvio padrão	Variância
$ROE_{i,t}$	1920	0,099	0,094	0,72	-0,879	0,148	0,022
$ROA_{i,t}$	1920	0,037	0,036	0,198	-0,399	0,049	0,002
<i>Tobin's</i> $Q_{i,t}$	1920	0,724	0,597	3,368	0,024	0,516	0,267
$SIZE_{i,t}$	1920	6,809	6,762	8,121	4,818	0,589	0,346
$LEVERAGE_{i,t}$	1920	0,573	0,587	0,909	0,001	0,163	0,026
$LOW\ IMPACT_{i,t}$	1920	0,479	0	1	0	0,499	0,249
$MEDIUM\ IMPACT_{i,t}$	1920	0,676	1	1	0	0,468	0,219
$HIGH\ IMPACT_{i,t}$	1920	0,797	1	1	0	0,402	0,162
$COUNTRY_{i,t}$	1920	0,760	1	1	0	0,427	0,182
$FINANCIAL\ SLACK_{i,t}$	1920	1,545	1,349	5,865	0,114	0,858	0,736

Tendo em conta a Tabela 2, para o total da amostra estudada, pode-se aferir que as medidas de rendibilidade das empresas, *ROE*, *ROA* e *Tobin's Q*, tomam os valores 14,0%, 5,4% e 97,6% em termos de média e mediana 13,5%, 5,1% e 78,6%, respetivamente. Relativamente à medida estatística desvio padrão, os valores obtidos para as 3 variáveis dependentes foram 13,9% para o *ROE*, 5,8% para o *ROA* e 70,9% para o *Tobin's Q*. Pode-se verificar que estes valores são pequenos relativamente às médias de cada uma das variáveis não apresentando elevadas discrepâncias o que evidencia uma certa normalidade da distribuição amostral.

Os resultados obtidos são coincidentes com os estudos de Marti et al. (2015) e Choi et al. 2010. No primeiro estudo as médias foram de 15,91%, 6,68% e 2,44% para o *ROE*, *ROA* e *Tobin's Q*. e 12,4%, 7,1% e 91,7% no segundo estudo, respetivamente. À exceção do resultado de 2,44% para o *Tobin's Q*. obtido no estudo Marti et al. (2015), os valores não evidenciam elevadas diferenças em relação aos obtidos neste estudo.

Ainda na Tabela 2, e olhando agora para as restantes variáveis utilizadas, pode-se dizer que em média as empresas apresentam um nível de endividamento de aproximadamente 59% sugerindo que recorrem em valor maior a capitais alheios do que a capitais próprios para fazer face ao ativo, um impacto baixo a nível ambiental de cerca de 55%, um impacto médio de 59% e um elevado impacto de 75%, tendo em conta a indústria em que se inserem. Em termos de liquidez corrente, ou seja, capacidade de fazer face às responsabilidades de curto prazo, o resultado apresentado é superior a 1 (1,51) o que significa que as empresas apresentam uma situação financeira de curto prazo favorável.

Comparando os valores presentes nas Tabelas 3 e 4, verifica-se que os resultados obtidos em termos de média e mediana para as SRSE são superiores às NRSE, tendo em conta as variáveis dependentes.

Relativamente às restantes variáveis, o rácio de endividamento é superior para as SRSE em comparação com as NRSE em, aproximadamente, 4 pontos percentuais (61,6% para as SRSE e 57,3% para as NRSE). Relativamente ao impacto a nível ambiental, as SRSE em média, apresentam valores superiores no que diz respeito ao baixo impacto, valores inferiores de impacto médio e valores inferiores de elevado impacto, comparativamente às NRSE sugerindo assim, que as SRSE apresentam uma preocupação ambiental acrescida em comparação com as NRSE.

4.2. *Teste de igualdade de médias*

Foi realizado um teste de igualdade de médias das variáveis dependentes *ROE*, *ROA* e *Tobin's Q*, utilizando o teste-t para amostras independentes. Os resultados obtidos encontram-se expressos no Anexo 3.

A hipótese nula de que a média das SRSE é igual à das NRSE rejeita-se, visto que os resultados sugerem que existe evidência estatística suficiente para afirmar que as médias são diferentes entre ambas, pois o *p-value* é de 0,000 em todas as variáveis dependentes. Assim, é possível constatar que as SRSE apresentam, em média, valores superiores às NRSE nas variáveis *ROE*, *ROA* e *Tobin's Q*, o que significa que, em média, as SRSE apresentam um PFE superior em comparação com as NRSE.

4.3. *Matriz de correlação de Pearson*

A correlação existente entre as diferentes variáveis utilizadas no estudo encontra-se presente no Anexo 4. Pode constatar-se que, na sua maioria, as variáveis não apresentam correlações fortes entre si e são estatisticamente significativas a 1% com

exceção da correlação das variáveis *Leverage* e *LowImpact* que são estatisticamente significativas a 5%. Relativamente às variáveis *Country* e RSE, existe uma correlação acentuada de aproximadamente -0,567, sendo que pode-se concluir que as empresas que pertencem a países com níveis baixos de desenvolvimento económico apresentam valores inferiores de RSE.

As variáveis dependentes *ROE*, *ROA* e *Tobin's Q.*, estão correlacionadas positivamente com a variável independente RSE sugerindo que as empresas que aumentem a RSE então também aumentarão o PFE. Relativamente às variáveis de controlo *Size*, *Low Impact*, *Country* e *Financial Slack*, estas relacionam-se positivamente com as variáveis dependentes sugerindo que empresas com valores superiores de PFE apresentam valores superiores do ativo, têm impactos ambientais baixos, pertencem a países com elevado desenvolvimento económico e apresentam valores superiores de liquidez. Por outro lado, as variáveis dependentes correlacionam-se negativamente com *Leverage*, *Medium Impact* e *High Impact*, significando que empresas com valores elevados de endividamento e maior impacto a nível ambiental apresentam valores inferiores de PFE.

Foi feito um teste à multicolinearidade através do cálculo dos *Variance Inflation Factors* ou Fator da Inflação da Variância (*VIF*). O Anexo 5 evidencia os valores obtidos onde se pode verificar que no modelo não existe multicolinearidade pois os valores são inferiores a 10 (Montgomery et al., 2006).

4.4. *Relação entre RSE e nível de desempenho*

Foram estimadas três regressões lineares. Os principais resultados das estimativas dos coeficientes das regressões lineares dos modelos empíricos em estudo são apresentados na Tabela 5:

Tabela 5 - Resultados obtidos nos modelos de regressão linear

	Sinal esperado	Modelo 1 <i>ROE</i>	Modelo 2 <i>ROA</i>	Modelo 3 <i>Tobin's Q.</i>
β_0		0,145*** (3,678)	0,097*** (6,457)	3,149*** (17,341)
RSE	+	0,008** (1,068)	0,004** (1,361)	0,061** (2,479)
Size	+	0,017*** (3,384)	0,004* (1,861)	0,278*** (11,502)
Leverage	-	-0,019** (-0,988)	-0,104*** (-10,783)	-1,359*** (-14,303)
Low Impact	?	0,051*** (9,682)	0,016*** (6,807)	0,179*** (6,387)
Medium Impact	?	-0,049*** (-8,519)	-0,015*** (-6,055)	-0,137*** (-4,882)
High Impact	?	-0,052*** (-7,767)	-0,017*** (-6,255)	-0,241*** (-7,882)
Country	+	0,054*** (8,851)	0,019*** (7,288)	0,226*** (8,632)
Financial Slack	+	0,000** (0,103)	0,002** (0,933)	0,0353** (1,969)
N° Obs.		2660	2660	2660
R ²		0,130	0,179	0,313
F-statistic		51,05	67,65	126,60
p-value (F-statistics)		0,000	0,000	0,000

Nota: *, ** e *** significância estatística a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Pode-se verificar que os modelos são válidos na explicação das medidas *ROE*, *ROA* e *Tobin's Q* pois o *p-value* da estatística F é igual a 0,000 nos três modelos apresentados o que significa que a hipótese de nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis independentes pode ser rejeitada.

Relativamente à variável independente RSE, a mesma apresenta valores positivos para todos os modelos, sugerindo que as empresas que apresentam uma maior RSE apresentam um maior PFE, e estaticamente significativos como se pode

observar pelos valores do *p-value*. Este aspeto é mais visível no modelo 3, visto que o coeficiente apresenta um valor superior.

No que diz respeito às variáveis de controlo, a maioria apresenta coeficientes estatisticamente significativos a 1% à exceção da variável *Leverage* e *Financial Slack* no modelo 1 que é estatisticamente significativo a 5%, *Size* e *Financial Slack* no modelo 2 que é significativa estatisticamente apenas a 10% e 5%, respetivamente, e *Financial Slack* no modelo 3 que apresenta um valor estatisticamente significativo a 5%. O sinal esperado para todas as variáveis também se confirma. Desta forma, a variável *Size* apresenta um coeficiente positivo para todos os modelos o que significa que, assumindo que tudo o resto se mantém constante, o aumento desta resulta num aumento do PFE. A variável *Leverage* apresenta um coeficiente negativo em todos os modelos, o que significa que quanto maior o endividamento das empresas, maior o nível de alavancagem e consequentemente menor o PFE. Conclusão que confirma o que Capon et al. (1990) e Waddock & Graves (1997) confirmaram. Tendo em conta a indústria em que as empresas estão inseridas e o impacto que as mesmas provocam a níveis ambientais e sociais, pode-se afirmar que a variável *Low Impact* apresenta um coeficiente positivo para ambos os modelos e as variáveis *Medium Impact* e *High Impact* apresentam coeficientes negativos, significando que um aumento de 1% destas variáveis resulta num aumento de 5,1% para o *ROE*, 1,6% para o *ROA* e 17,9% para o *Tobin's Q* tendo em conta o baixo impacto da indústria e uma diminuição de 4,9% e 5,2% para o *ROE*, 1,5% e 1,7% para o *ROA* e 13,7% e 24,1%

para o *Tobins's Q* para o médio e alto impacto da indústria, respetivamente, mantendo tudo o resto contante. Relativamente à variável *Country*, a mesma apresenta um coeficiente positivo significando que os países com maior nível de desenvolvimento económico apresentam um maior PFE, para os três modelos em estudo. Por fim, a variável *Financial Slack* apresenta, também, um coeficiente positivo para todos os modelos em estudo, sendo que as empresas com valores maiores de fundo de maneio apresentam um maior PFE. Mantendo todos os fatores constantes e aumentando em 1% os valores da variável, temos um aumento de 0,0% da variável *ROE* no primeiro modelo, 0,2% na variável *ROA* no segundo modelo e 3,5% para a variável *Tobin's Q* para o último modelo.

Relativamente ao coeficiente de determinação o mesmo indica que 13,0% da variação total da variável *ROE* é explicada pelo modelo, 17,9% da variação total da variável *ROA* é explicada pelas variáveis de controlo e variável independente assim como 31,3% da variação total da variável *Tobin's Q* é explicada pelo modelo, sendo o terceiro modelo o que apresenta maior valor em termos do R^2 , o que vai de encontro ao estudo de Martí et al. (2015).

Tendo em conta os resultados obtidos para cada uma das variáveis em estudo assim como a confirmação do sinal esperado das mesmas, a hipótese H_1 de que as empresas que prosseguem políticas baseadas na RSE apresentam um maior PFE em comparação com aquelas que não o fazem, pode-se dizer que os resultados suportam a hipótese, uma vez que o aumento desta variável, para os três modelos, transforma-se no aumento do PFE como esperado.

4.5. Impacto da crise financeira no PFE

Na Tabela 6 são apresentados os resultados obtidos nas regressões lineares com a utilização das variáveis *Crise* e *Crise*RSE* com o objetivo de analisar o impacto da crise financeira no PFE e assim dar resposta à hipótese H₂. Optou-se por não apresentar os resultados para as restantes variáveis apenas para simplificar.

Tabela 6 - Resultados obtidos nos modelos de regressão linear com as variáveis Crise

	Modelo 1 <i>ROE</i>	Modelo 2 <i>ROA</i>	Modelo 3 <i>Tobin's Q.</i>
β_0	0,171*** (4,354)	0,107*** (7,205)	3,374*** (18,644)
RSE	0,051*** (5,213)	0,016*** (4,634)	0,132** (3,649)
<i>Crise</i>	-0,034*** (-6,512)	-0,012*** (-5,351)	-0,241*** (-8,116)
<i>Crise*RSE</i>	0,072*** (5,7969)	0,020*** (4,680)	0,114*** (2,595)
Restantes variáveis de controlo incluídas	Incluídas	Incluídas	Incluídas
Nº Obs.	2660	2660	2660
R ²	0,145	0,188	0,335

Existe evidência estatística de que nos anos de crise as empresas que SRSE apresentam um PFE superior em comparação com as NRSE, uma vez que o coeficiente da variável interação *Crise*RSE* é positivo e estatisticamente significativo para os três modelos estudados. Assim, mantendo todos os restantes fatores constantes, nos anos de crise financeira constata-se que o *ROE* das SRSE é superior, em média, 0,072 que as NRSE, o *ROA* é superior em 0,020 e a variável *Tobin's Q* é superior em 0,114 unidades tendo em conta as SRSE em comparação com as NRSE. A variável *Crise* apresenta um coeficiente negativo e

estatisticamente significativo em todos os modelos, sugerindo que as NRSE nos anos afetados pela crise financeira apresentaram uma diminuição do PFE. Relativamente às SRSE estas apresentaram, para o modelo 1, em média, um aumento de 0,038 unidades (0,072-0,034) nos anos de crise financeira, para o modelo 2 um aumento de 0,008 unidades (0,020-0,012) sendo que no terceiro modelo essa diminuição foi de 0,127 (0,114-0,241).

Tendo em conta a hipótese H_2 , de que durante o período de crise financeira o PFE que prosseguem políticas baseadas na RSE sofre menos impactos negativos em comparação com aquelas que não o fazem, é possível concluir que os resultados suportam a hipótese uma vez que o PFE das SRSE teve uma diminuição inferior em comparação com as NRSE no período de 2009 a 2013. Obtêm-se assim resultados idênticos ao estudo feito por Ducassy (2013) que concluiu que com o início da crise financeira do *subprime* (2007) a relação positiva entre a PFE e a RSE foi desaparecendo mas tendo em conta as empresas que implementavam estratégias de RSE em comparação com as que não o faziam, as primeiras continuaram a apresentar valores superiores de PFE neste período, o que acontece também com os resultados obtidos para o período de 2009-2013.

5. Conclusões

5.1. Principais Conclusões e Contribuições

As empresas que prosseguem políticas baseadas na responsabilidade social das empresas têm vindo a perceber que é de elevada importância contruir e proteger a reputação por elas contruída através da utilização de políticas baseadas na responsabilidade social das empresas deixando para trás a ideia da empresa tradicional apenas orientada para o desempenho financeiro.

Este estudo foi realizado com o objetivo de perceber se as empresas que prosseguem políticas baseadas na responsabilidade social apresentam um desempenho financeiro superior em comparação com as que não o fazem e como se comportam os resultados no período de crise financeira (2009-2013). Segundo Mota e Dinis (2005), as empresas que apresentam um bom relacionamento com a sociedade na medida em que as atividades por si exercidas vão de encontro a uma melhoria na qualidade de vida e do meio ambiente, são melhor aceites e conseqüentemente beneficiadas em prol das restantes.

Os resultados obtidos, sugerem que em média, as empresas que prosseguem políticas baseadas na responsabilidade social das empresas apresentam valores superiores de desempenho financeiro em relação às empresas que não prosseguem estas políticas, resultado de uma relação positiva e estatisticamente positiva, o que vai de encontro aos estudos de Griffin (2000), Orlitzky et al. (2003) e Margolis & Walsh, (2003). Também se concluiu que, quando introduzida as variáveis *Crise* e *Crise*RSE*, as empresas que prosseguem políticas baseadas na responsabilidade social das empresas continuavam a apresentar valores superiores de desempenho financeiro em comparação com aquelas que não o fazem, o que vai de encontro ao estudo de Marti et al. (2015).

Este estudo contribui para a literatura existente sobre a temática da responsabilidade social e o desempenho financeiro das empresas, oferecendo uma visão geral sobre os aspetos positivos de “apostar” em políticas ligadas à responsabilidade social e os benefícios que daí possam advir.

5.2. *Limitações do Estudo*

O presente estudo tem limitações que podem ser tidas em conta em investigações futuras. Uma das principais limitações do estudo resultou da base de dados utilizada, pois não foi possível que a empresa que gere esta base de dados (*STOXX Limited*) facultasse a informação para todos os anos do estudo pois apenas estava disponível para inscritos no portal mediante um valor monetário, ou seja, apenas consegui retirar a informação que se encontrava no *site* referente ao ano atual assumindo assim que as empresas que pertencem a este ano pertenciam também nos anos anteriores de igual modo.

Outra das limitações resultou do número muito baixo de empresas em estudo, apenas 266, devido a todas as exclusões que foram feitas, o que faz com que não seja possível a generalização dos resultados sem estudos mais aprofundados.

A terceira limitação considerada no estudo resultou da falta de informação para algumas variáveis, tais como *R&D* utilizada no estudo de Marti et al. (2015), que fez com que não fosse possível considerá-la no estudo pois assim seria necessário encurtar o número de empresas para um valor inferior a 266.

5.3. *Investigação Futura*

Seria de elevado interesse que este tema fosse abordado de uma forma mais aprofundada, pois além de ser um assunto atual, acredito que tem vindo a ganhar uma enorme importância com o passar dos tempos, mediante a utilização de outro tipo de variáveis que trouxessem um valor acrescentado ao estudo, tais como *R&D* que segundo

os autores McWilliams & Siegel (2000) a sua não utilização pode conduzir a uma sobreavaliação do impacto da responsabilidade social no desempenho financeiro, assim como um número superior de empresas analisadas que incluísse um número superior de sectores de atividade.

Também seria de elevado interesse incluir empresas fora da Europa com o objetivo de perceber se os resultados teriam um comportamento idêntico ou não e quais as diferenças.

Por fim, deixo aqui uma sugestão de um tema, que se encontra dentro desta vertente e que também poderia vir a ser de grande interesse o seu estudo:

Serão as empresas que utilizam energias renováveis mais rentáveis do que aquelas que não o fazem?

6. Referências Bibliográficas

- Alexander, GJ. & Buchholz, R.A., 1978. Corporate social responsibility and stock market performance. *Academy of Management Journal*, 21(3), pp.479-486.
- Aupperle, K. E., A. B. Carroll & J. D. Hatfield, 1985. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28(2), pp.446-463.
- Berman, S., Wicks, A. C., Kotha, S. & Jones, T. M., 1999. Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42(5), pp.488-506.
- Brammer, S. & Pavelin, S., (2006). Voluntary environmental disclosures by large UK companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, pp.1168-1188.
- Butler, J., S. Henderson & Raiborn, C., 2011. Sustainability and the balanced scorecard: Integrating green measures into business reporting. *Management Accounting Quarterly*, 12(2), pp.1-10.
- Callan, S.J. & Thomas, J.M., 2009. Corporate financial performance and corporate social performance: An update and reinvestigation. *Corporate social responsibility and environmental management*, 16, pp.61-78.
- Capon, N., Farley, J. & Hoenig, S., 1990. Determinants of financial performance: A meta-analysis. *Management Science*, 36, pp.1143-1159.
- Carroll, A. B., 1999. Corporate social responsibility - evolution of a definitional construct. *Business and Society*, 38, pp.268-295.
- Carroll, Archie B. & Shabana, Kareem M., 2010) The business case for corporate social responsibility: a review of concepts, research and practice. *International Journal of Management Reviews*, 12, pp.85.

- Chen, H. & Wang, X., 2011. Corporate social responsibility and corporate financial performance in China: An empirical research from Chinese firms. *Corporate Governance II*, pp.361-370.
- Choi, J.S., Kwak, Y.N. & Choe, C., 2010. Corporate social responsibility and corporate financial performance: Evidence from Korea. *Australian Journal of Management*, 35, pp.291-311.
- Danciu, V., 2013. The sustainable company: new challenges and strategies for more sustainability. *Theoretical and applied economics*, 9, pp.7-26.
- Davidson & Woorell, 1990. A comparison and test of the use of accounting and stock market data in relating corporate social responsibility and financial performance. *Akron Business and Economic Review*, 21, pp.7-19.
- Ducassy, I., 2013. Does corporate social responsibility pay off in times of crisis? An alternative perspective on the relationship between financial and corporate social performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20, pp.157-167.
- Eccles, R., Ioannou, I. & Serafeim G., 2012. Is sustainability now the key to corporate success? *The guardian/Guardian sustainable business*.
- Freeman, R. E., 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press, 2010.
- Friedman, M., 1962. *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press, 2009.
- Frooman, J., 1997. Socially irresponsible and illegal behavior and shareholder wealth. *Business and Society*, 36(3), pp.221-249.

- Gallo, P. & Christensen, L. J., 2011. Firm size matters: an empirical investigation of organizational size and ownership on sustainability-related behaviors. *Business & Society*, 50, pp.315-349.
- Gentry, R. J. & Shen, W., 2010. The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: How strong is it? *Journal of Managerial Issues*, 17(22), pp.514-530.
- Gössling, T. & Vocht, C., 2007. Social role conceptions and CSR policy success. *Journal of business ethics*, 47(4), pp.363-372.
- Griffin, J. J., 2000. Corporate social performance: Research directions for the 21st century. *Business and society*, 39(4), pp.479-491.
- Griffin, J. J. & Mahon, J. F., 1997. The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business and society*, 36(1), pp.5-31.
- Haddock, J., 2005. Consumer influence on internet-based corporate communication of environmental activities: the UK food sector. *British Food Journal*, 107, pp.792-805.
- Ho, F., Wang, H. & Vitell, S., 2012. A global analysis of corporate social performance: The effects of cultural and geographic environments. *Journal of Business Ethics*, 107, pp.423-233.
- Inoue, Yuhei & Lee, Seoki, 2011. Effects of different dimensions of corporate social responsibility on corporate financial performance in tourism-related industries. *Tourism Management*, 32, pp.790-804.

- Ioannou, I. & Serafeim, 2012. What drives corporate social performance? International evidence from social, environmental and governance scores. *Journal of International Business Studies*, 43, pp.834-864.
- Jenkins, H., 2006. Small business champions for corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 67(3), pp.241-256.
- Kang, K. H., Lee, S., & Huh, C. 2010. Impacts of positive and negative corporate social responsibility activities on company performance in the tourism industry. *International journal of hospitality management*, 29(1), pp.72-82.
- Kurucz, E. Colbert, B., & Wheeler, D., 2008. The business case for corporate social responsibility. In Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J. and Siegel, D. (eds), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford: Oxford University Press, pp.83-112.
- Lee, S., & Park, S. 2009. Do socially responsible activities help hotels and casinos achieve their financial goals? *International journal of hospitality management* 28, pp.105-112.
- Makni, R., Francoeur, C. & Bellavance, F., 2009. Causality between corporate social performance and financial performance: Evidence from Canadian firms. *Journal of Business Ethics*, 89, pp.409-422.
- Margolis, J. D. & Walsh, J. P., 2003. Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative science quarterly*, 48(2), pp.268-305.
- Marti, C. P., Rovira-Val, M. R. & Drescher, Lisa G. J., 2015. Are firms that contribute to sustainable development better financially? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22, pp.305-319.

- McWilliams, A., & Siegel, D., 2000. Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21, pp.603-609.
- McWilliams, A., Siegel, D., & Wright, P. M., 2006. Guest editors introduction - corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43, pp.1-18.
- Mia, Parvez & Mamun, Abdullah Al, 2011. Corporate social disclosure during the global financial crisis. *International journal of economics and finance*, 3(6), pp.174-187.
- Montgomery, D. Peck, C. E. A. & Vining, G. G., 2006. *Introduction to linear regression analysis*. New York, 612p, John, Wiley and Sons, Inc.
- Mota, G. e Dinis, E., 2005. Responsabilidade social das empresas. *Revista da Faculdade de Ciência e Tecnologia Numero 2*, pp.249-259.
- Myers, S. & Majluf, N., 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp.187-221.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L. & Rynes, S. L., 2003. Corporate social and financial performance: A meta analysis. *Organization Studies*, 24(3), pp.403-441.
- Orlitzky, M., Siegel, D., & Waldman, D. A., 2011. Strategic corporate social responsibility and environmental sustainability. *Business & Society*, 50, pp.6-27.
- Parsa, S. & Kouhy, 2008. Social reporting by companies listed on the alternative investment market. *Journal of Business Ethics*, 79, pp.345-360.
- Pivato, S., Misani, N. & Tencati, A., 2008. The impact of corporate social responsibility on consumer trust: the case of organic food. *Business Ethics: A European Review*, 17, pp.3-12.

Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future. (1987).

Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J. & Paul, K., 2001. An empirical investigation of relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of business ethics*, 32(2), pp.143-156.

Smith, J., Adhekari, A. & Tondka, R. H., 2005. Exploring differences in social disclosures internationally: A stakeholder perspective. *Journal of accounting and public policy*, 24, pp.123-151.

Smith, N., 2003. Corporate social responsibility: wether or how? *California Management Review*, 45, pp.52-76.

Stanwick, A. & Stanwick, D., 1998. The relationship between corporate social performance, and organizational size, financial performance, and environmental performance: An empirical examination. *Journal of Business Ethics*, 17, pp.195-204.

STOXX Index Methodology Guide (Portfolio Based Indices). (Fevereiro de 2017).

Teoh, S.H. & Shiu, G.Y., 1990. Attitude towards corporate social responsibility and perceived importance of social responsibility information characteristics in a decision context. *Journal of Business Ethics*, 9, pp.71-77.

Tsoutsoura, Margarita, 2004. Corporate social responsibility and financial performance. Oxford University Press, 2008

Ullman, A. H., 1985. Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms. *Academy of management review*, 10(3), pp.540-557.

Waddock, S.A. & Graves, S.B., 1997. The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18, pp.303-319.

World Business Council for sustainable development. (2002:9). *Sustainable development reporting – Striking the balance*. Obtido de <http://wbcsdpublications.org/project/sustainable-development-reporting-striking-the-balance/>

Yu, Seungwon & Lee, Namryoung, 2016. Financial Crisis, Politically Connected CEOs, and the Performance of State-Owned Enterprises: Evidence from Korea. *Emerging Markets Finance & Trade*, 52, pp.2087–2099.

7. Anexos

Anexo 1 - Sector indústria

<i>Sector</i>	<i>Nome</i>	<i>Quantidade</i>	<i>Percentagem</i>
21	Indústrias extrativas	11	4%
22	Utilitários	0	0%
23	Construção	9	3%
31 a 33	Industrial	53	20%
44 e 45	Comércio a retalho	20	8%
48 e 49	Transportes	11	4%
51	Informação	25	9%
53	Imobiliário	6	2%
54	Serviços profissionais, científicos e técnicos	85	32%
56	Serviços administrativos, suporte e gestão de resíduos	3	1%
62	Cuidados de saúde e assistência social	1	0%
71	Arte, entretenimento e recreação	4	2%
72	Hotelaria e restauração	4	2%
81	Outros serviços	34	13%
	Total	266	100%

Anexo 2 - Países

<i>ISO Code</i>	<i>País</i>	<i>Quantidade</i>	<i>Percentagem</i>
GB	Reino Unido	84	32%
FR	França	50	19%
DE	Alemanha	36	14%
SE	Suécia	17	6%
CH	Suíça	17	6%
ES	Espanha	14	5%
DK	Dinamarca	12	5%
FI	Finlândia	10	4%
NL	Países Baixos	8	3%
BE	Bélgica	4	2%
NO	Noruega	4	2%
IT	Itália	3	1%
PT	Portugal	3	1%
AT	Áustria	2	1%
IE	Irlanda	2	1%
	Total	266	100%

Anexo 3 - Teste-t e igualdade de médias

Empresas	Obs	Média ROE	Média ROA	Média <i>Tobin's Q.</i>
SRSE	740	0,156	0,061	1,073
NRSE	1920	0,099	0,037	0,724
t		-9,094	-10,603	-13,684
Graus de Liberdade		1214	1646	1933
<i>p-value</i>		<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>

Anexo 4 - Matriz de correlação de *Pearson*

	<i>ROE</i>	<i>ROA</i>	<i>TOBIN'S Q</i>	<i>RSE</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEVERAGE</i>	<i>LOW IMPACT</i>	<i>MEDIUM IMPACT</i>	<i>HIGH IMPACT</i>	<i>COUNTRY</i>	<i>FINANCIAL SLACK</i>
<i>ROE</i>	1										
<i>ROA</i>	0.725***	1									
<i>TOBIN'S Q</i>	0.425***	0.525***	1								
<i>RSE</i>	0.183***	0.184***	0.221***	1							
<i>SIZE</i>	0.160***	0.197***	0.391***	0.129***	1						
<i>LEVERAGE</i>	-0.061***	-0.319***	-0.407***	0.122***	0.325***	1					
<i>LOW IMPACT</i>	0.055***	0.025	0.018	0.242***	-0.031	0.040**	1				
<i>MEDIUM IMPACT</i>	-0.150***	-0.129***	-0.142***	-0.294***	-0.188***	-0.074***	-0.264***	1			
<i>HIGH IMPACT</i>	-0.147***	-0.109***	-0.137***	-0.182***	0.013	0.053***	-0.224***	-0.223***	1		
<i>COUNTRY</i>	0.272***	0.242***	0.294***	-0.567***	-0.216***	-0.075***	-0.208***	0.195***	0.324***	1	
<i>FINANCIAL SLACK</i>	0.067***	0.186***	0.251***	-0.069***	-0.229***	-0.427***	-0.056***	0.136***	0.020	0.108***	1

Nota: *, ** e *** significância estatística a 10%, 5% e a 1%, respetivamente

Anexo 5 - VIF das variáveis independentes

Variáveis	VIF	1/VIF	Variáveis	VIF	1/VIF
<i>RSE_{i,t}</i>	1,60	0,627	<i>MEDIUM IMPACT_{i,t}</i>	1,37	0,729
<i>SIZE_{i,t}</i>	1,22	0,820	<i>HIGH IMPACT_{i,t}</i>	1,34	0,746
<i>LEVERAGE_{i,t}</i>	1,34	0,746	<i>COUNTRY_{i,t}</i>	1,67	0,597
<i>LOW IMPACT_{i,t}</i>	1,21	0,823	FINANCIAL SLACK _{i,t}	1,26	0,794