

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO DO RELATO DE RESPONSABILIDADE SOCIAL
EMPRESARIAL NO DESEMPENHO FINANCEIRO E CUSTO DA DÍVIDA**

MARIA LEONOR PEREIRA TELES

OUTUBRO 2019

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO DO RELATO DE RESPONSABILIDADE SOCIAL
EMPRESARIAL NO DESEMPENHO FINANCEIRO E CUSTO DA DÍVIDA**

MARIA LEONOR PEREIRA TELES

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA CRISTINA BELMIRA GAIO MARTINS DA SILVA

OUTUBRO 2019

Resumo

O objetivo do presente trabalho final de mestrado passa por investigar a associação entre o relato de responsabilidade social empresarial de acordo com um *framework* com reconhecimento mundial, Global Reporting Initiative (GRI), no desempenho financeiro e custo da dívida, através da utilização de indicadores contabilísticos. O estudo teve por base empresas cotadas e não cotadas, da indústria do turismo e lazer, observadas por um período temporal compreendido entre 2014 e 2018. Foi recolhida uma amostra da BD Amadeus de Bureau Van Dijk, constituída por um subconjunto de 83 observações empresa-ano presentes no *site* do GRI, correspondentes a 30 empresas, e 1.198 observações empresa-ano não presentes no *site* do GRI, correspondentes a 390 empresas. No total, as empresas estão distribuídas por 10 setores de atividade e 22 países. Para a formulação dos modelos, como indicadores de desempenho financeiro são utilizados os indicadores *Return on Equity* (ROE), *Return on Assets* (ROA) e *Return on Sales* (ROS), o primeiro medido através do Resultado Líquido e os últimos através do Resultado Operacional e, ainda, no custo contabilístico da dívida. Os resultados sugerem que as empresas que divulgam um relatório de responsabilidade social publicado no *site* do GRI não verificam níveis de rentabilidade superiores nem níveis de custo da dívida inferiores em comparação com as empresas que não divulgam um relatório de responsabilidade social no *site* do GRI.

Palavras-chave: Responsabilidade social empresarial, desempenho financeiro, custo da dívida, Global Reporting Initiative

Abstract

The purpose of the present master's thesis is to investigate the association between social responsibility reporting that follows a worldwide recognized framework, Global Reporting Initiative (GRI), and financial performance and cost of debt, measured by accounting indicators. This study consists in the analysis of listed and non-listed companies, from the tourism and leisure activity sector, based on a time period between 2014 and 2018. The sample was collected from Amadeus database of Bureau Van Dijk and comprise a subsample of 83 firm-year observations belonging to the GRI's website, corresponding to 93 companies, and 1.198 firm-year observations not belonging to the GRI's website, corresponding to 390 companies. Finally, the sample's companies are distributed across 10 different activity sectors and 22 countries. For the model construction, the financial performance indicators are Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA) e Return on Sales (ROS), the first indicator measured by net income, and the last two indicators measured by operating profit and, in addition, the accounting cost of debt. The results show that companies that disclose a social responsibility report published in GRI's website do not verify either superior significant profitability or inferior cost of debt when compared to companies that do not disclose a social responsibility report published in GRI's website.

Keywords: Corporate social responsibility, financial performance, cost of debt, Global Reporting Initiative

Agradecimentos

Agradeço à Professora Cristina Gaio por ter partilhado comigo muito do seu tempo, atenção e conhecimento.

Agradeço ao Professor Tiago Gonçalves, pela disponibilidade em ir ao encontro de muitas das minhas inseguranças.

Agradeço a todos os Professores do mestrado que se dedicaram a construir o mestrado de excelência que frequentei.

Agradeço à minha avó, aos meus pais, aos meus irmãos e ao Pedro, que sempre me apoiaram e compreenderam.

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis em estudo para o total da amostra.....	27
Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis em estudo para a amostra de empresas <i>Lista_GRI=1</i>	28
Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis em estudo para a amostra de empresas <i>Lista_GRI=0</i>	29
Tabela 4 - Resultados obtidos nos modelos de regressão linear de rentabilidade	31
Tabela 5 - Resultados obtidos nos modelos de regressão linear do custo da dívida.....	32
Tabela 6 - Teste não paramétrico Wilcoxon rank-sum (Mann Whitney)	33

Lista de Anexos

Anexo 1 - Revisão da literatura: Relação entre o desempenho e relato de RSE e o desempenho financeiro	46
Anexo 2 - Revisão da literatura: Relação entre o desempenho e relato de RSE e o custo da dívida	47
Anexo 3 - Processo de seleção do subconjunto de empresas Lista_GRI=1	47
Anexo 4 - Composição da amostra por setor de atividade	47
Anexo 5 - Composição da amostra por país	48
Anexo 6 - Composição da amostra por ano.....	48
Anexo 7 - Descrição das variáveis e medidas utilizadas	49

Lista de Abreviaturas

BD	Base de dados
RSE	Responsabilidade social empresarial
DF	Desempenho financeiro
ROE	<i>Return on equity</i>
ROA	<i>Return on assets</i>
ROS	<i>Return on sales</i>
TBL	<i>Triple bottom line</i>
GRI	Global Reporting Initiative
CD	Custo da dívida
CE	Comissão Europeia
OMT	Organização Mundial do Turismo
ONU	Organização das Nações Unidas
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
EU	União Europeia
ONG	Organizações Não-Governamentais
VIF	<i>Variance inflation factors</i>

Índice

Resumo	I
Abstract	II
Agradecimentos	III
Lista de Tabelas	IV
Lista de Anexos	V
Lista de Abreviaturas	VI
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	4
2.1 Responsabilidade e sustentabilidade empresarial	4
2.1.1 Responsabilidade e sustentabilidade empresarial no turismo	6
2.2 Relato empresarial voluntário	8
2.3 O relato de RSE, motivações e benefícios	8
2.4 Global Reporting Initiative	13
2.5 Relação entre o relato de RSE e o desempenho financeiro	14
2.6 Relação entre o relato de RSE e o custo da dívida	17
3. Metodologia de investigação	21
3.1 Amostra e recolha de dados	21
3.2 Variáveis	23
3.2.1 Medidas de desempenho financeiro e custo da dívida	23
3.2.2 Medida de relato de RSE	24
3.2.3 Variáveis de controlo	24
3.3 Metodologia	26
4. Análise de dados	27
4.1 Estatísticas descritivas	27
4.2 Matriz de correlação	29
4.3 Resultados modelos de regressão	30
4.4 Análise de robustez	33
5. Conclusões	34
Referências Bibliográficas	36

1. Introdução

Com a globalização, o aumento da competitividade e a crescente atenção ao papel das empresas na sociedade, o contexto em que as empresas operam altera-se a um ritmo crescente (Dahlsrud, 2008), tornando prioritário para as empresas criar valor no longo prazo (López et al., 2007). Atualmente, o sucesso dos negócios define-se pela integração de conceitos como a qualidade, a gestão ambiental, a reputação da marca, a lealdade dos clientes, a ética empresarial e a retenção de talentos. Alinhado a estes conceitos, surge a adoção de práticas de desenvolvimento sustentável que, segundo alguns autores, confere às empresas vantagens competitivas em relação às empresas que não o fazem (López et al., 2007).

A sociedade tem na última década começado a exigir que as organizações adotem medidas de desenvolvimento sustentável, desvalorizando a teoria clássica da economia, de que o único interesse da empresa passa pela maximização do lucro para os *shareholders*, por contrapartida de uma valorização das necessidades de um conjunto mais abrangente de *stakeholders* (López et al., 2007). Casos como o colapso da Enron, o escândalo das operações da Shell na Nigéria ou o uso de mão-de-obra infantil nas fábricas Asiáticas da Nike, alertaram para a importância da sustentabilidade empresarial em diferentes dimensões e relevaram, no sentido da teoria da economia ética, que as práticas imorais levadas a cabo pelas empresas, motivadas unicamente por interesses económicos, podem resultar na falência do mercado (Stoddard et al., 2012).

Também a recente crise económica global alertou para as imperfeições do mercado e para a necessidade de questionar os objetivos financeiros como o orientador exclusivo da conduta empresarial. Sejam o Estado e os cidadãos os garantes do funcionamento do sistema de mercado, e do qual as empresas dependem, espera-se que as empresas intervenham na sociedade perante ameaças irresolúveis pelos governos, conservando, no entanto, a capacidade de obter retornos financeiros. Assim, os cidadãos e a comunidade não devem apelar exclusivamente aos retornos financeiros empresariais para mobilizar o envolvimento das empresas na sociedade e os *shareholders* não devem recorrer aos custos financeiros para negar esse apoio, impondo-se a necessidade de valorizar e compatibilizar a função económica e os esforços empresariais na resolução de problemas sociais (Margolis et al., 2011). A responsabilidade Social Empresarial (RSE) passou a integrar a estratégia empresarial no sentido de priorizar práticas de RSE a que se associam um impacto

financeiro positivo (Garay & Font, 2012) e projetos que produzam o maior benefício social ao menor custo possível para a empresa (Husted, 2003). A criação de valor passa assim pela integração dos interesses económicos da empresa com as necessidades de um conjunto mais alargado de *stakeholders*, as quais incluem os interesses de sustentabilidade (López et al., 2007). A literatura polariza-se entre o argumento de que a RSE implica uma deslocação de recursos escassos, que acarreta custos adicionais para a empresa e, o argumento de que a RSE constitui uma ferramenta de gestão estratégica, que permite a criação de valor tangível e intangível (Magnanelli, 2017).

Subjacente ao conceito de desenvolvimento sustentável e sustentabilidade surgiu, nos anos 90, uma nova contabilização e filosofia empresarial, que considera não somente o impacto das empresas, através de indicadores económicos tradicionais de “*bottom line*”, mas utiliza também indicadores de avaliação do impacto empresarial nas dimensões ambiental e social, introduzindo-se o conceito de “*triple bottom line*” (TBL), popularizado por John Elkington. O TBL é assim uma medida de desempenho empresarial que considera a avaliação do impacto empresarial nas dimensões económica, social e ambiental e que requiere a divulgação dos indicadores que lhe estão associados (Stoddard et al., 2012). Um crescente número de organizações tem assim direcionado a atenção e alocação de recursos às atividades (Magnanelli, 2017) e divulgação de informação de RSE. O aumento no número de relatórios de RSE divulgados (KPMG, 2017), embora os custos associados à recolha, análise e relato da informação, levam a questionar por que razão as empresas divulgam voluntariamente informação. A acompanhar esta tendência, um conjunto de organizações, de entre as quais o Global Reporting Initiative (GRI), têm atuado através do desenvolvimento de *guidelines* que orientam as empresas na divulgação de informação útil aos *stakeholders*. Atualmente, os esforços passam pela consideração das especificidades dos setores no relato de RSE, por forma a aumentar a comparabilidade.

Partindo da teoria dos *stakeholders*, numa vertente instrumental (Donaldson & Preston, 1995), o propósito deste trabalho prende-se com a compreensão da relação entre o relato de RSE e o desempenho financeiro (DF) e o custo da dívida (CD) das empresas, através de uma análise restrita à indústria do turismo. Estendendo a abordagem da literatura, que se tende a focar, maioritariamente, na associação e relação de causalidade entre o desempenho de RSE e o DF e o CD, em empresas cotadas, neste estudo procura-se aferir se as empresas que divulgam um relatório de RSE no *site* do GRI verificam um CD mais baixo e um DF

(medido pelo *return on equity*, *return on assets* e *return on sales*) superior. Contabilizando os interesses dos múltiplos *stakeholders*, no sentido de reduzir o risco, sobretudo perante os bancos, e desenvolver vantagens competitivas, quer correspondendo com as expectativas e interesses dos *shareholders*, quer com as expectativas e interesses dos consumidores e da sociedade, espera-se que o relato de RSE se reflita de forma positiva no DF e no CD das empresas, permitindo-lhes criar valor superior às restantes empresas que não se envolvem na RSE. De forma a aumentar a comparabilidade e remetendo para uma indústria em crescimento e no qual a sustentabilidade do ambiente social e físico é indissociável do sucesso do negócio (Kasim, 2006), este estudo foca-se na indústria do turismo e lazer. Assim, reuniu-se um conjunto de 1 281 empresas-ano de 22 países europeus correspondentes a um período temporal de 5 anos, entre 2014 e 2018.

Os resultados obtidos no presente estudo não revelam uma associação significativa e particular entre a divulgação de RSE e o DF. Estes resultados vão ao encontro dos resultados obtidos por McWilliams & Siegel (2001), de acordo com os quais o envolvimento em atividades de RSE não se traduz num DF superior. Ao nível do CD, os resultados aproximam-se aos resultados obtidos por Izzo & Magnanelli (2012) e Goss & Roberts (2008), que verificaram uma associação neutra entre o desempenho de RSE e o nível do CD.

O estudo está dividido da seguinte forma: na secção 2 é apresentada a revisão de literatura sobre o impacto do desempenho e divulgação de informação de RSE nas empresas, servindo de suporte ao desenvolvimento e resposta às hipóteses apresentadas; na secção 3 descreve-se o processo de seleção da amostra e a metodologia utilizada; na secção 4 são apresentados e discutidos os resultados encontrados; e por fim, na secção 5, abordam-se as principais conclusões, limitações ao estudo e sugestões para investigação futura.

2. Revisão de Literatura

2.1 Responsabilidade e sustentabilidade empresarial

Os gestores deparam-se continuamente com pressões por parte dos múltiplos *stakeholders* no sentido de atribuírem recursos à responsabilidade empresarial. Os objetivos conflitantes que daqui derivam (McWilliams & Siegel, 2001), contribuem para a multiplicidade de denominações (Dahlsrud, 2008) que se referem à divulgação de informação e ao desempenho empresarial nas dimensões, maioritariamente, social ou social e ambiental (Orlitzky et al., 2003). Analisando as dimensões abordadas por cada estudo, Dahlsrud (2008) identificou na literatura 37 definições de RSE que concluiu serem predominantemente congruentes. Carroll & Shabana (2010) referem que o conceito dominante na literatura académica e na prática empresarial designa-se por “Responsabilidade Social Empresarial”, daqui por diante também adotado neste estudo, e que remete para a gestão dos impactos da atividade empresarial nas dimensões económica, social e ambiental (Dahlsrud, 2008).

Desde os anos 1970s que o relato de sustentabilidade tem evoluído. Inicialmente, o relato incidia sobre o impacto social das empresas (*social-effectiveness*). Nos anos 80/90s, a tendência do relato estendeu-se aos aspetos ambientais (*ecological-effectiveness*). Na literatura, os estudos mais antigos tenderam a considerar apenas a dimensão ambiental (Orlitzky et al., 2003). Em 1992, com a conferência das Nações Unidas “Earth Summit” organizada no Rio de Janeiro, os políticos, Organizações Não-Governamentais (ONGs) e líderes empresariais reconheceram a importância da conciliação de objetivos como o crescimento económico, a justiça social e a sustentabilidade dos sistemas naturais. A RSE passou assim a assumir uma dimensão integradora, sustentada em três pilares do desenvolvimento sustentável: a dimensão económica, social e ambiental (Tanggamani et al., 2018). Mais recentemente, com a aceitação por parte dos gestores de que o desenvolvimento sustentável é uma condição para a atuação empresarial, os esforços têm tido origem sobretudo nas empresas, através da integração da RSE na estratégia de comunicação empresarial (Dyllick & Hockerts, 2002). Crane & Glozer (2008) distinguem três eras de abordagem à RSE: a primeira era, primazia dos *shareholders*, a segunda era de gestão dos *stakeholders* e uma terceira era de integração social.

Hill et al. (2007) definem a RSE como o conjunto de ações económicas, legais, morais e filantrópicas das empresas, que influenciam a qualidade de vida dos *stakeholders*. De

forma mais abrangente, Siegel (2001) definem a RSE como o conjunto de “ações que contribuem positivamente para um bem social, e que ultrapassam os interesses da empresa e do que é exigido por lei”, que inclui práticas como a reciclagem, o apoio aos negócios locais e o desenvolvimento de produtos com características que sustentem a RSE. Constituindo a RSE a contribuição empresarial para o desenvolvimento sustentável (Chen et al., 2015), Dyllick & Hockerts (2002) definem a sustentabilidade empresarial como uma forma de conciliar as necessidades dos *stakeholders* diretos e indiretos da empresa, no imediato e no futuro, o que implica uma gestão TBL que remete para a integração das dimensões social, económica e ambiental.

A sustentabilidade económica garante que a empresa tem liquidez e capacidade de proporcionar uma rentabilidade aos acionistas acima da média. Ressalva-se que, embora o foco na dimensão económica seja bem-sucedido no curto-prazo, as empresas devem, simultaneamente, considerar a sustentabilidade do capital natural e social para garantir a sustentabilidade de longo-prazo. A sustentabilidade ambiental implica que a empresa não afete o ambiente a uma taxa superior à sua capacidade de renovação. A sustentabilidade social remete para o valor acrescentado pela empresa às comunidades e para a aceitação do seu sistema de valores pelos *stakeholders* (Dyllick & Hockerts, 2002).

Škare & Golja (2014) verificaram que a contribuição para a responsabilidade social por parte das empresas desempenha na economia de um país um papel crucial no crescimento económico e no desenvolvimento sustentável. Reconhecendo a importância da RSE, autoridades públicas como a Comissão Europeia (CE) atuam no sentido de apoiar e encorajar o desenvolvimento sustentável das empresas, publicando orientações e leis.

Segundo a CE, a RSE consiste na responsabilização das empresas pelo seu impacto na sociedade e no ambiente, contribuindo para a sustentabilidade, competitividade e inovação das próprias e da economia da União Europeia e acrescenta que o relato de RSE permite identificar riscos materiais de sustentabilidade e aumentar a confiança do público em relação à empresa (CE, 2011). Neste sentido, a CE remete para uma atuação empresarial que acresce benefícios às empresas, sociedade e economia. Desta consciencialização surgiu a Diretiva 2014/95/EU de 22 de outubro de 2014, que orienta a divulgação de informação não financeira no sentido de lhe atribuir um nível suficiente de comparabilidade sobre o impacto das empresas na sociedade, que torne a informação útil para os investidores e consumidores. Reconhecendo o papel crucial do setor bancário na promoção do

desenvolvimento económico sustentável, o Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente estabeleceu uma parceria com o setor financeiro e criou-se o programa “*Finance Initiative*”, com o objetivo de, no seio dos bancos-membros, aumentar o financiamento a atividades económicas social e ambientalmente sustentáveis.

Os esforços para a sustentabilidade no plano empresarial revelam-se assim a uma escala global, com o envolvimento de instituições governamentais, das empresas e da sociedade.

2.1.1 Responsabilidade e sustentabilidade empresarial no turismo

Foi no início dos anos 1960s que teve origem o movimento global ambiental que pressionou os setores de atividade e os governos a considerar os impactos ambientais. Nesta altura, a pequena dimensão do turismo protegeu a indústria de críticas acerca do seu impacto ambiental. Nos anos 70 e 80, na sequência do rápido crescimento da indústria, do desenvolvimento do turismo de massas e do conseqüente impacto negativo no ambiente e na sociedade, começaram a relevar-se preocupações relativas ao desenvolvimento sustentável do turismo (Kasim, 2006; Williams & Ponsford, 2009). Nos anos 1990s, a indústria do turismo constituía a indústria com maior receita no mundo (Williams & Ponsford, 2009). Mais recentemente, o turismo tem vindo a reforçar a sua posição económica e o contínuo e rápido crescimento da indústria está patente no aumento do número de estadias mundial que, em 2017, atingiu um valor de cerca de 7%, o crescimento mais elevado desde 2010. Em 2018, a taxa de crescimento anual do turismo, de 3,9%, revelou-se superior à taxa de crescimento mundial, constituindo este a segunda indústria com maior crescimento, a seguir à indústria produtiva, e contribuindo para cerca 10,4% do Produto Interno Bruto e 10% do emprego mundiais (Conselho Mundial de Viagens e Turismo, 2019). O impacto do turismo na economia mundial é assim evidente e significativo. De acordo com a Organização Mundial do Turismo (OMT), a Europa contribui, mundialmente, para cerca de 50% dos “*tourist arrivals*”, 37% das receitas turísticas e é líder no crescimento em termos absolutos (OMT, 2018).

Atendendo à natureza das suas atividades, o turismo está muito dependente dos recursos ambientais e culturais com os quais interage, o que lhe confere a capacidade de provocar alterações significativas no ambiente em que opera (Williams & Ponsford, 2009). Na dimensão ambiental, aponta-se para prejuízos ao nível do consumo de recursos, erosão dos solos e poluição (Kasim, 2006). O desenvolvimento do turismo em regiões ecologicamente mais frágeis agrava a situação (Williams & Ponsford, 2009). Na dimensão social, refere-se

a perda da identidade local e das economias tradicionais, a criação de empregos precários e o aumento da criminalidade (Kasim, 2006). Esta dinâmica reflete-se no paradoxo dos recursos (Williams & Ponsford, 2009), segundo o qual se, por um lado, os recursos naturais constituem fatores determinantes na atração de um destino turístico, por outro lado, tendem a ser sacrificados em prol do sucesso do negócio e da resposta a uma procura crescente, que pode determinar o seu declínio. Assim, as atividades turísticas dependem da proteção da integridade das características naturais para garantir uma competitividade sustentada (Williams & Ponsford, 2009). Perante esta realidade, a indústria sofreu uma transformação de turismo de massas para um turismo responsável orientada pelos clientes (Camilleri, 2014) e que proporcionou o aparecimento de formas alternativas de desenvolvimento turístico (Williams & Ponsford, 2009).

Butler (1993), citado por Kasim (2006), apresentou uma das primeiras definições de turismo sustentável, referindo o desenvolvimento e manutenção da atividade turística de uma forma e escala que possibilita a viabilidade indefinida da entidade e que não altera nem degrada os ambientes físico e humano e não iniba o desenvolvimento de outras atividades. Já a OMT define o turismo sustentável como o turismo que considera o impacto económico, social e ambiental, presente e futuro, com referência às necessidades dos visitantes, indústria, ambiente e comunidades anfitriãs.

A indústria do turismo apresenta-se subdividido em diferentes setores, que incluem a hotelaria, a aviação, os operadores turísticos, as agências de viagens, entre outros, sendo no entanto a hotelaria o setor mais importante do turismo (Kasim, 2006; Milanes-Montero et al., 2018). Alguns autores abordam separadamente os setores que compõem a indústria do turismo (Lee & Kim, 2009; Kang et al., 2010). Tendo em consideração o carácter fragmentado da indústria do turismo e uma relevância restrita da dimensão social, com origem numa orientação do negócio para as pessoas, Kasim (2006) distingue o conceito mais abrangente de “responsabilidade social e ambiental do negócio” do conceito mais comumente apontado de RSE.

A importância do turismo para a valorização da economia é então mundialmente reconhecida e a forte dependência de recursos naturais e sociais exerce pressões no sentido do desenvolvimento sustentável, de forma a conciliar a sustentabilidade da indústria e a proteção do ambiente com o qual interage, nas suas diversas dimensões.

2.2 Relato empresarial voluntário

O relato de informação empresarial constitui a principal forma de comunicação do desempenho e *governance* da empresa aos *stakeholders*. A sua importância como garante da eficiência dos mercados de capitais (Healy & Palepu, 2001) torna o relato financeiro fortemente regulado. No entanto, os escândalos financeiros e as recentes crises económicas causaram incerteza no mercado e motivaram um maior escrutínio ao comportamento empresarial (Marimon et al., 2012). Simultaneamente, uma parte significativa do valor das empresas é dado pelas expectativas futuras e pelos ativos intangíveis (Schadewitz & Niskala, 2010). Estas alterações tornam a divulgação, normalização e regulação da informação prevista nos relatórios financeiros cada vez menos suficiente para os investidores.

Da existência de assimetrias de informação e dos conflitos de agência que condicionam significativamente a eficiência dos mercados, decorrem consequências financeiras para as empresas, como a desvalorização das ações e o aumento do custo do capital (Healy & Palepu, 2001). Procurando evitar estas consequências, a divulgação de informação voluntária assume um papel determinante na transparência das atividades da empresa, podendo incidir sobre factos e previsões financeiras e contabilísticas de curto-prazo ou sobre matérias de RSE, que se relacionam com a estratégia de desenvolvimento da empresa no longo-prazo (Dhaliwal et al., 2011). Assim, a literatura demonstra que, acrescentando informação necessária à valorização das empresas (Berthelot et al., 2012), o relato de RSE contribui para a explicação do seu valor de mercado (Schadewitz & Niskala, 2010). O desenvolvimento dos *standards* de relato e a auditoria às práticas de RSE evidencia a preocupação com o aumento da confiança dos *stakeholders* e com a gestão do risco (Crane et al., 2008).

2.3 O relato de RSE, motivações e benefícios

O relato de RSE deve responder às necessidades comuns de um conjunto alargado de *stakeholders* que determinam o sucesso e sustentabilidade da organização (Hahn & Kühnen, 2013; Skouloudis et al., 2009). Segundo Crane et al. (2008), uma maior extensão da literatura considera, como principal audiência da comunicação de RSE, os consumidores, investidores e ONGs. Fornecendo informação que é omissa nos relatórios financeiros, que monitorizam o DF e a eficiência operacional (“*profit*”), o relato de sustentabilidade remete para temas como o desperdício, alterações climáticas e utilização

de energia (“*planet*”) e para temas relacionados com os empregados, consumidores, património cultural e comunidades (“*people*”) (Yenidogan et al., 2016).

O reconhecimento da importância da integração da RSE nas operações e estratégia das empresas e da sua comunicação, reflete-se no aumento da divulgação de informação acerca das iniciativas de RSE levadas a cabo pelas empresas. Na Europa, apoiado pela política de incentivo à RSE, o número de relatórios de RSE divulgados de acordo com os *guidelines* do GRI, passou de 270 em 2006 para 850 em 2011 (CE, 2011). Com isto, importa identificar os motivos por detrás da adoção e divulgação da RSE.

Os fatores sugeridos pela literatura para explicar o interesse empresarial na RSE têm sido discutidos sob diferentes abordagens, apontando-se motivações filantrópicas (Galant & Cadez, 2017), a pressão moral e ética (Berthelot et al., 2012), a necessidade de conformismo com pressões institucionais do ambiente externo e a obtenção de benefícios explícitos, como ganhos financeiros, reforço da reputação (Galant & Cadez, 2017) e reconhecimento (Reverte, 2009) e o desenvolvimento de vantagens competitivas (Porter & Kramer, 2006) pela diferenciação (Garay & Font, 2012). Na indústria do turismo, Dwyer (2005) indicou eficiências operacionais e redução de custos, através da utilização de materiais e energia, de *compliance* e custos associados à atração e retenção de empregados; benefícios de *marketing*, por via de uma melhoria no posicionamento, competitividade pela diferenciação e conseqüente atração e retenção de clientes e uma melhoria nas relações com os *stakeholders* e na tomada de decisão estratégica (Stoddard et al., 2012). O principal objetivo da comunicação de RSE passa assim pela sua instrumentalização para a maximização de benefícios para a empresa (Du & Bhattacharya, 2010).

Na análise ao impacto do relato de RSE no DF das empresas, distinguem-se duas escolas: a *cost concern school* e a *value creation school* (Hassel et al., 2005). De acordo com a *cost concern school* e sob a visão tradicional de Friedman (1970), a utilização dos recursos das empresas para a satisfação de necessidades sociais, constitui um custo económico imposto às empresas que prejudica o seu objetivo primordial de maximização da riqueza dos acionistas. Também Bénabou & Tirole (2010) definem a RSE como um sacrifício voluntário dos lucros que, a favor dos interesses da sociedade, ultrapassa as obrigações legais e contratuais da empresa. Sob esta perspetiva, o desenvolvimento da RSE só é justificado por uma redução de custos e risco e pelo desenvolvimento de vantagens competitivas (Crane et al., 2008), que se refletem de forma direta no DF. Numa perspetiva

orientada pela *value creation school* Carroll & Shabana (2010) apresentam uma abordagem abrangente e restrita. A primeira reconhece a complexidade da relação entre a RSE e o DF, considerando efeitos mediadores e contingenciais. Sob uma abordagem restrita, as iniciativas de RSE são justificadas por benefícios financeiros diretos, fundamentando-se numa lógica económica que se foca essencialmente na redução de custos imediata.

Crane et al. (2008) e Kurucz et al. (2008) distinguem 4 tipos de valor criado:

- Redução dos custos e risco – Um impacto no DF das empresas através da redução do risco e custos fundamenta-se no apoio dos *stakeholders* aos objetivos da organização e advém da consideração das suas necessidades na tomada de decisão empresarial (Crane et al., 2008). O desenvolvimento de uma estratégia de liderança pelos custos, que a literatura procura demonstrar através da análise de relações lineares entre o DF e o desempenho e/ou relato de RSE, pode concretizar-se através da redução de custos de cumprimento de regulamentação ambiental e do aumento da eficiência e redução de custos operacionais (Carroll & Shabana, 2010). O relato de RSE fomenta ainda os processos de controlo e informação internos (Herzig & Schaltegger, 2006). O desenvolvimento de *standards* de relato e auditoria às práticas de RSE favorecem a confiança dos *stakeholders* e asseguram a viabilidade da organização (Crane et al., 2008).
- Maximização do lucro e desenvolvimento de vantagens competitivas – A adaptação da empresa ao seu contexto externo, direcionando recursos para a satisfação das necessidades dos *stakeholders*, permite estabelecer fatores de preferência da organização em relação à concorrência e assim, o desenvolvimento de vantagens competitivas na indústria em que atua (Crane et al., 2008), o que se traduz numa maior facilidade na comercialização de produtos e serviços (Barnett & Salomon, 2006) e no aumento das vendas e quota de mercado (Weber, 2008). Para Herzig & Schaltegger (2006) o relato de RSE, enquanto *proxy* do desempenho global da empresa, sinaliza uma competitividade superior em relação às empresas que não se envolvem em actividades de RSE ou não divulgam informação de RSE.
- Melhoria da reputação e legitimidade – A adoção de práticas de RSE permite o alinhamento dos objetivos da organização com as normas e expectativas políticas e

sociais, estendendo o papel meramente económico das empresas e assumido pelas duas primeiras abordagens (Crane et al., 2008). A divulgação de informação de desempenho de RSE constitui uma forma de legitimação da empresa (Carroll & Shabana, 2010), garantindo a eficácia da adoção de iniciativas de RSE na construção da sua imagem, com impacto na consciência e atitudes dos consumidores (Crane & Glozer, 2016). Nas indústrias “*experience goods*”, a imagem da empresa assume maior relevo uma vez que os consumidores dependem fortemente da reputação da empresa na decisão de compra (Siegel, 2001). Smith (2003) afirma que as atividades de RSE aumentam a capacidade de a empresa atrair consumidores, investidores e trabalhadores, ao nível das decisões de compra, investimento e emprego, respetivamente.

- Criação de valor sinérgico – Estabelecendo relações *win-win*, as atividades de RSE surgem como uma forma de satisfazer as necessidades comuns dos *stakeholders*, possibilitando o surgimento de oportunidades que geram ganhos mútuos (Crane et al., 2008), numa perspetiva que integra as funções económica, política e de garante do bem-estar social como as funções das empresas.

Enquadrando as motivações empresariais acima referidas, as perspetivas teóricas dominantes na literatura são a teoria dos *stakeholders* e a teoria da legitimidade (Crane & Glozer, 2016).

A teoria da legitimidade aponta para o “contrato social” estabelecido entre a organização e a sociedade (Burhan & Rahmanti, 2012), admitindo que uma vez que as organizações não têm o direito intrínseco de existir, necessitam de “aprovação” por parte da sociedade para aceder a recursos como o capital e clientes (Moser & Martin, 2012), que lhe são necessários à continuidade do negócio (O’Donovan, 2002). Com vista a preservar, restaurar a legitimidade da organização (Aerts & Cormier, 2009) e para que a adoção de um comportamento responsável possa responder eficazmente às ameaças à legitimidade, a empresa toma a decisão de comunicar a RSE aos *stakeholders* (O’Donovan, 2002; de Villiers & van Staden, 2006) e que contribui para a construção de uma imagem consistente e credível (Aerts & Cormier, 2009). De acordo com a teoria da legitimidade, as organizações inclinam-se para divulgar e enfatizar informação relativa a um bom desempenho de RSE e a omitir informação relativa a um fraco desempenho (Adams, 2004;

Arevalo et al., 2017). Ademais, e uma vez que o relato de sustentabilidade requer um esforço de comprometimento e alocação de recursos financeiros a uma iniciativa que é essencialmente voluntária, transmite credibilidade aos investidores, assumindo-se que uma empresa com menor desempenho de RSE não tenderá a investir os mesmos recursos na divulgação de informação (Berthelot et al., 2012). De acordo com a teoria da legitimidade, o nível de relato é neste estudo então considerado uma *proxy* para o desempenho de RSE.

As características da empresa e do país podem contribuir para uma maior pressão de legitimidade, na medida em que criam elevadas expectativas de divulgação de informação de RSE nos investidores (De Villiers & Marques, 2016). Assim, em países onde as preocupações e políticas ambientais têm uma expressão mais forte (Glennie & Lodhia, 2013), em indústrias mais sensíveis a essas matérias (Glennie & Lodhia, 2013; De Villiers & Marques, 2016) e em empresas de maior dimensão (Adams et al., 1998) e visibilidade (Schreck & Raithel, 2018), a teoria da legitimidade explica uma maior divulgação de informação de RSE. Ainda, quando o nível de expectativas de divulgação dos investidores não é correspondido, pode ser interpretada como uma forma de a empresa ocultar informação relevante. Nestes sentido, De Villiers & Marques (2016) verificaram que a divulgação informação de RSE, com reduzidos níveis de conformidade com os *guidelines* GRI, contribui negativamente para o preço da ação das empresas, quando comparadas com empresas que não divulgam informação de RSE.

A teoria dos *stakeholders* revela-se em grande parte da literatura. O relato e comunicação da RSE constitui uma ferramenta de gestão dos *stakeholders* e das necessidades de informação de vários grupos de *stakeholders* poderosos, permitindo à empresa construir relações benéficas com eles (Reverte, 2009) e influenciá-los a agir favoravelmente em relação à empresa (Crane & Glozer, 2016; Reverte, 2009), quer através das suas escolhas económicas (por parte dos trabalhadores, clientes, fornecedores e credores), quer indiretamente, através da transmissão de informação (por parte do público geral, *media* e ONGs) (Galant & Cadez, 2017) e, conseqüentemente, na sustentabilidade (Reverte, 2009) e sucesso da empresa ao longo do tempo (Barnett & Salomon, 2012). Através da análise da relação entre a RSE e o DF, controlada pelo comprometimento com os *stakeholders* e pela estratégia operacional das empresas da indústria do turismo, Theodoulidis et al. (2017) verificaram uma relação a favor da teoria instrumental dos *stakeholders*, sugerindo que a estratégia operacional é orientada pelo valor de mercado no longo-prazo e não por

princípios éticos e morais. Assim, o nível de divulgação de RSE por uma empresa é condicionado pela orientação para os *stakeholders* do país onde opera.

Numa reflexão subjacente à teoria instrumental dos *stakeholders* (Donaldson & Preston, 1995), procura-se neste estudo analisar as consequências financeiras que derivam da resposta às expectativas dos *stakeholders*. A conciliação de múltiplos objetivos contribui para a construção de perceções positivas por parte dos *stakeholders*, que se traduz no aumento das vendas provocado pela repetição do consumo dos clientes, na lealdade e desempenho dos empregados, na satisfação e obtenção de descontos pelos fornecedores e, conseqüentemente, na melhoria do DF (Galant & Cadez, 2017; Goss & Roberts, 2012; Murphy & Ng'ombe, 2009; Salzmann et al., 2005). Sweeney & Coughlan (2008) referem efeitos diferenciados do relato de RSE de entre as indústrias, sugerindo o estudo do relato de RSE de forma independente nas indústrias. Sob esta perspetiva, o relato de RSE pode ser visto como uma ferramenta adicional de comunicação e *marketing* (Sweeney & Coughlan, 2008).

Subjacente a estas teorias, a questão que se impõe é que impactos prevalecem na relação entre a RSE e o DF (Galant & Cadez, 2017), o aumento dos custos ou benefícios associados ao investimento em RSE.

2.4 Global Reporting Initiative

Os incentivos para o desenvolvimento e relato de sustentabilidade por parte das empresas têm partido de diversas organizações mundiais através elaboração de *guidelines*, *rules* ou *standards* para o relato de RSE (Herzig & Schaltegger, 2006). A resposta às necessidades de informação de RSE pode consumir muito tempo às organizações, sem se traduzir, de forma equivalente, na criação de valor para a empresa. O relato estandardizado e a orientação dos *guidelines* para as especificidades dos setores, no qual o GRI se destaca com o seu modelo, pode mitigar os condicionantes ao relato de RSE.

O GRI é uma instituição sem fins lucrativos, com uma estrutura governativa *multi-stakeholders*. Fundado em 1997, o GRI foi a organização pioneira no desenvolvimento de um modelo de relato de RSE e é, atualmente, a organização internacional mais significativa no incentivo e relato de RSE (Peršić et al., 2015). Estima-se que, em 2017, cerca de 75% das 250 maiores empresas do mundo, em termos de receitas e com base no índice da *Fortune 500*, divulgaram um relatório de RSE de acordo com os *guidelines* do GRI (KPMG, 2017). O GRI disponibiliza, atualmente, uma base de dados

(BD) *online* onde publica uma lista de empresas que divulgaram, em cada ano, relatórios de RSE.

A par com o relato financeiro, o modelo de relato do GRI rege-se por um conjunto de princípios ¹ que orientam o conteúdo e a qualidade do relato (Stoddard et al., 2012). Desafiando as empresas a divulgarem os aspetos negativos e positivos do seu desempenho RSE (Hahn & Lülfs, 2014), os *guidelines* do GRI promovem a utilidade, qualidade e rigor do relato (Clarkson et al., 2008). Através de um conjunto de indicadores de desempenho, a divulgação de informação suporta as empresas na gestão e avaliação do impacto das suas atividades (Peršić et al., 2015).

O GRI reconhece um conjunto de benefícios internos e externos, que incluem: redução de custos e melhoria da eficiência; comparabilidade e compreensão de riscos e oportunidades; reputação e lealdade para com a marca, percepção dos *stakeholders* do valor criado por ativos tangíveis e intangíveis e a mitigação ou reversão do impacto negativo do desempenho nas dimensões ambiental, social e de *governance*.

A nível geográfico, é na Europa que se verifica uma maior utilização do modelo do GRI. Para isso, contribui a Diretiva 2014/95/EU, que obriga as empresas de interesse público a divulgar informação de RSE, propondo, entre outros, *frameworks* como o do GRI. Promovendo o relato de RSE no âmbito empresarial, a UE objetiva contribuir para o desenvolvimento sustentável da UE e integrar a RSE como fator competitivo.

O GRI é utilizado na literatura para suportar a construção de *rankings* de desempenho de RSE, pela análise do conteúdo dos relatórios (Nizamuddin, 2016) e para avaliar a extensão do relato (De Villiers & Marques, 2016; Kaspereit & Lopatta, 2016).

2.5 Relação entre o relato de RSE e o desempenho financeiro

Tanto ao nível dos determinantes que influenciam a decisão e extensão da divulgação, como ao nível do seu impacto na empresa, a literatura tem-se debruçado sobre a relação entre a RSE e o DF, ou ainda sobre os efeitos mediadores desta relação (Parastoo et al., 2015). De Burgos & Céspedes (2001), citado por Rodríguez & Cruz (2007), notam a distinção entre o desempenho e gestão ambiental, concluindo que uma relação positiva

¹ Inclusão dos *stakeholders*, contexto de sustentabilidade, materialidade e plenitude, para o conteúdo do relato e balanceamento, comparabilidade, rigor, tempestividade, compreensibilidade e fiabilidade, para a qualidade do relato.

entre o desempenho ambiental e o desempenho económico é mais provável do que uma relação positiva entre a gestão ambiental e o segundo, pelo menos no curto prazo.

Waddock & Graves (1997) referem uma influência causal, positiva e bilateral, entre o desempenho de RSE e o DF, baseada na teoria dos *stakeholders* e na teoria *slack resources*. De acordo com a teoria dos *stakeholders*, um melhor desempenho de RSE, ao permitir melhorar o relacionamento entre a empresa e grupos de *stakeholders*, contribui positivamente para o DF da empresa (“*do well by doing good*”). No sentido inverso, de acordo com a teoria *slack resources*, um DF superior possibilita a disponibilização de recursos para serem investidos em atividades de RSE (“*doing good by doing well*”) que, por sua vez, promovem o desempenho nos domínios da RSE. Aludindo a um “ciclo virtuoso”, os autores confirmam que um bom DF resulta em mais recursos disponíveis para a persecução dos objetivos de RSE, suportando um bom desempenho de RSE, que atrai a atenção dos investidores e clientes e motiva a produtividade dos empregados, suportando o DF (Nelling & Webb, 2009).

A relação entre o desempenho de RSE e o DF é no entanto ainda controversa, dada a dificuldade em medir o desempenho e relato de RSE, para o qual contribuem fatores como a multidimensionalidade da RSE (Waddock & Graves, 1997), a integração da RSE na estratégia e operações das empresas (Margolis et al., 2011) e a sua natureza contingencial a fatores que variam entre setores, países e períodos de tempo (Salzmann et al., 2005). A forma como o relato de RSE se reflete no DF constitui o apelo à investigação de Berthelot et al. (2012). Através de uma meta-análise ao estudo da relação entre o desempenho de RSE e o DF da empresa, Margolis et al. (2011) concluiu que o desempenho de RSE contribui para apenas 2,23% da variação do DF e que, assim, o desempenho de RSE não parece penalizar nem potenciar o sucesso económico das empresas.

Os estudos que verificam uma associação positiva entre o relato e desempenho de RSE e o DF demonstram que o comprometimento com a RSE e a maximização dos lucros não são objetivos inconciliáveis (Shen & Chang, 2009). Margolis et al. (2011) verificam que a evidência relativa a uma associação positiva é mais frequente. Orlitzky et al. (2003) indicam dois fatores mediadores desta relação: a aprendizagem e a eficiência e reputação. De acordo com a primeira perspetiva, a implementação de uma filosofia de RSE permite aos gestores desenvolverem competências internas e de gestão que aumentam a eficiência na utilização de recursos (Orlitzky et al., 2003) e permite a redução de custos (Gil et al.,

2001) pelo que, o efeito do desempenho de RSE no DF é independente do nível de divulgação de informação de RSE para o exterior. Cook et al. (2018) verificam que o desempenho de RSE, ao promover a redução das assimetrias de informação, associa-se a uma maior eficiência nos investimentos, constituindo um fator mediador na relação entre o desempenho de RSE e o desempenho operacional, medido pelo *return on assets*. De acordo com a segunda perspectiva e de forma consistente com a teoria de que, promovendo o bem-estar dos *stakeholders*, o desempenho de RSE representa um investimento em ativos intangíveis que contribui para o aumento da competitividade da empresa (Jiao, 2010), o relato e desempenho de RSE permite construir uma imagem positiva da organização perante os clientes, investidores, bancos e fornecedores (Orlitzky et al., 2003).

Mediada por uma redução de custos e aumento das receitas, outros autores evidenciam uma associação positiva entre o desempenho de RSE e o DF. O aumento das receitas ocorre por via da diferenciação (Yenidogan et al., 2016), desenvolvimento de uma imagem de marca e reputação mais fortes (López-Gamero et al., 2009) e satisfação e lealdade dos clientes (Kassinis & Soteriou, 2010). Han et al. (2011) referem que a adoção de atitudes *eco-friendly* por parte dos hotéis afeta favoravelmente as intenções de visita dos clientes, promove o *word-of-mouth* e dispõe-nos a pagar preços superiores. Neste sentido, evidencia-se que em indústrias mais orientadas para o consumidor há uma maior preocupação em demonstrar interesse na RSE uma vez que a imagem da empresa pode afetar significativamente as vendas (Cowen et al., 2000).

Barnett & Salomon (2012) verificaram um impacto positivo da RSE no DF, com significância no ROA mas não no Resultado Líquido, o que sugere que os benefícios associados a um elevado desempenho de RSE têm origem no aumento da eficiência e não no aumento do número de clientes ou na capacidade de cobrar preços superiores. Neste sentido, Jiao (2010) verificou um efeito positivo da RSE em indicadores de rendibilidade por via, sobretudo, da relação com os empregados e do desempenho ambiental. Ao nível dos empregados, a adoção de uma filosofia de RSE aumenta a satisfação (López et al., 2007), motivação (Gil et al., 2001) e produtividade dos empregados (Kaspereit & Lopatta, 2016), que se traduz na redução da taxa de rotação dos empregados, dos salários que estão dispostos a receber e dos custos operacionais que lhes estão associados e, simultaneamente, na qualidade do serviço, com impacto na satisfação dos clientes.

Outros autores defendem uma associação neutra entre a RSE e a rendibilidade (Galant & Cadez, 2017). Waddock & Graves (1997) indicam que as dificuldades em medir o desempenho de RSE podem disfarçar a identificação de uma relação entre a RSE e o DF. Kaspereit & Lopatta (2016) verificaram que a RSE, enquanto fonte de vantagens competitivas, está dependente da sustentabilidade da concorrência e assim, a empresa deve abster-se do aumento dos níveis de conformidade com o GRI quando os concorrentes cumpram os *standards* de sustentabilidade e que, quando os concorrentes não exploram os benefícios associados à RSE, ser líder do setor pode ter um efeito significativo na rendibilidade, custo do capital e riqueza dos acionistas.

López et al. (2007) verificaram que a adoção de práticas de RSE afeta negativamente o DF, pelo menos no curto prazo, o que pode ser justificado pela desvantagem económica provocada pelas necessidades de investimento na adoção de práticas de RSE. Os estudos que admitem uma associação negativa incidem maioritariamente sobre indicadores de mercado (Brammer et al., 2009; Ferris, 1997).

No anexo 1, apresenta-se uma descrição da literatura, tendo em conta os autores mais relevantes para este estudo. Com base na revisão de literatura e procurando avaliar se o relato de RSE contribui para o aumento dos rendimentos e/ou diminuição dos gastos, formulou-se a **H1**.

H1: As empresas que divulgam um relatório de RSE publicado no *site* do GRI verificam um DF, medido pela rendibilidade, superior às empresas que não o fazem.

2.6 Relação entre o relato de RSE e o custo da dívida

O endividamento desempenha um papel importante no financiamento externo e crescimento das empresas. Representando a compensação exigida pelos credores face ao risco incorrido (Du et al., 2017), o custo da dívida (CD) é um determinante crítico para o sucesso da empresa (Ye & Zhang, 2011). De acordo com Sengupta (1998), uma política de divulgação de informação tempestiva e detalhada reduz a percepção de risco de incumprimento por parte dos credores. O risco da empresa é definido como o risco das operações da empresa, corresponde à soma do risco de mercado e do risco específico e pode afectar a estrutura, estratégia e rendibilidade da empresa (Magnanelli, 2017).

Oikonomou et al. (2014) afirmam que os investidores institucionais tendem a estar melhor informados que os investidores privados e que estão disponíveis a considerar temas

específicos como a RSE. Atendendo que o mercado da dívida bancária é mais eficiente (Goss & Roberts, 2008), refletindo a probabilidade de incumprimento antes do mercado obrigacionista e, que os bancos são um agente neutro de entre todos os *stakeholders* (Magnanelli, 2017) com acesso a informação indisponível aos outros *stakeholders* (Goss & Roberts, 2008), os bancos posicionam-se de uma forma privilegiada para julgar o impacto do investimento em RSE no risco e no DF da empresa, influenciando a capacidade da empresa fazer face às suas obrigações financeiras, perceção que se reflete nas condições de financiamento que acordam com as empresas (Roberts, 2012).

Nandy & Lodh (2012) apontam o aumento das receitas e a redução de assimetrias de informação como fontes de interesse da RSE para os bancos. De acordo com a teoria da mitigação do risco, promovendo a reputação da empresa perante os *stakeholders* e reduzindo a exposição da empresa a eventos negativos, o desempenho de RSE reduz o risco operacional da empresa e assim o CD (Ye & Zhang, 2011). Neste sentido, os estudos demonstram que, na decisão de financiamento, os bancos recorrem à informação de RSE para avaliar o risco de incumprimento e evitar problemas de seleção adversa. Reduzindo o risco de litigância e exposição a eventuais custos associados a alterações de regulamentação e promovendo a reputação, satisfação e lealdade dos clientes (Nandy & Lodh, 2012), a RSE facilita a gestão do impacto de eventos negativos (Izzo et al., 2012) e resulta num impacto positivo nos *cash-flows* da empresa.

Segundo a teoria da agência, os gestores tendem a divulgar informação que contribua positivamente para as expectativas futuras relativas ao *cash-flow* e risco da empresa (Healy & Palepu, 2001) e que permita aos participantes do mercado fazer previsões de forma mais precisa (Dhaliwal et al., 2012). Neste sentido, Francis & Pereira (2005) verificaram que as necessidades de financiamento externo da indústria se refletem numa maior probabilidade das empresas expandirem o nível de relato financeiro.

Se o investimento em RSE reduz o risco, real ou percebido pelo mercado, e assim melhora o DF da empresa, de acordo com a teoria dos *stakeholders*, espera-se que os bancos ofereçam condições de crédito mais favoráveis às empresas com RSE (Roberts, 2012; Magnanelli, 2017). Por outro lado, se de acordo com a teoria da agência a RSE é um instrumento para beneficiar a reputação dos gestores por contrapartida de um incremento dos custos para os *shareholders*, será de esperar que a empresa não mantenha vantagens

competitivas e que o investimento e desempenho de RSE penalize a empresa através de um custo de capital mais elevado (Goss & Roberts, 2012).

Goss (2009) demonstra que as empresas com menor desempenho de RSE têm uma maior probabilidade de experienciar *financial distress*. Ng & Rezaee (2012) verificaram que os aspetos fortes relativos ao desempenho de RSE influenciam negativamente o CD, enquanto os aspetos negativos não se associam de forma tão significativa. Por outro lado, Fernando et al. (2008) verificaram um impacto positivo da gestão do risco ambiental no CD, sugerindo que o aumento da alavancagem, embora proporcionado pelo aumento da gestão de risco ambiental, poderá explicar o aumento do CD. Goss & Roberts (2008) concluem que existe um limite de investimento em RSE a partir do qual se destrói valor e Goss & Roberts (2012) concluem que a RSE não é considerada pelos bancos uma prioridade, uma vez que verificam que os bancos cobram 5 a 11 pontos base a mais no CD de empresas com desempenho de RSE inferior à média, embora na maior parte das empresas este impacto não seja significativo. Através da análise de empresas chinesas, o maior mercado em desenvolvimento a nível mundial e onde o endividamento desempenha um papel importante no mercado de financiamento externo, Ye & Zhang (2011) verificaram uma relação em forma de U entre o investimento em atividades filantrópicas e o CD e que o nível ótimo de investimento em RSE varia com a dimensão da empresa.

No anexo 2, apresenta-se uma descrição da literatura tendo em conta os autores mais relevantes para este estudo. Procurando ir ao encontro da maior parte da literatura, que verifica uma relação negativa entre o relato de RSE e o CD, utilizando a lista divulgada pelo GRI como indicador da qualidade do relato, formulou-se a **H2**.

H2: As empresas que divulgam um relatório de RSE publicado no *site* do GRI verificam um CD inferior às empresas que não o fazem.

À luz da extensa literatura que aborda a associação entre a RSE e o DF, ainda inconclusiva, importa delinear alguns traços gerais e notar alguns aspetos que poderão suscitar interesse numa abordagem de investigação futura.

De facto, a literatura tem-se debruçado, maioritariamente, na identificação de uma associação ou relação de causalidade entre o desempenho de RSE e o DF/desempenho de mercado (DM). Por outro lado, os estudos que se focam no relato de RSE tendem a

delimitar a análise a empresas cotadas, empresas estas sujeitas a maior atenção e visibilidade por parte do mercado (Hummel & Schlick, 2016).

Primeiramente, e ao nível do relato de RSE, poderia ser interessante considerar todas as tipologias de relato de RSE como um todo, procurando avaliar se o mercado valoriza as empresas que seguem um modelo de relato de RSE de referência, como o do GRI, o *UN Global Compact* ou do *International Organization for Standardization*. Neste contexto, Berthelot et al. (2012) verificou que o relato de RSE se associa positivamente ao valor de mercado das empresas, indicando que os investidores valorizam o relato de RSE justificado por uma antecipação do aumento dos *cash-flows* ou pelo desenvolvimento de outros potenciais benefícios, como uma melhoria da imagem da empresa. Assim, considera-se pertinente o estudo da influência da dimensão da empresa (ou de outras medidas que aumentam a predisposição para a divulgação de RSE, como a visibilidade) na associação entre o relato de RSE e o DF/DM. Complementarmente, assume igual relevância a consideração das características do país de relato, como as sugeridas por De Villiers & Marques (2016), e que incluem fatores como a orientação do mercado para os *shareholders* ou *stakeholders*.

Ainda, e assumindo uma associação positiva entre o relato de RSE e o DF/DM, revela-se de interesse verificar o efeito de diferentes níveis de conformidade com os *guidelines* do GRI e extensão do relato de RSE no DF/DM das empresas. Não obstante, e atendendo a que uma maior conformidade com os *guidelines* do GRI e extensão do relato de RSE não mede a qualidade do relato ou o desempenho de RSE, sugere-se o estudo da interação entre o relato e o desempenho de RSE numa associação com o DF, com vista a aferir sobre uma associação positiva entre a RSE e o DF da empresa mediada pela aprendizagem e eficiência ou pela reputação, considerando que, de acordo com a perspetiva da aprendizagem e eficiência, o efeito do desempenho de RSE no DF é independente do nível de divulgação de informação de RSE para o exterior (Orlitzky et al., 2003).

Ao nível das variáveis dependentes, seria interessante procurar analisar uma medida combinada e mais robusta de indicadores de desempenho financeiro e de mercado através, nomeadamente, da utilização combinada de indicadores de mercado, rendibilidade e tesouraria.

3. Metodologia de investigação

3.1 Amostra e recolha de dados

Com vista à análise do proposto para o estudo, recolheu-se uma amostra composta por observações de empresas que, em algum dos anos do período da amostra, divulgaram um relatório de RSE publicado no *site* do GRI (*Lista_GRI=1*) e empresas comparativas, que não divulgaram um relatório de RSE publicado no *site* do GRI (*Lista_GRI=0*). Para a recolha das empresas pertencentes ao primeiro subconjunto, recorreu-se à BD do GRI e, para a recolha das empresas comparativas e de todos os dados contabilísticos, recorreu-se à BD Amadeus de Bureau Van Dijk. A seleção da amostra e recolha dos dados reporta-se a julho de 2019. O período da amostra compreende 5 anos (2014-2018) e cada ano corresponde ao ano em que o relatório de RSE foi divulgado e a que os dados contabilísticos respeitam.

Numa primeira fase, recorrendo à BD do GRI, selecionou-se um conjunto de empresas europeias, pertencentes à indústria do turismo e lazer, de acordo com a classificação adotada pelo GRI, que em pelo menos um dos anos do período da amostra, divulgaram um relatório de RSE publicado no *site* do GRI, obtendo-se um subconjunto inicial de 93 empresas para o período referido. Destas, apenas 79 estavam presentes na BD Amadeus. Posteriormente, analisou-se a classificação do setor atribuída pela BD Amadeus (NACE Rev. 2 *primary code*) a cada uma destas empresas e desta análise, resultou a exclusão de 12 empresas, por se ter considerado que integram setores não diretamente associados à indústria do turismo e lazer. Os setores que não se consideraram estar diretamente relacionadas com o turismo e lazer foram: transporte marítimo de mercadorias, outros transportes de passageiros por terra, clubes e organizações similares, venda a retalho por encomenda ou internet, agências de publicidade, representação de media, venda por grosso de máquinas e equipamentos, empresas gestoras de participações e aluguer e exploração de imobiliário próprio ou arrendado. Obteve-se assim um subconjunto de 197 observações empresa-ano pertencentes à *Lista_GRI*. Seguidamente, para a constituição do conjunto de empresas de controlo não pertencentes à *Lista_GRI* e recorrendo à BD Amadeus, selecionaram-se 1.943 empresas pertencentes aos setores selecionados, de acordo com o NACE Rev. 2 *primary code*, correspondentes a 9.715 observações empresa-ano não pertencentes à *Lista_GRI*.

Com uma amostra inicial composta por um total de 10.035 observações empresa-ano e para aumentar a comparabilidade entre empresas de cada um dos subconjuntos da amostra, eliminaram-se as empresas com um total de ativo, correspondente ao último ano disponível, inferior a 43.000.000 € ², as observações para as quais não era possível calcular uma das variáveis em estudo ³ e os *outliers*, identificados através de análise gráfica. Com isto, resultou a exclusão de algumas empresas do subconjunto de empresas pertencentes à Lista_GRI e que implicou a desconsideração de 479 observações empresa-ano distribuídas por 7 setores de atividade. O processo de seleção da amostra de empresas pertencentes à Lista_GRI está sumariado no anexo 3.

Com isto, a amostra final utilizada para o estudo é constituída por 83 observações empresa-ano (30 empresas) pertencentes à Lista_GRI e 1.198 observações empresa-ano (390 empresas) não pertencentes à Lista_GRI, correspondendo a um total de 1.281 observações empresa-ano, distribuídas por 10 setores de atividade e 22 países, de acordo com os anexos 4 e 5, respetivamente.

De acordo com o anexo 4, o setor de atividade mais representativo é o setor Hotéis e Alojamentos Similares, representando 28,92% dos relatórios de RSE divulgados no *site* do GRI em todo o período coberto pela amostra e 44,18% do total das observações da amostra. De acordo com Kasim (2006), o setor da hoteleira é um dos setores-chave da indústria do turismo, o que poderá explicar a elevada representatividade deste setor na amostra. Relativamente à distribuição por país, conforme o anexo 5, verifica-se que os países que registam um maior número de relatórios de RSE divulgados no *site* do GRI são França (15,66%), Grécia (15,66%), Espanha (13,25%) e Reino Unido (12,05%) e, no total da amostra, uma maior representatividade de observações de empresas de Espanha (12,96%), Reino Unido (34,35%) e Noruega (9,52%). Ao nível da composição da amostra por ano e de acordo com o anexo 6, verifica-se uma menor representatividade do ano de 2018 uma vez que, no período de recolha da amostra, muitas empresas ainda não tinham submetido informação financeira e de RSE nas BD utilizadas.

² Sendo este um dos critérios para as empresas de pequena e média dimensão, segundo a Recomendação da Comissão 2003/361/CE.

³ Observações com capital próprio negativo, valor da dívida média nula, gastos financeiros negativos, tangibilidade superior a 1 e observações com custo da dívida superior a 1.

3.2 Variáveis

3.2.1 Medidas de desempenho financeiro e custo da dívida

Os indicadores de DF utilizados na literatura não têm suscitado tantas dúvidas na abordagem ao tema como as medidas de RSE (Horváthová, 2010). Na abordagem ao impacto financeiro da RSE, Peloza (2009) distingue medidas “*end state*”, “*intermediate outcome*” e “*mediating metrics*”. Segundo Orlitzky et al. (2003), é com as primeiras medidas que se verifica na literatura uma maior correlação entre a RSE e o DF. Estas podem ser medidas contabilísticas, como o ROE, ROA e ROS; medidas de mercado, como o *market value*; ou contabilísticas e de mercado, como o Tobin’s Q (Galant & Cadez, 2017). De acordo com Orlitzky et al. (2003) e Margolis et al. (2011), o desempenho de RSE prevê melhor o DF quando utilizados indicadores contabilísticos, comparativamente aos indicadores de mercado.

Por forma a possibilitar uma análise simultânea de empresas cotadas e não cotadas, e de acordo com a literatura de RSE, utilizaram-se 3 medidas contabilísticas: ROA (Waddock & Graves, 1997; Lee & Park, 2009; Kang et al., 2010), o ROE (Nelling & Webb, 2009; Lee & Park, 2009; Kang et al., 2010) e o ROS (Waddock & Graves, 1997; Shen & Chang, 2009). O ROE tem por base o resultado líquido e capta a eficiência na utilização dos capitais investidos pelos *shareholders*. O ROA representa a rendibilidade da empresa em termos de utilização dos ativos (Lee & Inoue, 2011), o ROS representa a rendibilidade operacional das vendas e estes rácios têm por base o resultado operacional de forma a não influenciar a análise com a possível associação entre o relato de RSE e o CD. As medidas contabilísticas são medidas completas para a análise do impacto do relato de RSE no DF pois são medidas afetadas pela discricionariedade dos gestores, refletindo a sua capacidade e desempenho de gestão (Orlitzky et al., 2003). Embora as medidas de rendibilidade representem o desempenho de curto prazo da empresa, Lee & Kim (2009) apontam para um elevado poder explicativo do ROA no *market adjusted return* nas empresas do setor hoteleiro.

Introduzindo medidas “*intermediate outcome*” (Peloza, 2009) e à semelhança de Du et al. (2017), procurou-se avaliar o impacto do relato de RSE no CD. Na literatura, verificase a utilização do custo contabilístico da dívida, medida capaz de captar decisões passadas de financiamento (Francis & Pereira, 2005; Kim et al., 2011). Tal como Francis & Pereira (2005), a *proxy* para o CD utilizada não é líquida da taxa de imposto do país, dado que a

literatura demonstra que a associação entre o relato de RSE e o custo de financiamento é independente da estrutura fiscal.

3.2.2 Medida de relato de RSE

Verifica-se uma grande variedade de medidas de RSE utilizadas na literatura. Os fatores que explicam esta variedade, prendem-se com a complexidade e multidimensionalidade do desenvolvimento sustentável (Schadewitz & Niskala, 2010).

Na literatura, as medidas de desempenho de RSE mais utilizadas baseiam-se na divulgação de informação de RSE, suportada por *frameworks* como o do GRI (Kaspereit & Lopatta, 2016); na presença em índices reputacionais (Orlitzky et al., 2003) como o índice de sustentabilidade *Dow Jones* (Dhaliwal, 2014; Lourenço & Eugénio,) e na BD KLD (Waddock & Graves, 1997; Nelling & Webb, 2009); na realização e avaliação de questionários feitos aos gestores (Garay & Font, 2012); ou na utilização de medida unidimensionais, como as contribuições financeiras que visem as dimensões da sustentabilidade (Galant & Cadez, 2017; Crisóstomo et al., 2011). No entanto, a maior parte das medidas têm por base a avaliação da informação acerca do desempenho de RSE divulgada publicamente ⁴. A utilização de uma medida baseada no relato estandardizado permite aferir acerca da importância da comunicação e divulgação de informação de RSE de qualidade.

Neste estudo, a medida de RSE utilizada baseia-se na estandardização do relato, ultrapassando assim uma das principais fontes de inconclusividade na literatura (Tschopp & Nastanski, 2014) e permitindo evitar a subjetividade do investigador (Galant & Cadez, 2017) com recurso a um *framework* mundialmente reconhecido. Utilizando uma amostra de empresas europeias sujeitas na sua maioria à legislação aí vigente, permitiu-se aproximar as empresas em termos da regulação de RSE a que estão sujeitas (Galant & Cadez, 2017). Assim, a variável de interesse *Lista_GRI* é uma variável *dummy* que indica se no ano *t* a empresa *i* emitiu um relatório de sustentabilidade.

3.2.3 Variáveis de controlo

Para permitir a comparação entre empresas, consideram-se as características específicas da empresa, mais frequentemente utilizadas na literatura, como determinantes da

⁴ Por exemplo, o *Stoxx Europe Sustainability Index* baseia-se na classificação de desempenho de sustentabilidade com recurso a informação da empresa, dos relatórios dos *media* de estudos setoriais e de informação de organismos públicos.

rendibilidade e do CD. O anexo 7 descreve de forma detalhada todas as variáveis utilizadas e a sua forma de cálculo.

Nos modelos de rendibilidade, consideraram-se as medidas sugeridas pela literatura que controlam o impacto das características da empresa no DF e na RSE (Tsoutsoura, 2004).

Estas medidas são:

- ✓ Dimensão – De acordo com Martínez-ferrero (2013), empresas de maior dimensão estão sujeitas a uma maior visibilidade (Crisóstomo et al., 2011) e pressão por parte dos *stakeholders* (Waddock & Graves, 1997). Simultaneamente, têm uma maior capacidade de praticar economias de escala nos custos de produção de informação (Clarkson et al., 2008) e eficiência operacional (Kang et al., 2010) do que empresas mais pequenas. Por outro lado, empresas de menor dimensão têm operações menos complexas (Lee & Kwanglim, 2013). A literatura apresenta resultados mistos na associação entre a dimensão e medidas de rendibilidade (Crisóstomo et al., 2011; Waddock & Graves, 1997; Nelling & Webb, 2009), pelo que não se espera uma associação particular;
- ✓ Endividamento – O endividamento representa a estrutura de capital da empresa e traduz a perceção de risco do mercado (Kang et al., 2010) que, de acordo com o *default-risk argument*, reduz o DF da empresa (Lee, 2008) e reflete-se na atitude da gestão face ao desenvolvimento sustentável (Waddock & Graves, 1997), esperando-se assim que assumam um coeficiente negativo;
- ✓ Crescimento – Com a medida do crescimento anual das vendas pretende-se captar as oportunidades de crescimento futuras da empresa, que se espera que estejam positivamente associadas às medidas de DF;
- ✓ Cotada – A variável cotada permite distinguir entre empresas cotadas e não cotadas e controlar os seus efeitos na rendibilidade.

Relativamente às variáveis que controlam o impacto da RSE no CD, a literatura utiliza frequentemente medidas que, de forma direta ou indireta, refletem o risco associado à empresa (Izzo et al., 2012). Estas medidas são:

- ✓ Dimensão – De acordo com Izzo et al. (2012) e Goss & Roberts (2012), empresas de maior dimensão têm maior capacidade de lidar com choques negativos no *cash-flow* e menor probabilidade de incumprimento, pelo que são consideradas pelos bancos como empresas de menor risco. No sentido dos resultados obtidos por

Du et al. (2017), Francis & Pereira (2005) e Kim et al. (2011), espera-se uma associação negativa entre a dimensão e o CD;

- ✓ Endividamento – Na medida em que quanto maior a alavancagem, maior a probabilidade das empresas entrarem em incumprimento (Clarkson et al., 2008), espera-se uma associação positiva entre o endividamento e o CD (Francis & Pereira, 2005; Kim et al., 2011; Goss & Roberts, 2008);
- ✓ Rendibilidade – Quanto maior a rendibilidade, maior a capacidade da empresa cumprir as suas obrigações com a dívida (Kim et al., 2011), pelo que se espera uma associação negativa entre o ROS e o CD (Du et al., 2017; Kim et al., 2011);
- ✓ Crescimento – O crescimento controla o efeito do potencial de crescimento da empresa no CD (Kim et al., 2011), numa associação que se espera negativa (Kim et al., 2011; Du et al., 2017; Goss & Roberts, 2008);
- ✓ Tangibilidade – De acordo com Kim et al. (2011), a tangibilidade está inversamente associada ao risco de crédito e assim, ao CD;
- ✓ Cotada – A variável cotada permite distinguir entre empresas cotadas e não cotadas e controlar os seus efeitos no CD.

3.3 Metodologia

De acordo com a literatura, formularam-se 3 modelos de estimação (*pooled OLS*) para estudar o impacto do relato de RSE na rendibilidade (Waddock & Graves, 1997) e 1 modelo (*pooled OLS*) para estudar o seu impacto no CD (Du et al., 2017; Kim et al., 2011), conforme se segue:

$$ROE_{i,t} = \beta_0 i,t + \beta_1 Lista_GRI_{i,t} + \beta_2 Dimensão_{i,t} + \beta_3 Risco_A_{i,t} + \beta_4 Crescimento_{i,t} + \beta_5 Cotada_{i,t} + \beta_6 País_{i,t} + \beta_7 Setor_{i,t} + \beta_8 Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROA_RO_{i,t} = \beta_0 i,t + \beta_1 Lista_GRI_{i,t} + \beta_2 Dimensão_{i,t} + \beta_3 Risco_A_{i,t} + \beta_4 Crescimento_{i,t} + \beta_5 Cotada_{i,t} + \beta_6 País_{i,t} + \beta_7 Setor_{i,t} + \beta_8 Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$ROS_RO_{i,t} = \beta_0 i,t + \beta_1 Lista_GRI_{i,t} + \beta_2 Dimensão_{i,t} + \beta_3 Risco_A_{i,t} + \beta_4 Crescimento_{i,t} + \beta_5 Cotada_{i,t} + \beta_6 País_{i,t} + \beta_7 Setor_{i,t} + \beta_8 Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Custo_Dívida_{i,t} = \beta_0 i,t + \beta_1 Lista_GRI_{i,t} + \beta_2 Dimensão_{i,t} + \beta_3 Risco_CP_{i,t} + \beta_4 Crescimento_{i,t} + \beta_5 ROS_RO_{i,t} + \beta_6 Tangibilidade_{i,t} + \beta_7 Cotada_{i,t} + \beta_8 País_{i,t} + \beta_9 Setor_{i,t} + \beta_{10} Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Para evitar a existência de heterocedasticidade e a autocorrelação dos erros padrão, introduziu-se a opção *clustered robust standard error*, por empresa, do Stata. Para todos os modelos foram introduzidas as variáveis *dummy País*, *Setor* e *Ano* para controlar efeitos sistemáticos entre o relato de RSE e o DF e CD. A variável *País* representa o país onde está localizada a empresa e o *Setor* representa o setor da indústria do turismo em que a empresa opera. A variável *Ano* representa o ano em que o relatório de RSE foi divulgado e o período contabilístico a que a informação financeira respeita. De acordo com Pelozo (2009), as medidas de rentabilidade financeira são afetadas por ciclos económicos e alterações de regulação. A literatura demonstra também que a valorização da RSE pelos *stakeholders* (Crisóstomo et al., 2011), a capacidade de praticar economias de escala e a intensidade competitiva é diferente entre os diversos setores de atividade (McWilliams & Siegel, 2000).

4. Análise de dados

4.1 Estatísticas descritivas

Apresentam-se na tabela 1 as principais estatísticas que descrevem a amostra.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis em estudo para o total da amostra

Variável	Nº Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>ROE</i>	1.281	0,0870	0,0724	0,2886	-1,8723	3,8380
<i>ROA_RO</i>	1.281	0,0516	0,0448	0,0686	-0,3147	0,4733
<i>ROS_RO</i>	1.281	0,1088	0,0986	0,1523	-0,7996	0,9628
<i>Custo_Dívida</i>	1.281	0,0699	0,0420	0,1169	0,0000	0,9899
<i>Lista_GRI</i>	1.281	0,0648	0	0,2463	0	1
<i>Dimensão</i>	1.281	5,3628	5,2319	0,5781	3,9782	7,1935
<i>Risco_A</i>	1.281	0,5755	0,5724	0,2118	0,0572	0,9670
<i>Risco_CP</i>	1.281	1,5369	0,7476	2,3866	0,0000	22,6145
<i>Crescimento</i>	1.281	0,0948	0,0529	0,3085	-0,9450	3,2697
<i>Tangibilidade</i>	1.281	0,6588	0,7679	0,2825	0,0030	0,9879
<i>Cotada</i>	1.281	0,1655	0	0,3718	0	1

Pode verificar-se que, para o total da amostra, as medidas *ROE*, *ROA_RO*, *ROS_RO* e *Custo_Dívida* apresentam uma média de 8,7%, 5,16%, 10,88% e 6,99%, respetivamente. Os valores obtidos para o desvio padrão das mesmas variáveis foram 28,8% para o *ROE*, 6,86% para o *ROA_RO*, 15,23% para o *ROS_RO* e 11,69% para o *Custo_Dívida*. Comparando o desvio padrão com a média, verifica-se elevadas discrepâncias no que diz respeito às variáveis *ROE*, *ROA_RO*, *ROS_RO* e *Custo_Dívida*, indicando uma maior variabilidade das observações. Ao nível do *Custo_Dívida*, o valor do desvio padrão e a

elevada discrepância entre o valor mínimo e máximo observado pode justificar-se pelo tipo de medida utilizada. Os resultados obtidos relativamente à média do *ROE* e do *ROS_RO* afastam-se dos valores descritos pela literatura, sendo coincidentes ao nível do *ROA_RO* e *Custo_Dívida*. Para empresas do setor da hotelaria e casinos, Lee & Park (2009) verificaram valores médios de 13% para o *ROE* e 4% para o *ROA*. Para empresas cotadas no índice S&P 500, Waddock & Graves (1997) indicaram valores médios de 13,9%, 5,5% e 5,9% para o *ROE*, *ROA* e *ROS*, respetivamente. Para o *Custo_Dívida*, obteve-se um valor médio semelhante ao verificado por Du et al. (2017), de 5,35% e Ye & Zhang (2011), de 6,74%, em empresas chinesas, enquanto que Francis & Pereira (2005) verificaram um valor médio superior, de 11,3%, em empresas de todo o mundo. A amostra é composta em 6,48% por observações de empresas que divulgam um relatório de RSE publicado no *site* do GRI e em 16,55% por observações de empresas cotadas. Em média, as empresas têm uma dimensão, medida pelo total do ativo, de cerca de 213 milhões de euros, apresentam uma proporção do passivo face ao ativo total de 57,55%, um endividamento de curto e médio-longo prazo superior em 53,69% ao total do capital próprio, um crescimento anual de cerca de 9,48% e um peso médio dos ativos fixos tangíveis de 65,88% face ao total do ativo.

Seguidamente, optou-se por decompor a amostra em dois subconjuntos: empresas que divulgam um relatório de RSE no *site* do GRI (*Lista_GRI=1*) e empresas que não divulgam um relatório de RSE no *site* do GRI (*Lista_GRI=0*).

Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis em estudo para a amostra de empresas *Lista_GRI=1*

Variável	Nº Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>ROE</i>	83	0,1407	0,0959	0,4374	-0,5601	3,8380
<i>ROA_RO</i>	83	0,0690	0,0571	0,0583	-0,0146	0,3976
<i>ROS_RO</i>	83	0,1172	0,0998	0,1128	-0,0320	0,8265
<i>Custo Dívida</i>	83	0,0885	0,0569	0,1254	0,0058	0,9786
<i>Dimensão</i>	83	6,1235	6,1778	0,6733	4,4745	7,1935
<i>Risco_A</i>	83	0,5975	0,5613	0,2014	0,1967	0,9569
<i>Risco_CP</i>	83	1,2198	0,7358	1,4205	0,0000	5,2222
<i>Crescimento</i>	83	0,0583	0,0439	0,1386	-0,4610	0,6365
<i>Tangibilidade</i>	83	0,5763	0,6950	0,3012	0,0239	0,9475
<i>Cotada</i>	83	0,6506	1	0,4797	0	1

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis em estudo para a amostra de empresas *Lista_GRI=0*

Variável	Nº Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>ROE</i>	1.198	0,0833	0,0715	0,2753	-1,8723	3,7001
<i>ROA_RO</i>	1.198	0,0504	0,0437	0,0691	-0,3147	0,4733
<i>ROS_RO</i>	1.198	0,1082	0,0985	0,1547	-0,7996	0,9628
<i>Custo Dívida</i>	1.198	0,0686	0,0413	0,1162	0,0000	0,9899
<i>Dimensão</i>	1.198	5,3101	5,1967	0,5324	3,9782	7,1537
<i>Risco_A</i>	1.198	0,5740	0,5748	0,2125	0,0572	0,9670
<i>Risco_CP</i>	1.198	1,5588	0,7509	2,4382	0,0000	22,6145
<i>Crescimento</i>	1.198	0,0974	0,0540	0,3168	-0,9450	3,2697
<i>Tangibilidade</i>	1.198	0,6645	0,7745	0,2804	0,0030	0,9879
<i>Cotada</i>	1.198	0,1319	0	0,3385	0	1

De acordo com as tabelas 2 e 3, a amostra de empresas GRI evidencia, para todas as medidas de rentabilidade e para a medida do CD, uma média e mediana superiores à média e mediana das mesmas medidas das empresas não pertencentes, em cada ano, à *Lista_GRI*. Sugere-se desta forma que as empresas que divulgam um relatório de RSE no *site* do GRI apresentam níveis superiores de rentabilidade, sendo que é no ROE que a diferença é mais notória, em cerca de 5,74%, e ao contrário do esperado, níveis superiores do custo da dívida. Ao nível das variáveis de controlo, pode verificar-se que, em média, das empresas que divulgam um relatório de RSE na BD do GRI, 65,06% são empresas cotadas e que as empresas que fazem parte da *Lista_GRI* são, em média, de maior dimensão; mais alavancadas, embora a proporção da dívida de curto e médio-longo prazo no passivo total seja menor e verificam um menor crescimento das vendas, em cerca de 4 pontos percentuais.

4.2 Matriz de correlação

No anexo 8 apresenta-se a matriz de correlação de Pearson. De acordo com o evidenciado, a correlação entre a variável de interesse *Lista_GRI* e as medidas de rentabilidade é positiva, conforme o esperado e estatisticamente significativa para o *ROE* (valor-p <10%) e para o *ROA_RO* (valor-p <5%), suportando preliminarmente **H1**. Em relação ao *Custo_Dívida*, a correlação é positiva, ao contrário do esperado, mas não evidencia significância estatística. Sugere-se assim que a presença na *Lista_GRI* associa-se positivamente a valores superiores de *ROE* e *ROA_RO*.

Relativamente aos modelos de rendibilidade e considerando as correlações que evidenciam significância estatística, a *Dimensão* correlaciona-se positivamente com o *ROA_RO* e *ROS_RO*, o *Risco_A* apresenta uma correlação negativa com o *ROA_RO*, o *ROS_RO* e o *Crescimento* e a empresa ser *Cotada* correlaciona-se positivamente com o *ROA_RO*. Sugere-se assim que as empresas de maior dimensão apresentam níveis superiores de ROA e ROS, que as empresas mais alavancadas apresentem níveis inferiores de ROA e ROS e que as empresas cotadas e em crescimento apresentam maior ROA. Relativamente ao modelo do CD, apenas as variáveis *Risco_CP*, *Tangibilidade* e *Cotada* apresentam uma correlação estatisticamente significativa, sugerindo que empresas com maior nível de endividamento e maior proporção de ativos tangíveis no total do ativo apresentam menor *Custo_Dívida* e que as empresas cotadas registam níveis de *Custo_Dívida* superiores face às empresas não cotadas.

Tendo em conta a abordagem da literatura a uma correspondência bidirecional entre o DF e a RSE que alude a um “ciclo virtuoso”, controlado pelas características da empresa e analisando a multicolinearidade, as variáveis de controlo que evidenciam uma maior correlação estatisticamente significativa são as variáveis *Dimensão* e *Lista_GRI*, com um coeficiente de correlação de 0,3465 (valor $p < 1\%$), *Cotada* e *Lista_GRI*, com um coeficiente de correlação de 0,3436 (valor $p < 1\%$) e ainda as variáveis *Cotada* e *Dimensão*, com um coeficiente de correlação de 0,3932 (valor $p < 1\%$). Foi feito um teste à multicolinearidade, através do cálculo dos VIF. O anexo 9 evidencia os valores obtidos, verificando-se que não existe multicolinearidade quando incluídas as variáveis de controlo em simultâneo, pois os valores obtidos são inferiores a 10 (Montgomery et al., 2006).

4.3 Resultados modelos de regressão

4.3.1 Relação entre RSE e o desempenho financeiro

Com o objetivo de validar as hipóteses em estudo e analisando, primeiramente, a associação entre a divulgação de um relatório de RSE publicado no *site* do GRI e a rendibilidade do capital próprio (*ROE*), dos ativos (*ROA_RO*) e das vendas (*ROS_RO*) e a associação entre a divulgação de um relatório de RSE publicado no *site* do GRI e o CD (*Custo_Dívida*) através dos modelos de relação linear (*pooled-OLS*), obtiveram-se os resultados apresentados nas tabelas 4 e 5:

Tabela 4 - Resultados obtidos nos modelos de regressão linear de rendibilidade

	Sinal esperado	Modelo 1 <i>ROE</i>	Modelo 2 <i>ROA_RO</i>	Modelo 3 <i>ROS_RO</i>
<i>Constante</i>		-0,019 (-0,140)	0,076* (1,910)	-0,196** (-2,230)
<i>Lista_GRI</i>	+	0,084 (1,280)	0,016 (1,450)	0,021 (0,830)
<i>Dimensão</i>	?	-0,002 (-0,140)	-0,002 (0,300)	0,041*** (3,600)
<i>Risco_A</i>	-	0,028 (0,450)	-0,016 (1,180)	-0,010 (0,270)
<i>Crescimento</i>	+	0,039 (1,250)	0,018** (2,410)	0,017 (0,880)
<i>Cotada</i>	+	0,014 (0,450)	0,012 (1,310)	-0,014 (0,880)
<i>dummy setor</i>	Incluídas			
<i>dummy país</i>				
<i>dummy ano</i>				
Nº Obs.	1.281			
R2		0,072	0,208	0,218

ROE: rendibilidade do capital próprio da empresa; **ROA_RO:** rendibilidade do ativo da empresa medida pelo resultado operacional; **ROS_RO:** rendibilidade das vendas, medida pelo resultado operacional; **Lista_GRI:** variável *dummy* que assume o valor “1” se a empresa *i* no ano *t* divulgou um relatório publicado no *site* do GRI e “0”, caso contrário; **Dimensão:** logaritmo do total do ativo; **Risco_A:** endividamento da empresa, medido com base no ativo; **Crescimento:** crescimento da empresa entre os anos *t* e *t-1* e **Cotada:** variável *dummy* que assume o valor “1” se a empresa é cotada e “0” caso contrário.
*, ** e *** indicam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1 %, respetivamente. A estatística do teste *t* encontra-se em parêntesis e baseia-se nos erros padrão robustos ajustado ao nível da empresa.

Em todos os modelos de rendibilidade apresentados, a variável *Lista_GRI* assume coeficientes positivos, sugerindo que as empresas que divulgam um relatório de RSE no *site* do GRI tendem a registar níveis de rendibilidade superiores. No entanto, esta associação não revela significância estatística, o que não permite concluir pela existência de uma associação entre a divulgação de um relatório de sustentabilidade no *site* do GRI e a rendibilidade de uma empresa (*ROE*, *ROA_RO* e *ROS_RO*). Assim, a hipótese **H1** não se confirma. Relativamente às variáveis de controlo que assumem significância estatística, verifica-se uma associação positiva entre o *Crescimento* e o *ROA_RO* (valor-p <0,05), conforme esperado, indicando que empresas com uma variação anual positiva das vendas superior verificam níveis superiores de rendibilidade do ativo e entre a *Dimensão* e o *ROS_RO* (valor-p <0,01), indicando que empresas de maior dimensão verificam uma rendibilidade das vendas superior. O endividamento (*Risco_A*) assume um coeficiente positivo no modelo 1 e negativo no modelo 2, conforme verificado por Lee & Park (2009), e negativo no modelo 3, embora não evidencie significância estatística na explicação de

nenhuma das medidas de rendibilidade. Sugere-se ainda que o facto de uma empresa ser cotada (*Cotada*) verifica uma tendência para níveis superiores de ROE e ROA mas inferiores de ROS.

Relativamente ao coeficiente de determinação, indica-se que 7,2%, 20,8% e 21,8% da variação total da variável *ROE*, *ROA_RO* e *ROS_RO* é explicada pelo modelo, respetivamente, sendo o modelo 3 aquele que apresenta um maior valor coeficiente de determinação.

4.3.2 Relação entre RSE e o custo da dívida

Tabela 5 - Resultados obtidos nos modelos de regressão linear do custo da dívida

	Sinal esperado	Modelo 4 <i>Custo_Dívida</i>
<i>Constante</i>		0,289*** (5,200)
<i>Lista_GRI</i>	-	0,012 (0,590)
<i>Dimensão</i>	-	-0,005 (-0,780)
<i>Risco_CP</i>	+	-0,006*** (-4,040)
<i>Crescimento</i>	-	-0,084 (-3,240)
<i>ROS_RO</i>	-	0,013 (0,430)
<i>Tangibilidade</i>	-	-0,003*** (-0,360)
<i>Cotada</i>	-	-0,001 (-0,110)
<i>dummy setor</i>		Incluídas
<i>dummy país</i>		
<i>dummy ano</i>		
Nº Obs.		1.281
R2		0,155

Custo_Dívida: rácio entre os gastos financeiros do ano t e o total da dívida de curto e médio-longo prazo média entre os anos t e t-1; **Lista_GRI:** variável *dummy* que assume o valor “1” se a empresa i no ano t divulgou um relatório publicado no *site* do GRI e “0”, caso contrário; **Dimensão:** logaritmo do total do ativo; **Risco_CP:** endividamento da empresa, medido com base no capital próprio; **Crescimento:** crescimento da empresa entre os anos t e t-1; **ROS_RO:** rendibilidade das vendas da empresa, medida pelo resultado operacional; **Tangibilidade:** rácio entre o total do ativo tangível e o total do ativo não corrente; e **Cotada:** variável *dummy* que assume o valor “1” se a empresa é cotada e “0” caso contrário.

*, ** e *** indicam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1 %, respetivamente. A estatística do teste t encontra-se em parêntesis e baseia-se nos erros padrão robustos ajustado ao nível da empresa.

De acordo com os resultados obtidos no modelo 4, indica-se que empresas que divulgam um relatório de RSE no *site* do GRI (*Lista_GRI=1*) tendem a apresentar níveis

superiores de custo da dívida (*Custo_Dívida*), numa associação que não revela significância estatística. Assim, a hipótese H2 não se confirma. Relativamente às variáveis de controlo, apenas *Risco_CP* (valor-p <0,01) e *Tangibilidade* (valor-p <0,01) se associam ao *Custo_Dívida* com significância estatística. Estes resultados indicam que, ao contrário do verificado na literatura e por Goss & Roberts (2008), em empresas com uma maior proporção de dívida de curto e médio-longo prazo face ao total do capital próprio, associam-se níveis de custo da dívida mais baixos e que, conforme esperado, em empresas com uma maior proporção de ativos tangíveis face ao total do ativo, associam-se custos da dívida mais baixos, tal como confirmado por Kim et al. (2011).

4.4 Análise de robustez

De acordo com a metodologia aplicada por López et al. (2007) e uma vez que não se pode garantir a normalidade da distribuição das variáveis dependentes, utilizou-se o teste não paramétrico Mann–Whitney U, para amostras independentes. O teste não paramétrico Mann–Whitney U permite identificar se existem diferenças significativas nos indicadores de rentabilidade *ROE*, *ROA_RO* e *ROS_RO* e no *Custo_Dívida* entre empresas que, pertencendo ao mesmo setor, estão presentes na *Lista_GRI* e empresas que não estão presentes na *Lista_GRI*. Partindo das empresas presentes na *Lista_GRI*, em cada ano e para cada uma delas, selecionaram-se empresas não presentes na *Lista_GRI* tendo por base a dimensão, medida pelo total do ativo, com o valor mais próximo e pertencentes ao mesmo setor. De acordo com os resultados obtidos indicados na tabela 6, a um nível de significância de 5%, não existem diferenças significativas na média das medidas de rentabilidade e do custo da dívida entre empresas presentes na *Lista_GRI* e empresas não presentes na *Lista_GRI*, o que vai de encontro com os resultados obtidos nos modelos de regressão linear.

Tabela 6 - Teste não paramétrico Wilcoxon rank-sum (Mann Whitney)

Wilcoxon rank-sum (Mann Whitney)	<i>ROE</i>	<i>ROA_RO</i>	<i>ROS_RO</i>	<i>Custo_Dívida</i>
Média	0,0870	0,0516	0,1088	0,0699
Desvio Padrão	0,2886	0,0686	0,1523	0,1169
z	-1,744	-1,779	-0,188	-1,382
Prob > z	0,0812	0,0752	0,851	0,1669

Adicionalmente, adotando uma abordagem mais conservadora à consideração dos valores extremos no que diz respeito ao *Custo_Dívida*, que apresenta valores que variam entre 0,00% e 98,99%, optou-se por analisar a mesma regressão excluindo da amostra os valores extremos das variáveis dependentes a 5% e a 10%. Os resultados relativamente à associação entre a divulgação de um relatório de RSE no *site* do GRI e o custo da dívida mantêm-se, isto é, não se pode afirmar que a presença na *Lista_GRI* está associada a um menor CD. As únicas alterações verificam-se ao nível das variáveis de controlo, sendo que, quando eliminados os valores extremos a 5%, a variável *Risco_CP* perde significância estatística e a variável *Cotada*, com coeficiente positivo, passa a ser estatisticamente significativa. Quando eliminados os valores extremos a 10%, o *ROS_RO*, com coeficiente negativo, passa a ser estatisticamente significativo, conforme verificado por Du et al. (2017).

5. Conclusões

Os resultados obtidos não sugerem que as empresas que perseguem políticas de RSE e divulgam um relatório de RSE no *site* do GRI apresentam um desempenho superior às empresas que divulgam um relatório de RSE no *site* do GRI, verificando-se uma associação neutra. Estes resultados vão contra grande parte da literatura, que evidencia uma associação positiva e estatisticamente significativa entre o desempenho de RSE e medidas contabilísticas de DF. De forma mais próxima dos resultados obtidos, Kaspereit & Lopatta (2016) verificaram uma associação neutra entre a divulgação de um relatório de RSE no *site* do GRI e o valor de mercado da empresa. Também Lee & Kim (2009) verificaram uma associação neutra entre o desempenho de RSE e o DF, contabilístico e de mercado, no setor dos casinos. Desta forma, conclui-se que o relato de RSE não exerce uma influência significativa na redução de gastos e/ou aumento dos rendimentos no curto-prazo.

Ao nível do custo da dívida, da mesma forma, os resultados não sugerem que as empresas que perseguem políticas de RSE e divulgam um relatório de RSE no *site* do GRI apresentam um custo da dívida inferior às empresas que não o fazem, verificando-se uma associação neutra que não é suportada pela literatura. De forma mais próxima dos resultados obtidos, Izzo et al. (2012) não verificaram um efeito particular do desempenho de RSE no custo da dívida e Goss & Roberts (2008) verificaram que a influência do desempenho de RSE no custo da dívida é pouco significativa. Desta forma, conclui-se que

o envolvimento e relato de RSE não é relevante para a avaliação do risco operacional da empresa por parte dos bancos.

Este estudo contribui para a literatura na medida em que se debruça sobre o impacto da RSE, ao nível da rendibilidade e redução do risco, em empresas cotadas e não cotadas pertencentes ao setor do turismo e lazer, através de uma medida de relato de RSE.

A principal limitação do estudo prende-se com a composição da amostra, que é pouco representativa da tendência que se verifica na realidade empresarial de um aumento do número de relatórios de RSE divulgados, e no qual o *framework* do GRI assume a principal preponderância. Num período posterior aos dados terem sido recolhidos, o GRI indisponibilizou da BD os relatórios divulgados entre 2016 e 2018, o que pode suportar esta divergência, com a justificação de que, àquele momento, a recolha dos dados e o processo de registo dos relatórios de acordo com o GRI-Standards estava em curso, o que poderia originar más interpretações dos dados ou de tendências. Ao nível da formulação dos modelos, não foi possível utilizar uma medida do investimento em R&D e em publicidade, por indisponibilidade dos dados na BD Amadeus. De acordo com McWilliams & Siegel (2000), a omissão desta variável nos modelos está na origem da inconsistência nos resultados da literatura.

Considerando que as medidas contabilísticas não permitem uma análise do impacto do relato de RSE no longo prazo e que não se associam diretamente ao impacto externo do relato de RSE (Orlitzky et al., 2003), sugere-se uma abordagem a medidas de mercado, como o Tobin's Q. A análise tendo em conta a consistência com que as empresas divulgam relatórios de RSE também seria relevante, na medida em que a perceção mais consolidada no mercado de que uma empresa é sustentável e um maior compromisso com o relato poderia suportar a validade destas relações.

Referências Bibliográficas

- Adams, C., Hill, W. Y., & Roberts, C. (1998). Corporate social reporting practices in western europe: Legitimizing corporate behaviour? *British Accounting Review*, 30(1), pp. 1–21.
- Barnett, M. L. & Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *1122*(September), pp. 1101–1122.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304–1320.
- Berthelot, S., Coulmont, M., & Serret, V. (2012). Do Investors Value Sustainability Reports? A Canadian Study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(6), pp. 355–363.
- Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S. (2009). The stock performance of America's 100 Best Corporate Citizens. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(3), pp. 1065–1080.
- Camilleri, M. (2014). Advancing the Sustainable Tourism Agenda Through Strategic CSR Perspectives. *Tourism Planning and Development*, 11(1), pp. 42–56.
- Carroll, A. B. & Shabana, K. M. (2010). The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), pp. 85–105.
- Chen, L., Feldmann, A. & Tang, O. (2015). The relationship between disclosures of corporate social performance and financial performance: Evidences from GRI reports in manufacturing industry. *International Journal of Production Economics*, 170, pp. 445–456.
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D. & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4–5), pp. 303–327.
- Cook, K. A., Romi, A. M., Sánchez, D. & Sánchez, J. M. (2018). The Influence of Corporate Social Responsibility on Investment Efficiency and Innovation. *Journal of Business, Finance and Accounting*, (806), pp. 1–66.

- Cowen, S. S., Ferreri, L. B. & Parker, L. D. (2000). The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: A typology and frequency-based analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 12(2), pp. 111-122.
- Crane, A. & Glozer, S. (2016). Researching Corporate Social Responsibility Communication: Themes, Opportunities and Challenges. *Journal of Management Studies*, 53(7), pp. 1223–1252.
- Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J., Eds, D. S. & Oxford, T. (2008). The Business Case For Corporate Social Responsibility. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), pp. 83–112.
- Crisóstomo, V. L., De Souza Freire, F. & De Vasconcellos, F. C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), pp. 295–309.
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), pp. 1–13.
- De Villiers, C. & Marques, A. (2016). Corporate social responsibility, country-level predispositions, and the consequences of choosing a level of disclosure. *Accounting and Business Research*, 46(2), pp. 167–195.
- De Villiers, C. & van Staden, C. J. (2006). Can less environmental disclosure have a legitimising effect? Evidence from Africa. *Accounting, Organizations and Society*, 31(8), pp. 763–781.
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A. & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), pp. 328–355.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Accounting Review*, 86(1), pp. 59–100.
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G., 2012. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *Accounting Review*, 87(3), pp. 723–759.

- Donaldson, T. & Preston, L. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications, *The Academy of Management Review*, 20(1), pp. 65–91.
- Du, S. & Bhattacharya, C. B. (2010). Maximizing business returns to corporate social responsibility (CSR): The role of CSR communication. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), pp. 8–19.
- Du, X., Weng, J., Zeng, Q., Chang, Y. & Pei, H. (2017). Do Lenders Applaud Corporate Environmental Performance? Evidence from Chinese Private-Owned Firms. *Journal of Business Ethics*, 143(1), pp. 179–207.
- Dyllick, T. & Hockerts, K. (2002). Beyond the Business Case for Corporate Sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11, pp. 130–141.
- European Commission, Corporate Social Responsibility & Responsible Business Conduct – Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs. European Commission. Retrieved 19 June 2019, from https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_en.
- European Commission (2011). A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of Regions. Retrieved 19 June 2019, from <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/ae5ada03-0dc3-48f8-9a32-0460e65ba7ed/language-en>.
- Fernando, M. P. & Chitru, S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 20(1), pp. 397–403.
- Ferris, S. P. (1997). Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value. *Strategic Management Journal*, 18(1), pp. 77–83.
- Francis, J. R. & Pereira, R. (2005). Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *The Accounting Review*, 80(4), pp. 1125–1162.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *New York Times Magazine*, 33, pp. 122–124.
- Galant, A. & Cadez, S. (2017). Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), pp. 1–18.

- Garay, L. & Font, X. (2012). Doing good to do well? Corporate social responsibility reasons, practices and impacts in small and medium accommodation enterprises. *International Journal of Hospitality Management*, 31(2), pp. 329–337.
- Gil, M. J. A., Jiménez, J. B. & Lorente, J. J. C. (2001). An analysis of environmental management, organizational context and performance of Spanish hotels. *Omega*, 6(29), pp. 457–471.
- Glennie, M. & Lodhia, S. (2013). The influence of internal organisational factors on corporate-community partnership agendas: An Australian case study. *Meditari Accountancy Research*, 21(1), pp. 52–67.
- Goss, A. (2009). Corporate social responsibility and financial distress. *Annual Conference of the Administrative Sciences Association of Canada*
- Goss, A. & Roberts, G. S. (2008). Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt Financing. *Orlando: Financial Management Association*
- Global Reporting Initiative (2017). GRI Annual report.
- 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.
- Hahn, R. & Kühnen, M. (2013). Determinants of sustainability reporting: A review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of Cleaner Production*, 59, pp. 5–21.
- Hahn, R. & Lülfs, R. (2014). Legitimizing Negative Aspects in GRI-Oriented Sustainability Reporting: A Qualitative Analysis of Corporate Disclosure Strategies. *Journal of Business Ethics*, 123(3), pp. 401–420.
- Han, H., Hsu, L. T. J., Lee, J. S. & Sheu, C. (2011). Are lodging customers ready to go green? An examination of attitudes, demographics, and eco-friendly intentions. *International Journal of Hospitality Management*, 30(2), pp. 345–355.
- Hassel, L., Nilsson, H. & Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*, 14(1), pp. 41–61.
- Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry corporate disclosure and the capital markets. *Journal of Accountancy and Research*, 31(1–3), pp. 405–440.

Herzig, C. & Schaltegger, S. (2006). Corporate sustainability reporting. *Sustainability Accounting and Reporting*, pp. 301–324.

Hill, R.P., Ainscough, T., Shank, T. & Manullang, D. (2007). Corporate social responsibility and socially responsible investing: A global perspective. *Journal of Business Ethics*, pp. 165–174.

Horváthová, E. (2010). Does environmental performance affect financial performance? A meta-analysis. *Ecological Economics*, 70(1), pp. 52–59.

Husted, B. W. (2003). Governance choices for corporate social responsibility: To contribute, collaborate or internalize? *Long Range Planning*, 36(5), pp. 481–498.

Izzo, M. F. & Magnanelli, B. S. (2012). Does It Pay or Does Firm Pay? The Relation between CSR Performance and the Cost of Debt., *SSRN Electronic Journal*.

Jiao, Y. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 34(10), pp. 2549–2561.

Kasim, A. (2006). The Need for Business Environmental and Social Responsibility in the Tourism Industry. *International Journal of Hospitality & Tourism Administration*, 7(1), pp. 63–83.

Kaspereit, T. & Lopatta, K. (2016). The value relevance of SAM's corporate sustainability ranking and GRI sustainability reporting in the European stock markets. *Business Ethics*, 25(1), pp. 1–24.

Kassinis, G. I. & Soteriou, A. C. (2010). Greening the Service Profit Chain: the Impact of Environmental Management Practices. *Production and Operations Management*, 12(3), pp. 386–403.

Kim, J. B., Simunic, D. A., Stein, M. T. & Yi, C. H. (2011). Voluntary audits and the cost of debt capital for privately held firms: Korean evidence. *Contemporary Accounting Research*, 28(2), pp. 585–615.

KPMG, 2017. The KPMG survey of corporate responsibility reporting 2017. The KPMG Survey of Corporate (10). Retrieved 14 June 2019, from <https://home.kpmg.com/xx/en/home/campaigns/2017/10/survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.html>

- Lee, S., Kwanglim, S., Amit, S. (2013). Coporate social responsability and firm performance in the airline industry: The moderating role of oil prices. *Tourism Management*, 38, pp. 20-30.
- Lee, S. (2008). Examination of various financial risk measures for lodging firms. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 32(2), pp. 255–271.
- Lee, S. & Inoue, Y. (2011). Effects of Different Dimensions of Corporate Social Responsibility on Corporate Financial Performance in Tourism-Related Industries financial performance in tourism-related industries. *Tourism Management*, 32, pp. 790–804.
- Lee, S. & Kim, W. G. (2009). EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry? *International Journal of Hospitality Management*, 28(3), pp. 439–445.
- Lee, S. & Park, S. Y. (2009). Do socially responsible activities help hotels and casinos achieve their financial goals? *International Journal of Hospitality Management*, 28(1), pp. 105–112.
- López-Gamero, M. D., Molina-Azorín, J. F. & Claver-Cortés, E. (2009). The whole relationship between environmental variables and firm performance: Competitive advantage and firm resources as mediator variables. *Journal of Environmental Management*, 90(10), pp. 3110–3121.
- López, M. V., Garcia, A. & Rodriguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index. *Journal of Business Ethics*, 75(3), pp. 285–300.
- Lourenço, I. C. & Eugénio, T. (2012). How Does the Market Value Corporate Sustainability. *Journal of Business Ethics*, 108(4), pp. 1–34.
- Magnanelli, B. S. (2017). Corporate social performance and cost of debt. *Social Responsibility Journal*, 13(2), pp. 250-265.
- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A. & Walsh, J. P. (2011). Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance., pp. 1–68. *And does it matter*, 2009.

- Marimon, F., Alonso-Almeida, M., Rodríguez, M. & Cortez Alejandro, K. (2012). The worldwide diffusion of the global reporting initiative: What is the point? *Journal of Cleaner Production*, 33, pp. 132–144.
- Marna, D. klerk & Charl, de V. (2012). The value relevance of corporate responsibility reporting: South African evidence. *Meditari Accountancy Research*, 20(1), pp. 21–38.
- Martínez-ferrero, J., Garcia-sanchez, I. M. & Cuadrado-ballesteros, B. (2013). Effect of Financial Reporting Quality on Sustainability Information Disclosure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22, pp. 45–64.
- Mcwilliams, A. & Siegel, D. S. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603-609.
- Milanes-Montero, P., Stone, C. & Perez-Calderon, E. (2018). Environmental Reporting in the Hospitality Industry: an International Analysis. *Environmental Engineering and Management Journal*, 13(10), pp. 2531–2540.
- Nandy, S. L. (2012). Do banks value the eco-friendliness of the firms in their corporate lending decisions? Some empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 25, pp. 83-93
- Moser, D. V. & Martin, P. R. (2012). A broader perspective on corporate social responsibility research in accounting. *Accounting Review*, 87(3), pp. 797–806.
- Murphy, D. & Ng’ombe, A. (2009). Corporate social responsibility. Corporate Social Responsibility and Urban Development: Lessons from the South, *Springer*. 35(4), pp. 7–33.
- N. Burhan, A. H. & Rahmanti, W. (2015). The Impact of Sustainability Reporting on Company Performance. *Journal of Economics, Business, and Accountancy | Ventura*, 15(2), pp. 257.
- Tirole, J. & Bénabou, R. (2010). Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica*, 77(305), 1-19.
- Nelling, E. & Webb, E. (2009). Corporate social responsibility and financial performance: The “virtuous circle” revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), pp. 197–209.

- Ng, A. C. & Rezaee, Z. (2012). Sustainability Disclosures and Cost of Capital. *SSRN Electronic Journal*.
- Nizamuddin, M. (2016). Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: An Exploratory Study of Measurement-Approach Selection Issues. *International Refereed Journal of Reviews and Research*, 6(1), pp. 12–42.
- O'Donovan, G. (2002). Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), pp. 344–371.
- Oikonomou, I., Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S. (2012). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Journal of Financial Management*, 4(12), pp. 483–515.
- Oikonomou, I., Brooks, C. & Pavelin, S. (2014). The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings. *Financial Review*, 49(1), pp. 49–75.
- Organization, W. T. (2018). European Union Tourism Trends. Retrieved 5 June 2019, from <https://www.e-unwto.org/doi/pdf/10.18111/9789284419470>.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., Rynes, S. L. & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis, *Organization Studies*, pp. 403–441.
- Parastoo, S., So, S. & Saeidi, P. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation and customer satisfaction. *Journal of business research*, 68(2) pp. 341–350.
- Pelozo, J. (2009). The challenge of measuring financial impacts from investments in corporate social performance. *Journal of Management*, 35(6), pp. 1518–1541.
- Peršić, M., Janković, S. & Vlašić, D. (2015). Sustainability Reporting: Possible Ways of Rethinking Hospitality Accounting. *Journal of economic and social development*, 2(2), pp. 223–239.
- Reverte, C. (2009). Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms. *Journal of Business Ethics*, 88(2), pp. 351–366.
- Goss, A. & Roberts, G. S. (2012). The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Engineering Economics*, 35(7), pp. 1794-1810

- Rodríguez, F. J. G., del Mar, A. C. Y. (2007). Relation between social-environmental responsibility and performance in hotel firms. *International Journal of Hospitality Management*, 26(4), pp. 824–839.
- Richardson, A. J. & Kachler, M. D. (2017). University sustainability reporting: A review of the literature and development of a model. *Handbook of Sustainability in Management Education*, pp. 385–405.
- Rogers, J. (2016). The next frontier. *Strategic Finance*, 97(12), pp. 28-37
- Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M. & Paul, K. (2016). An Empirical Investigation of the Relationship Between Corporate Social Performance and Financial Performance. *Proceedings of the International Association for Business and Society*, 32(2), pp. 581–591.
- Salzmann, O., Ionescu-somers, A. & Steger, U. (2005). The Business Case for Corporate Sustainability: Literature review and research options. *European Management Journal*, 23(1), pp. 27–36.
- Schadewitz, H. & Niskala, M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(2), pp. 96–106.
- Schreck, P. & Raithel, S. (2018). Corporate Social Performance, Firm Size, and Organizational Visibility: Distinct and Joint Effects on Voluntary Sustainability Reporting. *Business and Society*, 57(4), pp. 742–778.
- Shen, C. H. & Chang, Y. (2009). Ambition versus conscience, does corporate social responsibility pay off? the application of matching methods. *Journal of Business Ethics*, 88(1), pp. 133–153.
- Siegel, A. M. & McWilliams, A. (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), pp. 117–127.
- Škare, M. & Golja, T. (2014). The impact of government CSR supporting policies on economic growth. *Journal of Policy Modeling*, 36(3), pp. 562–577.
- Skouloudis, A., Evangelinos, K. & Kourmoussis, F. (2009). Development of an evaluation methodology for triple bottom line reports using international standards on reporting. *Environmental Management*, 44(2), pp. 298–311.

- Smith, N. C. (2003). Corporate Social Responsibility: Whether or How? *California Management Review*, 45(4), pp. 52-76
- Stoddard, J. E., Pollard, C. E. & Evans, M. R. (2012). The Triple Bottom Line: A Framework for Sustainable Tourism Development. *International Journal of Hospitality and Tourism Administration*, 13(3), pp. 233–258.
- Sweeney, L. & Coughlan, J. (2008). Do different industries report Corporate Social Responsibility differently? An investigation through the lens of stakeholder theory. *Journal of Marketing Communications*, 2(14), pp. 113–124.
- Theodoulidis, B., Diaz, D., Crotto, F. & Rancati, E. (2017). Exploring corporate social responsibility and financial performance through stakeholder theory in the tourism industries. *Tourism Management*, 62, pp. 173–188.
- Tsoutsoura, M. (2004). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Center for Responsible Business*, Working Paper Series. Paper 7. University of California.
- Waddock, S. A. & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance- financial performance link. *Strategic Management Journal*, 8(4), pp. 303–319.
- Weber, M. (2008). The business case for corporate social responsibility: A company-level measurement approach for CSR. *European Management Journal*, 26(4), pp. 247–261.
- Williams, P. W. & Ponsford, I. F. (2009). Confronting tourism’s environmental paradox: Transitioning for sustainable tourism. *Futures*, 41(6), pp. 396–404.
- World Travel and Tourism Council (2019). *Travel & Tourism: World Economic Impact 2019*.
- Ye, K. & Zhang, R. (2011). Do Lenders Value Corporate Social Responsibility? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 104, pp. 197–206.
- Yenidogan, A., Gurcaylilar-yenidogan, T. & Tetik, N. (2016). Sustainability Reporting in the Hospitality Industry: A Research Model Proposal on Sustainability Performance. *International Conference on Economic Sciences and Business Administration*, 3(1), pp. 79-86.

6. Anexos

Anexo 1 - Revisão da literatura: Relação entre o desempenho e relato de RSE e o desempenho financeiro

Autores	Método	Medidas financeiras	Medida de RSE	Resultados
(Waddock & Graves, 1997)	OLS	ROA, ROE, ROS	KLD score	Positiva
(Shen & Chang, 2009)	Estatística univariada OLS	ROA, ROE, Margem Bruta/Vendas, EPS	‘Corporate Social Responsibility Award’	Positiva
(De Villiers & Marques, 2016)	OLS	Preço da acção	GRI, GRI A/B	Positiva
(N. Burhan & Rahmanti, 2015)	OLS	ROA	Nº indicadores GRI (dimensões económica, ambiental e social)	Positiva
(Rodríguez & del Mar Armas Cruz, 2007)	OLS	ROA	Desempenho de RSE (questionários)	Positiva
(Ruf, Muralidhar, Brown, & Paul, 2016)	OLS	Varição ROE, variação ROS, variação vendas	Varição desempenho RSE (questionários e KLD)	Positiva apenas para variação das vendas
(Crisóstomo, et al., 2011)	OLS	Tobin’s Q, ROA, ROE	Despesas de RSE (empregados, acções sociais e ambientais)	Negativa, ao nível da relação com os empregados, e neutra
E. Nelling e E. Webb (2008)	Standard-OLS Efeitos fixos dados de painel	ROA, Retorno das acções	KLD score	Positiva Neutra
(Kaspereit & Lopatta, 2016)	Pooled OLS GMM	Valor de mercado	Aderência GRI elevada/reduzida, DJSI	Pouco conclusiva
(McWilliams & Siegel, 2000)	OLS	Medidas contabilísticas	KLD score	Neutra
(Barnett & Salomon, 2012)	OLS	ROA, RL	KLD score	Relação em U
(Lee & Park, 2009)	OLS	ROA, ROE, MV	KLD score	Neutra (casinos) e positiva (hóteis)
(Kang et al., 2010)	OLS	ROA, ROE, Tobin’s Q	KLD score	Mistos
(Oikonomou, I., Brammer, Brooks, & Pavelin, 2012)	OLS	Retorno das acções	EIRIS score (ambiente, empregados, comunidade)	Negativa
(López et al., 2007)	OLS Mat-Whitney U test	Varição RLP	DJSI	Negativa

Anexo 2 - Revisão da literatura: Relação entre o desempenho e relato de RSE e o custo da dívida

Autores	Método	Medidas financeiras	Medida de RSE	Resultados
(X. Du et al., 2017)	Pooled OLS	Juros/Dívida	Análise de conteúdo (GRI)	Negativa
(Francis & Pereira, 2005)	OLS 2SLS	Juros/Dívida	Extensão relato voluntário CIFAR	Negativa
(Ng & Rezaee, 2012)	OLS	Juros/Dívida	Relato KLD KLD score	Negativa
(Ye & Zhang, 2011)	OLS 2SLS	Juros/Dívida	Doações de caridade/Vendas	Relação em U
(Izzo, Maria Federica and Magnanelli, 2012)	OLS	Juros/Dívida	SAM score	Neutra
(Goss & Roberts, 2008)	OLS 2LS Matching Score	Spread da dívida	KLD score	Positiva

Anexo 3 - Processo de seleção do subconjunto de empresas *Lista_GRI=1*

Nº empresas GRI/Ano	2014	2015	2016	2017	2018	Nº Obs.
BD GRI	61	49	57	53	26	246
Indisponíveis na BD Amadeus	(6)	(2)	(6)	(7)	(2)	(23)
Setores não selecionados	(8)	(7)	(7)	(3)	(1)	(26)
Amostra inicial	47	40	44	43	23	197
PME	(13)	(7)	(5)	(5)	0	(30)
Valores contabilísticos indisponíveis	(14)	(14)	(20)	(17)	(14)	(79)
Outliers	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)
Amostra final	19	18	18	20	8	83

Anexo 4 - Composição da amostra por setor de atividade

		Observações empresa-ano					
		Lista_GRI = 1		Lista_GRI = 0		Total	
NACE Rev. 2	Setor de atividade	Nº	%	Nº	%	Nº	%
9321	Atividades de parques temáticos e de diversão	8	9,64%	13	1,09%	21	1,64%
7010	Atividades de <i>head offices</i>	18	21,69%	5	0,42%	23	1,80%
9312	Atividades de clubes desportivos	6	7,23%	108	9,02%	114	8,90%
9200	Atividades de apostas e casinos	9	10,84%	87	7,26%	96	7,49%
5510	Hotéis e alojamentos similares	24	28,92%	542	45,24%	566	44,18%
7711	Aluguer e <i>leasing</i> de carros e veículos ligeiros	2	2,41%	115	9,60%	117	9,13%

5010	Transporte de pessoas marítimo e costeiro	8	9,64%	87	7,26%	95	7,42%
5222	Prestação de serviços relacionados com o transporte marítimo	1	1,20%	134	11,19%	135	10,54%
7912	Atividades de operadores turísticos	2	2,41%	46	3,84%	48	3,75%
7911	Atividades de agências de viagens	5	6,02%	61	5,09%	66	5,15%
	Total	83	100%	1.198	100%	1.281	100%

Anexo 5 - Composição da amostra por país

	Observações empresa-país					
	Lista_GRI = 1		Lista_GRI = 0		Total	
País	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Áustria	6	7,23%	6	0,50%	12	0,94%
Bélgica	0	0,00%	15	1,25%	15	1,17%
Croácia	0	0,00%	7	0,58%	7	0,55%
Chipre	0	0,00%	6	0,50%	6	0,47%
Dinamarca	4	4,82%	46	3,84%	50	3,90%
Finlândia	5	6,02%	25	2,09%	30	2,34%
França	13	15,66%	61	5,09%	74	5,78%
Alemanha	7	8,43%	59	4,92%	66	5,15%
Grécia	13	15,66%	55	4,59%	68	5,31%
Hungria	0	0,00%	1	0,08%	1	0,08%
Islândia	0	0,00%	5	0,42%	5	0,39%
Irlanda	0	0,00%	15	1,25%	15	1,17%
Itália	7	8,43%	79	6,59%	86	6,71%
Lituânia	0	0,00%	1	0,08%	1	0,08%
Holanda	0	0,00%	23	1,92%	23	1,80%
Noruega	1	1,20%	121	10,10%	122	9,52%
Polónia	2	2,41%	17	1,42%	19	1,48%
Portugal	0	0,00%	22	1,84%	22	1,72%
Espanha	11	13,25%	155	12,94%	166	12,96%
Suécia	4	4,82%	39	3,26%	43	3,36%
Suíça	0	0,00%	10	0,83%	10	0,78%
Reino Unido	10	12,05%	430	35,89%	440	34,35%
Total	83	100%	1.198	100%	1.281	100%

Anexo 6 - Composição da amostra por ano

	Observações empresa-ano					
	Lista_GRI = 1		Lista_GRI = 0		Total	
Ano	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2014	19	22,89%	246	20,53%	265	20,69%

2015	18	21,69%	289	24,12%	307	23,97%
2016	18	21,69%	291	24,29%	309	24,12%
2017	20	24,10%	278	23,21%	298	23,26%
2018	8	9,64%	94	7,85%	102	7,96%
Total	83	100%	1.198	100%	1.281	100%

Anexo 7 - Descrição das variáveis e medidas utilizadas

Variável	Definição	Estudos anteriores
Variáveis dependentes		
<i>ROE</i>	Rácio entre o resultado líquido do período e o capital próprio	(Shen & Chang, 2009); (Waddock & Graves, 1997); (Lee & Park, 2009) e (Kang et al., 2010)
<i>ROA_RO</i>	Rácio entre o resultado operacional e o total do ativo	(Shen & Chang, 2009); (Waddock & Graves, 1997); (Lee & Park, 2009); (Barnett & Salomon, 2012); (Kang et al., 2010) e (Nelling & Webb; 2008);
<i>ROS_RO</i>	Rácio entre o resultado operacional e os rendimentos operacionais (<i>operating revenue/turnover</i>)	(Waddock & Graves, 1997)
<i>Custo da dívida</i>	Rácio entre os gastos financeiros do ano <i>t</i> e o total da dívida de curto (<i>loans</i>) e médio-longo prazo (<i>long-term debt</i>) média entre os anos <i>t</i> e <i>t-1</i>	(Francis & Pereira, 2005); (Ng & Rezaee, 2012) e (Kim et al., 2011)
Variável independente		
<i>Lista_GRI</i>	Variável <i>dummy</i> que assume o valor “1” se a empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> divulgou um relatório de RSE publicado no <i>site</i> do GRI “0”, caso contrário.	(De Villiers & Marques, 2016)
Variáveis de controlo		
<i>Dimensão</i>	Logaritmo do total dos ativos	(Waddock & Graves, 1997) e (Francis & Pereira, 2005)
<i>Risco_A</i>	Rácio entre o total do passivo e o total do ativo	(Waddock & Graves, 1997); (Barnett & Salomon, 2012); (Lee & Park, 2009) e (Lee & Inoue, 2011)
<i>Risco_CP</i>	Rácio entre o total da dívida de curto (<i>loans</i>) e médio-longo prazo (<i>long-term debt</i>) e o total do capital próprio	(Ye & Zhang, 2011)
<i>Crescimento</i>	Varição dos rendimentos operacionais (<i>operating revenue/turnover</i>) entre os anos <i>t</i> e <i>t-1</i>	(Kim et al., 2011)
<i>ROS_RO</i>	Rácio entre o resultado operacional e os rendimentos operacionais (<i>operating revenue/turnover</i>)	(Du et al., 2017)
<i>Cotada</i>	Variável <i>dummy</i> que assume o valor “1” se a empresa <i>i</i> é cotada e “0” caso contrário	-
<i>Tangibilidade</i>	Rácio entre o total do ativo tangível e o total do ativo não corrente	(Du et al., 2017)
<i>Setor</i>	Variáveis <i>dummy</i> representativas de cada setor de atividade ao qual as empresas incluídas na amostra pertencem	McWilliams & Siegel (2000) e (Waddock & Graves, 1997)
<i>País</i>	Variáveis <i>dummy</i> representativas de cada país ao qual as empresas incluídas na amostra pertencem	(De Villiers & Marques, 2016)
<i>Ano</i>	Variáveis <i>dummy</i> representativas de cada ano ao qual cada uma das observações pertence	(Lee & Inoue, 2011) e (Francis & Pereira, 2005)

Anexo 8 – Matriz de correlação de Pearson

	<i>ROE</i>	<i>ROA_RO</i>	<i>ROS_RO</i>	<i>Custo Dívida</i>	<i>Lista_GRI</i>	<i>Dimensão</i>	<i>Risco_A</i>	<i>Risco_CP</i>	<i>Crescimento</i>	<i>Tangibilidade</i>	<i>Cotada</i>
<i>ROE</i>	1										
<i>ROA_RO</i>	-	1									
<i>ROS_RO</i>	-	-	1								
<i>Custo Dívida</i>	-	-	-	1							
<i>Lista_GRI</i>	0,0490*	0,0669**	0,0146	0,042	1						
<i>Dimensão</i>	0,0192	0,0479*	0,0852***	-0,007	0,3465***	1					
<i>Risco_A</i>	0,0299	-0,0663**	-0,0658**	-	0,0274	0,0305	1				
<i>Risco_CP</i>	-	-	-	-0,1283***	-0,035	0,0225	-	1			
<i>Crescimento</i>	0,0427	0,0800***	0,0217	-0,0163	-0,0312	-0,0358	0,0631**	0,0328	1		
<i>Tangibilidade</i>	-	-	-	-0,2529***	-0,0769***	-0,0459	-	0,0617**	0	1	
<i>Cotada</i>	0,0179	0,0917***	-0,0098	0,0550**	0,3436***	0,3932***	-0,0401	-0,0961***	-0,0221	-0,1849***	1

Anexo 9 - VIF das variáveis independentes

Variáveis	Modelos 1, 2 e 3		Modelo 4	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
<i>Dimensão</i>	1,62	0,616038	1,66	0,601643
<i>Cotada</i>	1,59	0,630673	1,62	0,616281
<i>Lista_GRI</i>	1,51	0,661278	1,51	0,662176
<i>Risco_A</i>	1,14	0,879820	-	-
<i>Crescimento</i>	1,04	0,965326	-	-
<i>ROS_RO</i>	-	-	1,28	0,779187
<i>Risco_CP</i>	-	-	1,09	0,919505
<i>Crescimento</i>	-	-	1,03	0,968307