



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO
CIÊNCIAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

O IMPACTO DAS CARACTERÍSTICAS DOS CONSELHOS DE
ADMINISTRAÇÃO NO DESEMPENHO DE
SUSTENTABILIDADE DAS EMPRESAS COTADAS NO PSI20

JOÃO PEDRO CAIXINHA FÉLIX

OUTUBRO - 2023



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO
CIÊNCIAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

O IMPACTO DAS CARACTERÍSTICAS DOS CONSELHOS DE
ADMINISTRAÇÃO NO DESEMPENHO DE
SUSTENTABILIDADE DAS EMPRESAS COTADAS NO PSI20

JOÃO PEDRO CAIXINHA FÉLIX

ORIENTAÇÃO:
PROFESSOR DOUTOR PEDRO VERGA MATOS

OUTUBRO - 2023

RESUMO

A sustentabilidade é um tema que tem vindo a ganhar mais relevância a nível mundial nos últimos anos. Em 2016 entrou em vigor a Agenda 2030 onde constam 17 objetivos de sustentabilidade a cumprir até essa data e os esforços das empresas no âmbito da sustentabilidade são essenciais para que seja possível atingir os mesmos. As empresas portuguesas têm alguma urgência em acelerar os processos de sustentabilidade uma vez que Portugal é um país signatário do Acordo de Paris.

Atualmente os *stakeholders* não se preocupam apenas com o desempenho financeiro das empresas, mas também com os esforços feitos pelas empresas de forma que estas sejam sustentáveis. O *Corporate Governance* visa alinhar os interesses das empresas com os interesses dos *stakeholders*, de modo que é necessário saber que características de *Corporate Governance*, mais especificamente as características do Conselho de Administração, influenciam positivamente o desempenho de sustentabilidade das empresas.

O presente estudo investiga a relação entre as características do conselho de administração e o desempenho de sustentabilidade em empresas cotadas no PSI20. Com a crescente importância atribuída ao *Corporate Governance* e à sustentabilidade, compreender como as estruturas influenciam o desempenho sustentável torna-se imperativo.

Foi adotada uma abordagem empírica, analisando uma amostra representativa de empresas cotadas no PSI20 entre 2017 e 2022. Foram analisadas as seguintes características do Conselho de Administração: Independência dos Diretores, Dualidade de CEO e Diversidade de Género nos Conselhos de Administração. Concluindo que a Diversidade de Género e a Independência dos Diretores impactam positivamente o desempenho de sustentabilidade.

Palavras-chave: Corporate Governance, Sustentabilidade, Conselho de Administração, PSI20, Desempenho Sustentável, ESG.

ABSTRACT

Sustainability is a subject that has been gaining relevance worldwide in the past few years. In 2016, the 2030 Agenda, which includes de 17 sustainable goals to be met by that year, came into effect and the companies' efforts regarding sustainability are essential in order to achieve these goals. Portuguese companies have some urgency in accelerating the sustainability processes as Portugal is a signatory country of the Paris Agreement where the 2030 Agenda was set.

At the moment, stakeholders are not just concerned with companies' financial performance but also with companies' efforts to be sustainable. Corporate Governance aims to align companies' interests with stakeholders' interests so that it's necessary to know which characteristics of Corporate Governance, more specifically the characteristics of the Board of Directors that have a positive influence on the companies' sustainability performance.

This study analyses the relation between the characteristics of the board of directors and the sustainability performance of PSI20 listed companies. With the growing importance attributed to Corporate Governance and sustainability it is imperative to understand how structures influence the sustainable performance.

An empirical approach was adopted to analyze a representative sample of PSI20 listed companies between 2017 and 2022. The following characteristics of the Board of Directors were analyzed: Director Independence, CEO Duality and Gender Diversity in the Boards of Directors. Concluding that Gender Diversity and Independence of Directors positively impact sustainability performance.

Keywords: Corporate Governance, Sustainability, Board of Directors, PSI20, Sustainability Performance, ESG.

AGRADECIMENTOS

Quero agradecer a todos, que de alguma forma me ajudaram a atingir mais uma etapa na minha vida.

Agradeço ao meu orientador Professor Doutor Pedro Verga Matos, pelo apoio, paciência e partilha de conhecimento ao longo da presente dissertação.

Agradeço à minha família que esteve sempre presente e me que me continua a motivar para seguir os meus sonhos e objetivos.

Por fim, quero também agradecer aos meus colegas e amigos por todas as horas que passámos reunidos, pela camaradagem e por todo o valor que me acrescentaram, quer a nível académico, quer a nível pessoal.

ÍNDICE

RESUMO	<i>i</i>
ABSTRACT	<i>ii</i>
AGRADECIMENTOS	<i>iii</i>
ÍNDICE	<i>iv</i>
INDÍCE DE TABELAS	<i>v</i>
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	3
2.1. Sustentabilidade	3
2.2. Objetivos de Desenvolvimento Sustentável	3
2.3. Sustentabilidade no contexto empresarial	4
2.4. Corporate Governance	6
2.5. Sistemas de Corporate Governance	7
2.5.1 Sistema Anglo-Saxónico	7
2.5.2 Sistema Continental.....	8
2.6. Corporate Governance em Portugal	9
2.7. Conselho de Administração e Sustentabilidade	9
3. Desenvolvimento de Hipóteses	13
3.1. Independência dos diretores	13
3.2. Dualidade de CEO	14
3.3. Diversidade do Conselho de Administração	15
4. Metodologia	15
4.1. Recolha de dados e caracterização da amostra	15
4.2. Descrição das variáveis	17
4.2.1 Variável Dependente	19
4.2.2 Variáveis Independentes.....	20
4.2.3 Variáveis de Controlo.....	21
4.3. Metodologia da investigação	21
5. Análise de Resultados	22
5.1. Análise Descritiva	22
5.2. Evidência Empírica	26
5.2.1 Resultados da Equação 1	27
5.2.2 Resultados da Equação 2	28
5.2.3 Resultados da Equação 3	29
5.2.4 Resultados da Equação 4.....	30
5.3. Análise de Resultados	30
6. Conclusões, Contribuições, Limitações e Investigações Futuras	32
6.1. Conclusões e Contribuições	32

6.2 Limitações e Investigações Futuras	33
<i>Referências Bibliográficas.....</i>	36

INDÍCE DE TABELAS

Tabela I - Revisão de literatura sobre as medidas de desempenho sustentável e as características do Conselho de Administração	11
Tabela II - Classificação da amostra por indústria	16
Tabela III - Classificação da amostra por Dualidade de CEO.....	17
Tabela IV - Lista de Variáveis definições e fontes.....	18
Tabela V - Estatísticas Descritivas	23
Tabela VI - Matriz de Correlação de Pearson	25
Tabela VII – Resultados da Equação 1.....	27
Tabela VIII - Resultados da Equação 2	28
Tabela IX - Resultado da Equação 3	29
Tabela X - Resultados da Equação 4	30

LISTA DE ABREVIATURAS

BCSD - *Business Council for Sustainable Development*

CA - Conselho de Administração

CEO – Chief Executive Officer

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DJSI – Índice de Sustentabilidade de Dow Jones

DP – Desvio Padrão

EQ. - Equação

FTSE - *Financial Times Stock Exchange*

GRI - *Global Reporting Initiative*

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

MSCI - *Morgan Stanley Capital International*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OLS - *Ordinary Least Squares*

PME – Pequenas e Médias Empresas

PSI – *Portuguese Stock Index*

ROA - *Return on Assets*

S&P - *Standard and Poor's*

SPSS- *Statistical Package for the Social Sciences*

1. Introdução

O *Corporate Governance* é um conjunto de mecanismos através dos quais as empresas são dirigidas e controladas de forma transparente, alinhando os interesses dos gestores com os dos acionistas. Nas últimas duas décadas, o tema *Corporate Governance* tem vindo receber mais atenção tanto por parte dos investigadores como também das empresas, devido aos escândalos das empresas Enron e WorldCom e à crise financeira mundial de 2008 (Kreuzberg e Vicente, 2019). Desde então já foram criados vários sistemas de governação de empresas dependendo do contexto jurídico de cada país (Silva *et al.*, 2006).

O universo empresarial atualmente enfrenta o desafio de olhar para a sustentabilidade de uma forma mais abrangente englobando as três dimensões: (1) Económica, (2) Ambiental e (3) Social. As empresas cotadas em bolsa têm a obrigação de divulgar informação acerca do seu desempenho de sustentabilidade relativamente às três dimensões mencionadas anteriormente (Ali e Jandon, 2022).

Para facilitar a interpretação da informação relativa ao desempenho da sustentabilidade nas empresas, existem pontuações que traduzem essa informação em números, como por exemplo o *ESG Score*. O *ESG Score* é uma medida ou avaliação objetiva do desempenho de sustentabilidade de uma empresa, no que diz respeito às questões ambientais, sociais e de governação. O processo de classificação do *ESG* ajuda também a preencher as lacunas entre a informação divulgada e a interpretação do público (Miller, 2022).

Atualmente, os acionistas e os restantes *stakeholders* não se preocupam apenas com os relatórios financeiros, mas também com as questões sociais e ambientais relacionadas com as atividades da empresa (Halid, 2022). Desta forma, é importante otimizar o desempenho da sustentabilidade nas empresas de modo a ir ao encontro dos *stakeholders*.

Atualmente, as empresas são dirigidas através do *Corporate Governance*, e a introdução da sustentabilidade no contexto empresarial é um passo necessário para assegurar o sucesso a longo-prazo e reagir às mais recentes alterações ambientais e sociais (Ludwig e Sassen, 2022). Ou seja, as empresas têm de ser sustentáveis não só economicamente, mas como também ao nível social e ambiental.

Assim sendo, é importante compreender de que forma as empresas podem otimizar o seu desempenho relativamente à sua sustentabilidade. No caso das empresas portuguesas há uma certa urgência em acelerar este processo tendo em vista o compromisso assumido no Acordo de Paris, os Objetivos de Desenvolvimento das Nações Unidas e o Pacto Ecológico Europeu (Lusa, 2021).

O objetivo desta investigação passa pelo aprofundamento do tema da sustentabilidade no mundo empresarial. Para além disso, pretende-se compreender de que forma (e se) as características do Conselho de Administração influenciam o desempenho da sustentabilidade nas empresas cotadas no PSI20. Por conseguinte, será possível identificar que alterações das características dos Conselhos de Administração poderiam ser efetuadas por estas empresas de forma a acelerar o processo de tornar as empresas portuguesas mais sustentáveis.

2. *Revisão de Literatura*

2.1. Sustentabilidade

A temática do desenvolvimento sustentável, nos últimos anos, tem vindo a ter um especial enfoque na literatura académica muito devido à excessiva exploração de recursos naturais, aumento de população, alterações climáticas e degradação do ambiente (Aggarwal, 2013; Boakye *et al.*, 2021; WCED, 1987). Tendo em consideração o paradigma das empresas portuguesas, há uma certa urgência em acelerar o processo de desenvolvimento sustentável como finalidade cumprir o assumido no Acordo de Paris, os Objetivos de Desenvolvimento das Nações Unidas e o Pacto Ecológico Europeu (Aggarwal, 2013; Firoiu *et al.*, 2022; Lusa, 2021).

O termo sustentabilidade refere-se, assim, à forma como se defende e se aplica o desenvolvimento sustentável (USEPA, 2022). O conceito de sustentabilidade pode ser definido de diversas formas, tendo por base os mesmos princípios sendo estes o balanço entre o crescimento económico, proteção do ambiente e responsabilidade social. A sustentabilidade pode ser, assim, definida como um conceito multidisciplinar (Hubbard, 2009; Zwickle, *et al.*, 2014).

2.2 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável

A agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável, que entrou em vigor no ano de 2016 foi adotada por todos os Estados-Membros das Nações Unidas. Esta define as prioridades e aspirações a atingir relativamente ao desenvolvimento sustentável até 2030, sendo para isso necessários esforços globais para atingir os objetivos e metas definidos. Os objetivos de sustentabilidade a atingir baseiam-se em 5 princípios: Planeta, Pessoas, Prosperidade, Paz e Parcerias. Os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável englobam 17 objetivos, entre os quais, igualdade de género, trabalho digno, crescimento económico e ação climática (BCSD, 2022). Para a persecução destes objetivos é necessário um esforço por parte das organizações, quer através do financiamento sustentável quer através da partilha, publicamente, dos resultados dos seus esforços (Firoiu *et al.*, 2022; Hens *et al.*, 2018; Seghezzeo, 2009).

Hoje em dia, os investidores cada vez mais procuram construir um portfólio com organizações que estejam alinhadas com as aspirações dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável essencialmente no que diz respeito a aspetos ambientais, sociais e de

governance – ESG (Abreu *et al.*, 2021; Liu, 2020). É de salientar que empresas que apresentam um melhor desempenho nos aspetos anteriormente mencionados são consideradas mais competitivas e resilientes, e empresas com um pior desempenho têm de pagar um prémio de risco que tende, por norma, a aumentar (BCSD, 2022).

Com o intuito de integrar os Objetivos de Sustentabilidade Sustentável o BCSD Portugal sugere que, para além de ancorar os objetivos de sustentabilidade no negócio, é essencial a gestão de topo orientar e informar toda a organização de como estes objetivos de sustentabilidade criam valor à mesma (BCSD, 2022). A literatura confirma que a força interna do *Corporate Governance* é, de facto, fulcral na conclusão destes objetivos, demonstrando a relação positiva entre mecanismos internos de *Corporate Governance* e o desempenho de sustentabilidade nas organizações (Martinez-Ferrero e Garcia-Meca, 2020).

Um estudo realizado em 2022, sobre a concretização dos objetivos de desenvolvimento sustentável em Portugal, demonstra através dos seus resultados uma situação positiva conduzindo a um cumprimento dos objetivos de 57.5%. Adicionalmente, o estudo revela que Portugal tem um melhor desempenho ao nível do combate à pobreza, da qualidade da educação, da igualdade de género e na redução da desigualdade. No entanto, o mesmo estudo indica que existe, ainda, em Portugal um potencial para melhoria que ainda não foi explorado, obtendo assim um pior desempenho ao nível do combate à fome, da saúde e bem-estar, da indústria e inovação, cidades sustentáveis, do consumo e produção responsável e em estabelecer parcerias para globais (Firoiu *et al.*, 2022).

2.3 Sustentabilidade no contexto empresarial

O principal objetivo das organizações passa por obter o maior retorno possível sobre o capital investido. Assim, durante muitos anos as empresas usavam todas as ferramentas que estivessem ao seu dispor para atingir esse fim garantindo apenas a sua sustentabilidade económica. Porém com as preocupações mundiais a nível ambiental, social e económico as empresas enfrentam o desafio de como tornar as suas operações sustentáveis (Bueno, 2006).

A sustentabilidade empresarial passa pelo processo do balanço económico, ambiental e social nas empresas, ou seja, criar impacto na cadeia de valor da organização a nível económico, ambiental e social (Elkington, 1997; Liu, 2020; Porter, 2011; Tebo,

2005). Consequentemente, as empresas conseguem criar valor para os acionistas como também acrescentam valor à sociedade, reduzindo simultaneamente a poluição e o impacto ambiental (Liu, 2020; Tebo, 2005).

Atualmente, as organizações já publicam os relatórios de sustentabilidade juntamente com os seus relatórios financeiros, comunicando assim as suas atividades de sustentabilidade a todos os *stakeholders* (Abreu *et al.*, 2021; Liu, 2020). Os investidores nos mercados de capitais são os *stakeholders* mais importantes, uma vez que estes fornecem o capital necessário à empresa, permitindo assim a sua continuidade (Ali e Jadoon, 2022; Halid, 2022). Assim, vários investigadores tentam entender de que forma os resultados dos relatórios de sustentabilidade impactam a tomada de decisão dos investidores no mercado de capitais (Ali e Jadoon, 2022). Consequentemente, a abordagem de uma empresa para a gestão de valor deve não apenas maximizar os lucros económicos, mas também maximizar o valor ESG, o que pode ser alcançado por meio da implementação de um processo de compromisso de todas as partes interessadas (Martirosyan e Vashakmadze, 2013).

O processo de tomada de decisões sustentáveis está fortemente ligado aos requisitos dos *stakeholders*. Portanto, os relatórios ESG estão intimamente associados à teoria dos *stakeholders*, que prioriza o atendimento dos interesses e necessidades das partes interessadas como um aspeto crucial da estratégia da empresa. Para garantir uma medição de sustentabilidade eficaz, os *stakeholders* internos devem colaborar para estabelecer indicadores confiáveis nos relatórios. Isso facilitará a divulgação de informações sobre o desempenho da sustentabilidade empresarial que sejam facilmente compreensíveis para os *stakeholders* internos e externos (Ali e Jadoon, 2022; Halid, 2022; Freeman e McVea, 2001).

O *Triple Bottom Line* foi desenvolvido por John Elkington (1994) com o objetivo de mensurar a sustentabilidade, alterando assim a forma como as empresas medem a sua sustentabilidade. Este conceito, engloba as três dimensões da sustentabilidade: social, ambiental e económica, destacando-se dos restantes relatos visto que conseguem mensurar as componentes sociais e ecológicas utilizando os meios apropriados. No conceito em análise as três dimensões da sustentabilidade são comumente designadas de Pessoas (social), Lucros (económico) e Planeta (ambiental) (Slaper, 2013).

Para o cálculo do *Triple Bottom Line*, existem várias formas possíveis de o executar. Alguns investigadores afirmam que se deve monetizar as dimensões Pessoas e Planeta, o que traria a vantagem de todas as dimensões se encontrarem na mesma unidade,

a unidade monetária (Slaper, 2013). Porém, Slaper (2013) afirma que certos fatores nas dimensões Pessoas e Planeta são muito difíceis de mensurar em termos monetários por se assentarem em bases filosóficas.

O ESG *Score* é uma medida objetiva do desempenho de sustentabilidade de uma empresa, no que diz respeito às questões ambientais, sociais e de *governance* (Miller, 2022; Swarnapali, 2017). Existem dois sistemas de pontuação do ESG: (1) o específico da indústria, que avalia as questões que têm sido consideradas fundamentais na indústria onde a empresa está inserida, e o (2) agnóstico da indústria, que incorpora fatores que são aceites transversalmente a todas as indústrias, como a diversidade e a inclusão, por exemplo (Miller, 2022). Segundo o mesmo autor a classificação final é obtida através da soma das classificações dos critérios e da respetiva ponderação.

Contudo ainda não existe uma medida *standard* para a sustentabilidade empresarial (Swarnapali, 2017). Na literatura podemos identificar duas abordagens para mensurar a sustentabilidade empresarial, como referido anteriormente, através de índices de sustentabilidade como por exemplo, GRI, KLD Index, DJSI e FTSE4Good ou através de indicadores como ESG *scores*, níveis de emissão de carbono e quantidade de energia utilizada. Ambas as abordagens são aceites na literatura, porém os indicadores permitem uma análise mais detalhada dos diferentes aspetos relativos à sustentabilidade (Nikolaou *et al.*, 2019; Swarnapali, 2017).

2.4 *Corporate Governance*

Após os eventos ocorridos no início do século XXI, como o caso do escândalo das empresas Enron e WorldCom, houve um grande desenvolvimento dos mecanismos de *Corporate Governance* (Silva *et al.*, 2006).

As primeiras referências ao *Corporate Governance* surgiram no século XVIII, onde Adam Smith já mencionava o facto dos diretores de grandes empresas não gerirem com o mesmo cuidado o dinheiro da organização como se fossem os próprios donos da empresa (Smith, 2014). No entanto, apenas a partir da década de 90, mais precisamente em 1992, surgiu a primeira definição para o *Corporate Governance* com o Relatório de *Cadbury*. Este mencionava que *Corporate Governance* podia ser definido como o sistema pelo qual as empresas eram dirigidas e controladas (Cadbury, 1992). Esta definição tinha como principal foco aumentar a riqueza dos donos das empresas e assentava em três

estruturas: (1) assembleia geral dos acionistas, (2) conselho de administração e (3) direção executiva (Ntim, 2017).

A definição comumente aceita nos dias de hoje é dada pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE): o *Corporate Governance* é o sistema através do qual as organizações são dirigidas e controladas criando um ambiente de confiança, transparência e responsabilidade promovendo o crescimento a longo prazo. (OCDE, 2016).

Contudo, o principal objetivo do *Corporate Governance* é levar ao crescimento da empresa de forma contínua, mantendo a transparência através da fiscalização e divulgação de informação de forma constante. O seu principal objetivo, segundo Nunes (2021), passa por garantir a confiabilidade de uma empresa, suportando um desenvolvimento económico sustentável.

2.5 Sistemas de *Corporate Governance*

Com o desenvolvimento do tema *Corporate Governance* é possível identificar dois sistemas de governo de sociedades, visto que os mecanismos de tomada de decisão e de fiscalização, e o contexto jurídico variam consoante o país (Silva *et al.*, 2006; Glinkowska, 2015): a teoria da agência, que se baseia no controlo externo, e a teoria dos *stakeholders*, baseado no controlo interno.

2.5.1 Sistema Anglo-Saxónico

O sistema Anglo-Saxónico é baseado na teoria da agência, mais comum nos Estados Unidos da América, Reino Unido e restantes países de influência Anglo-Saxónica. Com o uso deste sistema de *Corporate Governance* há a convicção de que existe um mercado eficiente de controlo das empresas, ou seja, neste sistema o mercado funciona como autorregulador dos gestores. Se os gestores forem incompetentes ou agirem apenas em prol dos seus próprios interesses fazendo com que o valor da empresa não seja maximizado, serão alvos de uma oferta pública de aquisição (*takeover*) (Silva *et al.*, 2006; Glinkowska, 2015).

Para garantir que os interesses dos gestores seguem o mesmo alinhamento dos interesses dos acionistas, a sua remuneração é variável consoante a cotação da empresa. Neste sistema a auditoria é realizada externamente à empresa, facilitando aos mercados de capitais uma grande quantidade de informação (Silva *et al.*, 2006). Ainda neste

sistema, o Conselho de Administração é composto por dois tipos de administração: os administradores internos (*insiders*), que por norma, conhecem melhor a organização por terem feito carreira na mesma, e os administradores externos (*outsiders*) que não têm qualquer ligação à empresa, ou seja, são independentes (Hitt *et al.*, 2017).

Os autores que defendem o sistema Anglo-Saxónico acreditam que este sistema promove o empreendedorismo e leva a um aumento das atividades económicas porque impõe menos barreiras ao negócio e oferece uma elevada proteção dos interesses dos investidores (De Bandt e Davis, 2000). Por outro lado, os autores que se opõem a este sistema, mencionam que este modelo se foca demasiado nos lucros a curto prazo, descorando o planeamento a longo prazo, o bem-estar social e a sustentabilidade (U-Din, 2021).

2.5.2 Sistema Continental

Na Alemanha nasce o protótipo do Sistema Continental baseado na teoria dos *stakeholders*, onde a estrutura de propriedade é um mecanismo crucial da estratégia da empresa e do seu desempenho. Neste modelo, os principais acionistas são responsáveis pelo controlo dos gestores e pelas principais decisões estratégicas. Os acionistas podem, ainda, ser também parte integrante do Conselho de Administração ou eleger pessoas de sua confiança para integrarem o mesmo (Jurgens *et al.*, 2010; Silva *et al.*, 2006).

Ao contrário do sistema Anglo-Saxónico, no Sistema Continental a remuneração fixa representa a maior parte da remuneração total. Assim, não existe uma necessidade tão grande de alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas. Neste segundo sistema pode haver dois tipos de estruturas dos órgãos de administração: o modelo dualista, onde existe dois órgãos responsáveis pela administração da empresa, e o modelo monista (latino), onde existe apenas um órgão responsável pela administração da empresa (Silva *et al.*, 2006).

O Sistema Continental concilia o crescimento económico com boas condições de trabalho e de vida, dando aos trabalhadores mais direitos. Porém neste sistema existe mais intervenção por parte do governo, colocando mais barreiras ao negócio e taxas mais elevadas (Cernat, 2004).

2.6 *Corporate Governance* em Portugal

Em 1999, surgiu em Portugal a primeira versão do código português de *Corporate Governance* pela Comissão e Mercado de Valores Imobiliários (CMVM). Este continha 17 recomendações, como por exemplo o facto dos quadros deverem conter um ou mais diretores independentes, a fim de proteger os interesses dos acionistas mais pequenos e para que empresas criassem um controlo interno onde geriam potenciais conflitos de interesses (Teodósio, 2021).

No ano de 2014, o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) publicou a sua própria versão melhorada do código de *Corporate Governance* (Teodósio, 2021). Algumas empresas começaram a reger-se por este código ao invés de se guiarem pelo regulamento da CMVM que teria sido atualizado pela última vez em 2013 (*Regulamento da CMVM n.º4/2013*), o que gerou alguma confusão por existirem dois códigos publicados por duas instituições distintas (Teodósio, 2021). A solução encontrada para resolver este problema foi as duas instituições criarem em conjunto um novo código de *Corporate Governance* e um novo mecanismo para mensurar o cumprimento deste mesmo novo código (Teodósio, 2021). Em 2016, a CMVM transfere a responsabilidade na totalidade para o IPCG de desenvolver um novo código de *Corporate Governance* unificado (Teodósio, 2021). Após dois anos, em 2018, o IPCG publica o Código Português de *Corporate Governance*, tendo sido revisto pela última vez em 2020.

O sistema que mais prevalece em Portugal é o Sistema Continental monista (latino), ou seja, existe apenas um órgão responsável pela administração da empresa (Teodósio, 2021). O mesmo autor refere também que quase metade das empresas portuguesas cotadas em bolsa são empresas familiares, onde a remuneração do conselho de administração tem uma componente fixa em cerca de 75%.

Segundo o Relatório Anual de Monitorização relativo ao exercício de 2021, publicado pelo IPCG, houve um aumento percentual de acolhimento das recomendações no Código de Governo de Sociedades em relação ao ano anterior. Contudo, continua a ser considerado um acolhimento médio de 79%, sendo o grau de acolhimento médio das empresas que integram o PSI de 88% (IPCG, 2022).

2.7 Conselho de Administração e Sustentabilidade

O sucesso da empresa depende do Conselho de Administração, pois é este o responsável por aprovar e supervisionar a implementação dos objetivos estratégicos, o

sistema de governação e criar a cultura da empresa alinhado com os interesses dos acionistas (Birindelli *et al.*, 2018). Atualmente os acionistas e os restantes *stakeholders* não se preocupam apenas com os relatórios financeiros, mas também com as questões sociais e ambientais relacionadas com as atividades da empresa (Ali e Jadoon, 2022; Halid, 2022). Desta forma o Conselho de Administração deve encontrar o equilíbrio entre as três dimensões da sustentabilidade; económica, ambiental e social indo de encontro aos interesses dos *stakeholders* da empresa (Halid, 2022).

Em Portugal as questões ambientais assumem uma prioridade mais baixa na gestão das organizações, sendo ainda percecionada como ameaças e despesas adicionais (Robaina, 2019). Existe também escassez de literatura científica que analise os principais fatores de divulgação de informação relativa à sustentabilidade das empresas, às práticas de gestão e avaliação do desempenho ambiental em Portugal (Ramos *et al.*, 2013).

Vários estudos já demonstraram que o desempenho de sustentabilidade, na sua generalidade, tem um impacto positivo no desempenho da empresa. Um dos fatores que influencia o desempenho de sustentabilidade é o *Corporate Governance*, mais particularmente o Conselho de Administração (van Beurden e Gössling, 2008).

Relativamente à diversidade no Conselho de Administração, esta afeta a tomada de decisão, uma vez que origina diversas perspetivas e abordagens não convencionais para os problemas (Adams *et al.*, 2015). No caso mais específico da diversidade de género a literatura indica que as mulheres têm prioridades diferentes ao invés dos diretores masculinos, sendo mais propensas a apoiar projetos de responsabilidade social e com estilos de liderança diferentes sendo mais orientadas para os *stakeholders* e mais adversas à perda de reputação, conseqüentemente menos suscetíveis ao risco (Al-Shaer e Zaman, 2016).

Os diretores independentes são mais eficazes na sua função de controlo, sendo menos suscetíveis a tolerar oportunismo de gestão. As organizações com maior percentagem de diretores independentes esperam-se mais responsáveis e transparentes levando a uma divulgação voluntária de mais informações nos relatórios anuais (Hu e Loh, 2018). No entanto esta independência pode ser comprometida pela dualidade de CEO, ou seja, quando a mesma pessoa ocupa o cargo de presidente do Conselho de Administração e o cargo de CEO. Desta forma, existe uma grande concentração de poder na mesma pessoa podendo assim prejudicar a capacidade do Conselho de Administração para avaliar o desempenho da gestão de topo da empresa. A literatura estabelece, por

norma, uma relação negativa ou insignificante entre a dualidade de CEO e a divulgação voluntária de informação (Hu e Loh, 2018).

Após o referido anteriormente surge a seguinte questão: As características do Conselho de Administração nas empresas cotadas no PSI20 relacionam-se com o desempenho de sustentabilidade? Essa relação é positiva ou negativa? Na literatura vários autores comprovam, através de estudos, que as características do Conselho de Administração, como sejam, independência dos diretores, a dualidade de CEO, diversidade, dimensão e frequência de reuniões do Conselho de Administração, afetam o desempenho das organizações (Bhagat e Black, 1999), como é possível observar na Tabela I.

Tabela I - Revisão de literatura sobre as medidas de desempenho sustentável e as características do Conselho de Administração

Estudo	Medida de desempenho de sustentabilidade	Características do Conselho de Administração	Relação encontrada
Gaio <i>et al.</i> 2022	ESG Score ¹	Presença de mulheres no CA	Presença de mulheres no CA (+)
Halid <i>et al.</i> 2022	ESG Score	Dimensão Independência Duração do Mandato Diversidade	Dimensão (+) Independência (+) Duração do Mandato (-) Diversidade (+)
Disli 2022	ESG Score	Independência Diversidade Dimensão Atividade do CA	Independência (-) Diversidade (+) Dimensão (-) Atividade do CA (-)
Kamaludin <i>et al.</i> 2022	ESG Score	Independência Diversidade de género Reuniões do CA	Independência (+) Diversidade de género (+) Reuniões do CA (+)
Uyar <i>et al.</i> 2021	ESG Score	Diversidade Independência Dualidade de CEO Dimensão	Diversidade (+) Independência (+) Dualidade de CEO (-) Dimensão (-)
Naciti 2019	ESG Score	Independência Diversidade	Independência (-) Diversidade (+)

		Não-dualidade de CEO	Não-dualidade de CEO (+)
Hussain 2018	GRI ²	Dimensão Independência Dualidade de CEO Diversidade de género Atividade no CA	Dimensão (-) Independência (+) Dualidade de CEO (-) Diversidade de género (+) Atividade no CA (-)
Post <i>et al.</i> 2014	KLD index	Diversidade Independência	Diversidade (+) Independência (+)

¹ (E) Environmental, (S) Social, (G) Governance *Score*; ² Global Reporting Initiative

Fonte: Autoria própria

Como é possível observar na Tabela I, e como referido no subcapítulo da sustentabilidade empresarial, não existe uma medida *standard* para o desempenho de sustentabilidade por ser um tema complexo e multidisciplinar. (Slaper 2013; Swarnapali, 2017; Zwickle, *et al.*, 2014). Neste tema, de relacionar as características do Conselho de Administração com o desempenho de sustentabilidade, é possível observar ainda alguma incoerência nos resultados. Desta forma, a temática das características do Conselho de Administração deve ser alvo de mais estudos para que se possa atingir resultados mais conclusivos (Jizi, 2017).

No entanto, e com base na Tabela I, a medida de desempenho de sustentabilidade mais utilizada foi o ESG *score*. O estudo utiliza a medida de desempenho de sustentabilidade mais comum, nos últimos anos, dentro do mesmo tema para manter a coerência na literatura e facilitar a comparação de resultados com os restantes autores. Existem várias bases de dados onde é possível recolher estas informações, como por exemplo, Sustainalytics, S&P Global, Refinitiv, Moody's ESG, MSCI e KLD. No entanto, e segundo um estudo feito por Berg *et al.*, (2019) é possível verificar que a Refinitiv é a agência que mais indicadores usa (282) na atribuição das pontuações. O mesmo autor refere que os resultados de um estudo podem diferenciar pela escolha da agência onde se recolhe os dados (Berg *et al.*, 2019).

As características do Conselho de Administração mais estudadas são a dimensão, independência, a diversidade (na maioria dos artigos refere-se à diversidade de género) e a dualidade de CEO. Para a recolha da informação relativa às características do Conselho de Administração é possível consultar os relatórios das empresas presentes no PSI20 através do *website* do Instituto Português de *Corporate Governance* sendo que a partir de

2013 a divulgação destes relatórios se tornou obrigatória para as empresas listadas (Teodósio, 2021). Os autores dos estudos efetuados na Tabela I utilizaram variáveis de controlo com a finalidade de controlar o nível de heterogeneidade. São exemplo a rendibilidade, alavancagem, e dimensão da empresa, argumentando que empresas com maior rendibilidade proporciona à equipa de gestão mais capacidades para ir de encontro às exigências de sustentabilidade. A alavancagem melhora o desempenho de sustentabilidade devido à monitorização por parte dos detentores da dívida e, por fim, empresas de maior dimensão tendem a obter melhores desempenhos de sustentabilidade (Disli, 2022; Naciti, 2019; Uyar *et al.*, 2021; Halid *et al.*, 2022). Com a recolha destes dados é possível realizar estudos de relação entre as características dos Conselhos de Administração e o desempenho de sustentabilidade (Halid *et al.*, 2022; Disli 2022; Uyar *et al.*, 2021; Naciti, 2019; Hussain 2018; Post *et al.*, 2014).

Sendo que Portugal tem em vista a obtenção dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável propostos na Agenda de 2030, as empresas portuguesas ainda demonstram potencial para melhoria no âmbito da sustentabilidade e a literatura que relaciona as empresas portuguesas com a sustentabilidade ainda é escassa (BCSD, 2022; Firoiu *et al.*, 2022; Ramos *et al.*, 2013), este estudo contribui para a diminuição dessa mesma escassez de literatura e diminuição da incoerência de resultados obtidos nos estudo de relação entre o Conselho de Administração e o desempenho de sustentabilidade.

3. Desenvolvimento de Hipóteses

Com crescimento do interesse dos *stakeholders* por temas que vão para além dos financeiros, como a sustentabilidade, houve também um maior foco nos estudos que abordam a sustentabilidade nas empresas e sobre o impacto que o Conselho de Administração tem no desempenho de sustentabilidade, visto que os membros presentes no Conselho de Administração são os principais responsáveis pelas decisões estratégicas das organizações (Martinez-Ferrero e Garcia-Meca, 2020; Halid, 2022).

3.1 Independência dos diretores

Os diretores independentes têm um papel importante nos mecanismos internos de *Corporate Governance* de supervisionar a eficácia do Conselho de Administração sem que estes tomem medidas conforme os seus próprios interesses. Os diretores

independentes têm como função principal a defesa do cumprimento da lei e apelar aos interesses dos *stakeholders* minoritários (Naciti, 2019; Hussain 2018). Os diretores independentes são mais responsivos à pressão dos *stakeholders* do que os diretores internos por duas principais razões. Primeiramente ao servir os interesses dos *stakeholders* melhoram a sua reputação conseguindo assim mais nomeações para o Conselho de Administração de outras empresas, em segundo como os membros independentes não são empregues pela organização são mais propensos a tomar decisões estratégicas que não vão de encontro às do CEO/Presidente da organização. Por consequente, os diretores independentes do Conselho de Administração têm mais incentivos para se alinharem aos interesses dos *stakeholders* do que aos interesses do CEO/Presidente e assim encorajarem a organização a adotar estratégias relacionadas com o desenvolvimento sustentável (Naciti, 2019; Post *et al.*, 2014).

H1: A independência dos membros do Conselho de Administração relaciona-se positivamente com o desempenho de sustentabilidade.

3.2 Dualidade de CEO

Segundo a teoria da agência as funções de presidente do Conselho de Administração e de CEO não estarem concentradas no mesmo individuo aumenta a independência do Conselho de Administração em relação à gestão. Com o poder concentrado no mesmo individuo permite que o CEO controle a gestão da informação relativa à organização, para além de haver conflitos de interesses, por exemplo podendo votar a favor do aumento do seu próprio salário, havendo assim um abuso de poder. Desta forma nem sempre as decisões tomadas vão de encontro à criação de valor da empresa respeitando os interesses dos *stakeholders* (Naciti, 2019; Romano *et al.*, 2020). De acordo com estudos efetuados a dualidade de CEO geralmente não está associada a um bom desempenho de sustentabilidade (Uyar *et al.*, 2021).

H2: A dualidade de CEO relaciona-se negativamente o desempenho de sustentabilidade.

3.3 Diversidade do Conselho de Administração

A diversidade do Conselho de Administração pode ser caracterizada de diversas formas. O conceito de diversidade está relacionado com a composição do Conselho de Administração e a sua combinação diversificada de atributos, características e conhecimento especializado que cada membro contribui para o processo de tomada de decisão da organização. Algumas das características mais importantes é o género e a nacionalidade (Naciti, 2019; Abtahi *et al.*, 2023).

Na teoria dos *stakeholders*, é esperado que a presença de mulheres no Conselho de Administração esteja positivamente associada ao desempenho de sustentabilidade. A literatura na área da psicologia tende a concluir que o raciocínio das mulheres é diferente do dos homens, sendo as mulheres mais orientadas para os problemas sociais o que lhes permite estabelecer boas relações e responder às necessidades dos outros (Naciti, 2019; Post, 2014).

A desigualdade de género dentro do Conselho de Administração é considerada como um fator negativo, uma vez que leva a uma comunicação deficiente, mais conflitos e a uma menor cooperação entre os membros. Num grupo homogéneo a comunicação é mais frequente e a partilha de opiniões é facilitada (Naciti, 2019).

Em termos da diversidade de nacionalidade no Conselho de Administração a literatura considera ter dois lados, baseando-se numa discussão entre ter com Conselho de Administração homogéneo ou heterogéneo ambas com os seus pontos positivos e negativos. Os resultados obtidos na literatura não são coerentes dado que depende do grau de inovação do país a que os membros estrangeiros pertencem (Naciti, 2019; Abtahi, 2023).

H3: A diversidade de género no Conselho de Administração relaciona-se positivamente com o desempenho de sustentabilidade.

4. Metodologia

4.1 Recolha de dados e caracterização da amostra

A amostra selecionada para o presente estudo contém as 16 empresas cotadas no PSI20 no ano de 2023. Foram extraídos os dados das mesmas entre o ano de 2017 e 2022

totalizando 96 observações. De seguida a amostra foi filtrada excluindo a empresa que não tinha pontuação ESG em nenhum ano.

A abordagem ao ESG *score* por parte da base de dados Refinitiv Eikon é feita através de dados divulgados publicamente pelas empresas, sendo analisados mais de 630 pontos de modo a obter uma classificação individual para cada pilar - ambiental, social e *governance*. Posteriormente, a obtenção do ESG *score*, englobando os três pilares atribui um determinado peso a cada ponto analisado e a cada pilar (Refinitiv, 2022).

As informações relativas às características do Conselho de Administração foram recolhidas através dos Relatórios de Governo de Sociedades, publicamente divulgados pelas próprias empresas e também na base de dados Refinitiv Eikon. Os ESG *scores*, ROA, Rácio de Endividamento e número de trabalhadores foram recolhidos apenas através da base de dados Refinitiv Eikon.

Na caracterização da amostra - Tabela II - é possível observar que nas 16 empresas cotadas no PSI20 existem 8 indústrias diferentes sendo que 3 são da indústria alimentar, 1 de construção, 4 de eletricidade, 1 financeira, 4 de papel e produtos florestais, 1 petroléira, 1 de serviços de entrega e logística e 1 de telecomunicações. Desta forma é possível concluir que existem três indústrias predominantes na amostra, a indústria alimentar, eletricidade e do papel e produtos florestais. Na tabela III é possível observar que das 96 observações realizadas, em 26 existe dualidade de CEO.

Tabela II - Classificação da amostra por indústria

Indústria	Frequência
Alimentar	3
Construção	1
Eletricidade	4
Financeira	1
Papel e produtos florestais	4
Petroléira	1
Serviços de entrega e logística	1
Telecomunicações	1
Total	16

Fonte: Autoria própria

Tabela III - Classificação da amostra por Dualidade de CEO

Empresas	Frequência de dualidade de CEO
Altri	3
BCP	1
Corticeira Amorim	6
CTT	0
EDP	0
EDP Renováveis	1
Galp Energia	0
Greenvolt	0
Ibersol	2
Jerónimo Martins	6
Mota-Engil	1
Navigator	0
NOS	0
REN	5
SEMAPA	0
Sonae	3
Total	28

Fonte: Autoria própria

4.2 Descrição das variáveis

Com base na revisão de literatura o ESG *score* (ESG) foi escolhido como a variável dependente que irá definir o desempenho de sustentabilidade da empresa medindo assim simultaneamente os três pilares de sustentabilidade: ambiental, social e de *governance*. Será também analisado individualmente como variáveis dependentes os três pilares: Ambiental (ENV), Social (SOC) e *Governance* (GOV).

As variáveis independentes serão as características do Conselho de Administração, tais como, a independência dos diretores (INDEP), a dualidade de CEO (DUAL) e a diversidade de género no Conselho de Administração (DIVERS) que segundo a revisão de literatura realizada demonstram ter impacto no desempenho de sustentabilidade das empresas.

Foram também recolhidas variáveis de controlo que podem ter influência na variável dependente, desta forma devem ser tidas em consideração de modo que os resultados demonstrem o impacto das variáveis independentes. As variáveis de controlo recolhidas foi o ROA medindo a rentabilidade da empresa (ROA), a alavancagem medida pelo rácio de endividamento (LEV), e o número de trabalhadores que indicará a dimensão da empresa (SIZE).

Tabela IV - Lista de Variáveis definições e fontes

Variável	Descrição	Fonte
ESG (Variável dependente)	Pontuação de 0 a 100 composta pelos pilares (Ambiental, Social e <i>Governance</i>)	Refinitiv Eikon
ENV (Variável dependente)	Pontuação de 0 a 100 do pilar Ambiental	Refinitiv Eikon
SOC (Variável dependente)	Pontuação de 0 a 100 do pilar Social	Refinitiv Eikon
GOV (Variável dependente)	Pontuação de 0 a 100 do pilar <i>Governance</i>	Refinitiv Eikon
INDEP (Variável independente)	Percentagem de diretores independentes no Conselho de Administração	Refinitiv Eikon
DUAL (Variável independente)	Igual a 1 se o CEO e o presidente do Conselho de Administração forem a mesma pessoa, de outra forma 0	Relatórios de Governo das Sociedades
DIVERS (Variável independente)	Percentagem de mulheres presentes no Conselho de Administração	Refinitiv Eikon
ROA (Variável de Controlo)	Retorno sobre ativos (antes de impostos)	Refinitiv Eikon
LEV (Variável de Controlo)	Percentagem de endividamento sobre o capital	Refinitiv Eikon

SIZE
(Variável de Controlo) Número de trabalhadores a tempo inteiro Refinitiv Eikon

Fonte: A autoria própria

4.2.1 Variável Dependente

O desempenho de sustentabilidade é medido através do *ESG score*, recolhidas através da base de dados Refinitiv Eikon. Sendo esta base de dados amplamente utilizada na literatura científica (Uyar *et al.*, 2021; Halid *et al.*, 2022; Disli, 2022). A metodologia utilizada para calcular as pontuações de ESG por parte da base de dados Refinitiv é bastante clara e transparente, inclusive a metodologia utilizada para esse cálculo está disponível publicamente.

Tendo por base as informações divulgadas publicamente pelas próprias empresas, estas serão divididas por 10 categorias que iram resultar nos três pilares do ESG (ambiental, social e *governance*) que em conjunto irá resultar na pontuação final de ESG, esta pontuação final reflete a soma relativa dos pesos de cada categoria.

A esfera ambiental é subdividida em três segmentos, utilização de recursos, emissões e inovação. Este domínio reflete a maneira como as empresas empregam as práticas mais eficazes na administração para mitigar os riscos ambientais, ao mesmo tempo em que aproveitam as perspectivas ambientais para agregar valor aos acionistas a longo prazo. Ademais, traduz o comprometimento e a eficácia das empresas em reduzir as emissões prejudiciais ao meio ambiente durante seus processos de produção. Representa, ainda, a competência e a habilidade de uma organização em conceber soluções eficientes que resultem na diminuição do consumo de recursos. Esta dimensão também leva em conta a capacidade da empresa em aliviar os encargos ambientais para os seus clientes, criando assim, novas oportunidades de mercado por meio de tecnologias e processos inovadores e produtos que se pautem pela sustentabilidade.

A categoria social abrange quatro áreas, força de trabalho, direitos humanos, interação com a comunidade e responsabilidade. Cada uma dessas subcategorias possui uma variedade distinta de indicadores, para avaliar o seu desempenho. A avaliação do nível social espelha a reputação da organização e avalia a sua habilidade em perceber confiança, lealdade e fidelidade entre seus colaboradores, clientes e na sociedade. Em outras palavras, ela quantifica as iniciativas adotadas pelas empresas no que tange aos princípios éticos, o seu envolvimento com a comunidade e os seus colaboradores. Isso

implica verificar se a empresa demonstra eficácia em criar um ambiente de trabalho saudável e seguro, onde a diversidade é respeitada, os direitos humanos são preservados e as oportunidades são oferecidas de maneira equitativa.

A dimensão de *governance* abrange três áreas: gestão, acionistas e estratégia de responsabilidade social. Esta avaliação analisa como as políticas de operação das empresas garantem que os diretores atuem em consonância com os interesses dos acionistas, criando valor para eles a longo prazo. Ela demonstra a capacidade da empresa em guiar e monitorar seus gestores por meio da implementação de incentivos e adoção das melhores práticas de gestão. Além disso, ela examina a incorporação dos valores de responsabilidade social na visão e estratégia global da organização, nos processos de tomada de decisão nas suas práticas de comunicação, incluindo a elaboração e divulgação de relatórios de sustentabilidade, que integram as dimensões financeira, social e ambiental de forma conjunta.

4.2.2 Variáveis Independentes

Em linha com o objetivo deste estudo irá ser testado se as variáveis independentes influenciam o desempenho de sustentabilidade (variável dependente).

Primeiramente a independência do Conselho de Administração será mensurada através da percentagem de diretores independentes presentes no Conselho de Administração. Segundo a revisão de literatura é esperado que esta variável influencie de forma positiva o desempenho de sustentabilidade sendo que os diretores independentes procuram alinhar-se com os interesses dos *stakeholders* e atualmente, estes, não se preocupam apenas com o desempenho financeiro, mas também com o desempenho de sustentabilidade.

Será também testada a dualidade de CEO, esta dualidade está presente nas empresas quando o cargo de CEO e de presidente do Conselho de Administração é ocupado pela mesma pessoa. Em linha com a literatura é esperado que esta relação seja negativa, visto que existe uma pessoa com demasiado poder o que pode fazer com que a informação não seja divulgada com tanta frequência nem com tanta transparência.

Outra variável independente a utilizar é a diversidade de género no conselho de administração, que será mensurada através da percentagem de mulheres presentes no mesmo. É esperado que esta relação seja positiva visto que as mulheres têm propensão a olhar mais para o lado da responsabilidade social do que os homens.

4.2.3 Variáveis de Controlo

É importante também incluir variáveis de controlo visto que estas variáveis podem ter influência na variável dependente. Desta forma é possível garantir que os resultados obtidos apresentam de forma clara o impacto das variáveis independentes.

Neste estudo utiliza-se três variáveis de controlo. A rentabilidade através do ROA que corresponde ao resultado líquido a dividir pelo ativo, desta forma é possível entender a eficácia de gestão na utilização dos ativos de forma a obter rendimentos. E empresas com maiores retornos são mais suscetíveis a investir em práticas mais sustentáveis.

Será também utilizado o rácio de endividamento que expressa a proporção de dívida em relação ao capital próprio. É importante a utilização desta variável de controlo uma vez que em empresas mais endividadas existe uma maior monitorização de sustentabilidade por parte dos detentores da dívida.

Por fim será utilizada a dimensão da empresa mensurada pelo número de trabalhadores, uma vez que empresas maiores tendem a obter um melhor desempenho de sustentabilidade.

4.3 Metodologia da investigação

O presente estudo pretende associar as características do Conselho de Administração (independência, dualidade de CEO e diversidade) ao desempenho de sustentabilidade (*ESG score*) das empresas cotadas no PSI20 e perceber a relação entre as mesmas. Para testar a hipóteses referidas anteriormente irá ser utilizado os métodos de coeficiente de correlação linear e o modelo de regressão linear.

Com o objetivo de entender o grau de associação entre duas variáveis aleatórias, Bhagat e Black (1999) utilizaram o método de correlação linear e testaram as hipóteses que relacionavam as características do Conselho de Administração e o desempenho da empresa. Os mesmos autores para os níveis de significância de 1% e 5% consideraram a correlação positiva se $\rho \geq 0,01$. A relação entre as duas variáveis é dada pelo “coeficiente de Pearson” ou pelo “coeficiente de correlação linear” sendo que -1 indica uma correlação perfeita negativa, e 1 uma correlação perfeita positiva. Sendo que apesar dos resultados poderem indicar uma correlação, não implica que indiquem causalidade. Porém com este

método podemos analisar a dependência entre a variável de desempenho sustentável e as variáveis de características do Conselho de Administração.

De seguida, com o modelo de regressão linear múltipla é analisada a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes, desta forma é possível ser analisada a relação das características do Conselho de Administração têm com o desempenho de sustentabilidade (Pyndick e Rubinfeld, 1998; Neter *et al.*, 1983).

É também necessário fazer o teste de Breusch-Pagan, de modo a detetar a presença de heteroscedasticidade, caso seja detetada, as estimativas dos coeficientes de regressão podem ser tendenciosas.

Desta forma a equação da regressão linear é dada pelo seguinte modelo:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_k X_{kt} + \varepsilon_t$$

Sendo que Y é a variável dependente, X a variável independente, β o coeficiente da variável independente e ε o erro ou resíduo do modelo.

De modo a testar as hipóteses os modelos presentes no estudo serão os seguintes:

$$ESG = \beta_0 + \beta_1 INDEP_{it} + \beta_2 DUAL_{it} + \beta_3 DIVER_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \varepsilon_t \text{ (EQ. 1)}$$

$$ENV = \beta_0 + \beta_1 INDEP_{it} + \beta_2 DUAL_{it} + \beta_3 DIVER_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \varepsilon_t \text{ (EQ. 2)}$$

$$SOC = \beta_0 + \beta_1 INDEP_{it} + \beta_2 DUAL_{it} + \beta_3 DIVER_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \varepsilon_t \text{ (EQ. 3)}$$

$$GOV = \beta_0 + \beta_1 INDEP_{it} + \beta_2 DUAL_{it} + \beta_3 DIVER_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \varepsilon_t \text{ (EQ. 4)}$$

5. Análise de Resultados

5.1 Análise Descritiva

As estatísticas descritivas são apresentadas na Tabela V, onde se incluem as variáveis dependentes, independentes e de controlo. As estatísticas apresentadas dizem respeito à média, mediana, desvio padrão, mínimo, máximo e os quadris relativas às 96 observações iniciais.

É possível verificar, segundo os dados da Tabela V, que a média de ESG *score*, entre 2017 e 2022, das empresas que compõem o PSI20 é de 67,61. Relativamente à variável da independência, a maior parte das observações está em linha com a indicação do *Instituto Português de Corporate Governance*, que define que um terço dos membros do Conselho de Administração devem ser independentes (IPCG, 2023). Na variável da dualidade de CEO é possível constatar, que no período de observação do presente estudo, o presidente do Conselho de Administração também assumia a função de CEO em 32% das vezes. Em relação à diversidade de género nos Conselhos de Administração, na amostra do presente estudo, é possível observar que em nenhum dos períodos observados a presença de mulheres foi igual ou superior à de homens. Na variável de controlo ROA, 50% das observações obtiveram uma rendibilidade dos ativos superior a 4%. A média de endividamento das empresas foi de 37,08%. Na variável SIZE é possível de observar que a empresa com menos trabalhadores que integrou o PSI20, entre 2017 e 2022, tinha apenas 169 trabalhadores num dos períodos.

Tabela V - Estatísticas Descritivas

Variáveis	Média	Mediana	DP	Min.	Max.	Per. 25%	Per. 50%	Per. 75%
ESG	67,61	71	11,444	32	87	61,75	71	76
ENV	68,59	67	14,1	26	94	60,75	67	80
SOC	74,14	74,5	13,999	25	94	63,75	74,5	85,25
GOV	55,37	56	20,699	12	94	640,75	56	70,25
INDEP	32,725%	34%	19,716%	0%	78%	21,5%	34%	47,5%
DUAL	0,32	0	0,47	0	1	0	0	1
DIVERS	26,316%	27%	9,172%	0%	46,7%	21,5%	27%	33%
ROA	5,505%	4%	4,364%	-1,9%	2,065%	2,65%	4%	8,225%
LEV	37,08%	42,3%	14,989%	0%	57,5%	29,3%	42,3%	47,8%
SIZE	18418,153	6093	30086,362	169	131094	2487	6093	15898,5

Fonte: SPSS

Na Tabela VI é possível observar a matriz de correlação de Pearson de todas as variáveis do presente estudo. Através desta análise é possível observar que a variável ESG está positivamente e significativamente ao nível 0,01 relacionada com a variável INDEP

e com a variável de controlo SIZE com uma significância de 0,01 demonstrando que empresas com maior percentagem de diretores independentes tendem a obter uma maior pontuação no agregado dos três pilares de ESG. Desta forma a relação encontrada com estas duas variáveis vai de encontro com a revisão de literatura. Naturalmente também é possível observar uma correlação positiva com as variáveis ENV, SOC e GOV dado que estas três variáveis são os pilares que constituem a pontuação ESG final. A variável dependente ENV está também relacionada positivamente e de forma significativa com a variável INDEP e a variável de controlo SIZE. Na variável SOC observa-se uma relação positiva significativa também com as ENV e SIZE e uma relação negativa com a variável de controlo ROA, sendo que esta última relação contraria a literatura que considera que empresas com maior rentabilidade tendem a investir mais em questões ambientais. Na esfera do pilar de *governance* pela variável GOV existe uma relação positiva significativa com as variáveis INDEP, DIVERS e com as variáveis de controlo ROA e SIZE. Estas relações são espectáveis uma vez que o pilar de *governance* contabiliza de forma positiva uma maior percentagem de diretores independentes e uma maior diversidade de género nos Conselhos de Administração.

Na variável independente DUAL não foi encontrada qualquer tipo relação significativa com nenhum dos pilares que medem a sustentabilidade nem com a pontuação final de desempenho de sustentabilidade (Halid, 2022).

Tabela VI - Matriz de Correlação de Pearson

	ESG	ENV	SOC	GOV	INDEP	DUAL	DIVERS	ROA	LEV	SIZE
ESG	1	0,735***	0,794***	0,659***	0,553***	0,012	0,165	-0,217*	-0,213*	0,312***
ENV	0,735***	1	0,502***	0,144	0,344***	0,035	0,097	0,519	-0,141	0,336***
SOC	0,794***	0,502***	1	0,290**	0,493***	-0,056	0,053	-0,306**	-0,119	0,331***
GOV	0,659***	0,144	0,290**	1	0,408***	0,09	0,241**	-0,243**	-0,15	0,131
INDEP	0,552***	0,344***	0,493***	0,408***	1	0,260**	0,281**	-0,243**	-0,254**	0,401***
DUAL	0,012	0,035	-0,056	0,09	0,260**	1	0,231**	0,152	-0,171	0,386***
DIVERS	0,165	0,097	0,053	0,241**	0,281**	0,231**	1	-0,116	-0,004	0,057
ROA	-0,217*	0,519	-0,306**	-0,243**	-0,243**	0,152	-0,116	1	-0,180	-0,057
LEV	-0,213*	-0,141	-0,119	-0,15	-0,254**	-0,171	-0,004	-0,180	1	-0,04
SIZE	0,312***	0,336***	0,331***	0,131	0,401***	0,386***	0,057	-0,057	-0,04	1

*** $\rho < 0,01$, ** $\rho < 0,05$, * $\rho < 0,1$

Fonte: SPSS

5.2 Evidência Empírica

No presente capítulo serão testadas as três hipóteses referidas anteriormente para o ESG *score* e para cada um dos pilares do ESG.

Foram utilizados os dados em painel com o objetivo de analisar as observações relativas às empresas ao longo dos vários períodos, irá ser testado a relação entre as variáveis independentes e o ESG *score*, bem como cada um dos pilares que compõem a pontuação geral do ESG (Ambiental, Social e *Governance*). No presente estudo foi utilizado os dados anuais das 16 empresas atualmente cotadas no PSI20 durante 6 anos, entre o ano 2017 e 2022.

Para estimar os modelos de regressão em painel podem ser utilizados diferentes métodos como a estimação *Fixed Effects* onde se assume efeitos fixos para cada variável, *Random Effects* que se assume efeitos aleatórios e *Pooled OLS*. O método de estimação aplicado no estudo foi *Fixed Effects* de forma a existir um maior controlo de heterogeneidade, desta forma os resultados obtidos irão proporcionar uma interpretação mais direta e precisa dos resultados, seguindo em linha com outros estudos sobre o mesmo tema (Kamaludin *et al.*, 2022; Uyar *et al.*, 2021; Hussain *et al.*, 2016; Baltagi, 2001).

Antecedentemente à análise dos modelos de regressão foi realizado o teste de heterocedasticidade no modelo que é um fenómeno estatístico que ocorre quando a variabilidade dos erros de um modelo estatístico não é constante ao longo das diferentes observações. Em outras palavras, a dispersão dos resíduos varia em função dos valores das variáveis independentes, o que pode comprometer a precisão das estimativas. No presente estudo, através do teste de Breusch-Pagan, foi feito o teste de heterocedasticidade este fenómeno foi mitigado em todos os modelos, exceto no modelo da EQ. 4.

Foi também feito um teste à multicolinearidade como no estudo do autor Uyar *et al.* (2021) que indica a existência de correlação entre as variáveis independentes através do *Variance Inflation Factor* tendo obtido resultados entre 1,225 e 1,646 o que indica a inexistência de uma correlação entre as variáveis explicativas.

Por fim, foi realizado o teste de Durbin-Watson que avalia a presença de autocorrelação de primeira ordem nos resíduos de um modelo de regressão, obtendo em todos os modelos valores inferiores a 1,5 indicando uma autocorrelação positiva.

5.2.1 Resultados da Equação 1

Na tabela VII, abaixo mencionada, estão descritos os resultados obtidos pelo primeiro modelo de regressão. Na primeira coluna são apresentadas as variáveis independentes que pretendem explicar a variável dependente ESG. Na segunda coluna são apresentados os valores β – Beta – este coeficiente indica a mudança média na variável dependente para uma unidade de mudança na variável independente correspondente, mantendo as outras variáveis constantes. Na terceira coluna são apresentados os valores t, que indica quantos desvios padrão a estimativa do coeficiente está afastada de zero. E na quarta coluna é apresentado os valores de R^2 parcial obtido através da divisão da Soma de Quadrados Total pela soma dos Graus de Liberdade e Soma de Quadrados, de forma a quantificar a proporção da variabilidade na variável dependente que é explicada por um fator específico, considerando, também, os outros fatores no modelo.

Desta forma, são apresentados os resultados da equação para a variável dependente ESG sendo que esta variável representa a média total relativa dos três pilares anteriormente apresentados.

Apenas a variável DIVERS que representa a percentagem de mulheres no Conselho de Administração apresenta uma relação positiva significativa com a variável dependente ESG. Com um coeficiente de 0,475 indica que por cada 1% de aumento na percentagem de mulheres no Conselho de Administração o valor de ESG *score* é afetado em 0,475 valores. Segundo os valores apresentados no R^2 parcial de 0,175 indica que a percentagem de mulheres no Conselho de Administração impacta em 17,5% a pontuação final de ESG. Esta relação vai de encontro ao apresentado na revisão de literatura, é assim possível concluir que uma maior percentagem de mulheres no Conselho de Administração impacta positivamente o desempenho de sustentabilidade das empresas.

Não foi observada nenhuma relação significativa entre mais nenhuma das variáveis independentes e de controlo com a variável dependente.

Tabela VII – Resultados da Equação 1

Variáveis	β	t	R^2 Parcial
INDEP	0,157	1,209	0,031
DUAL	-4,054	-1,052	0,024
DIVERS	0,475**	3,090	0,175

ROA	-0,454	-1,320	0,037
LEV	-0,055	-0,296	0,002
SIZE	0,000	-0,549	0,007

*** $\rho < 0,01$, ** $\rho < 0,05$, * $\rho < 0$

$R^2 = 0,784$

Fonte: SPSS

5.2.2 Resultados da Equação 2

Desta forma, existe uma relação positiva da variável DIVERS com a variável ENV de 0,415 com uma significância ao nível de 0,1. Tendo em conta estes dados é possível afirmar que uma maior presença de mulheres no Conselho de Administração impacta positivamente o desempenho relativo ao pilar ambiental. Por cada 1% de aumento na percentagem de mulheres no Conselho de Administração a pontuação do desempenho ambiental tem uma subida de 0,415 valores. Segundo o valor do R^2 parcial de 0,093 podemos também concluir que a percentagem de mulheres no Conselho de Administração explica em 9,3% o resultado da variável ENV.

. Em relação às restantes variáveis tanto independentes como de controlo não foi encontrada qualquer significância com a variável dependente.

Tabela VIII - Resultados da Equação 2

Variáveis	β	t	R^2 Parcial
INDEP	0,075	0,422	0,004
DUAL	-3,564	-0,677	0,010
DIVERS	0,415*	2,148	0,093
ROA	-0,010	-0,020	0,000
LEV	0,316	1,239	0,033
SIZE	-0,001	-1,495	0,028

*** $\rho < 0,01$, ** $\rho < 0,05$, * $\rho < 0,1$

$R^2 = 0,746$

Fonte: SPSS

5.2.3 Resultados da Equação 3

A tabela VIII, é semelhante à tabela anteriormente mencionada, porém esta analisa as mesmas variáveis independentes, mas com o objetivo de explicar a variável dependente SOC que representa a componente social do ESG.

Segundo a tabela abaixo mencionada observa-se relações significativas para o nível $\rho < 0,1$ em três variáveis, duas independentes (INDEP e DIVERS) e uma de controlo (ROA). Na variável INDEP existe uma relação positiva de coeficiente 0,323 indicando que quanto maior a percentagem de diretores independentes melhor é o desempenho na esfera social por parte das empresas é possível também verificar que a independência dos diretores influencia em 7,6% a pontuação da componente social. Verifica-se também uma relação positiva da variável DIVERS indicando também que uma maior percentagem de mulheres no conselho de administração leva a um melhor desempenho no pilar social, esta variável é responsável por 7,7% do valor do pilar social. A relação encontrada entre estas variáveis é a esperada tendo em conta a literatura, Conselhos de Administração mais independentes e mais diversificados conduzem a organização a melhores desempenhos de sustentabilidade.

Ao contrário do que seria esperado, a variável de controlo ROA, que visa medir a rentabilidade, tem uma relação negativa com a componente social do ESG. A literatura indica que empresas com maior rentabilidade tendem a investir mais nas componentes de sustentabilidade.

Tabela IX - Resultado da Equação 3

Variáveis	β	t	R ² Parcial
INDEP	0,323*	1,992	0,076
DUAL	-4,565	-0,914	0,018
DIVERS	0,384*	1,931	0,077
ROA	-1,010*	-2,265	0,102
LEV	0,100	-0,413	0,004
SIZE	0,000	-0,774	0,013

*** $\rho < 0,01$, ** $\rho < 0,05$, * $\rho < 0,1$

R² = 0,735

Fonte: SPSS

5.2.4 Resultados da Equação 4

Na tabela IX, a variável explicada é GOV representando a componente *governance* no ESG.

Nesta equação apenas foi encontrada uma relação estatisticamente significativa, para o nível $\rho < 0,1$ na variável independente DIVERS com o coeficiente de 0,725. Esta relação é positiva, dado que o resultado do coeficiente é positivo. Deste modo é possível afirmar que uma maior presença de mulheres no Conselho de Administração é benéfica na esfera do *governance*.

Não foi estabelecida mais nenhuma relação estatisticamente significativa entre as variáveis independentes e a variável dependente. Desta forma estes resultados estão contra a metodologia usada pelo Refinitiv onde a independência do Conselho de Administração representada pela variável INDEP é um fator positivo a ter em consideração na pontuação do pilar *governance*.

Tabela X - Resultados da Equação 4

Variáveis	β	t	R ² Parcial
INDEP	-0,030	-0,112	0,000
DUAL	-8,209	-1,036	0,023
DIVERS	0,725*	2,297	0,105
ROA	-0,250	-0,353	0,003
LEV	-0,389	-1,015	0,022
SIZE	0,001	0,628	0,009

*** $\rho < 0,01$, ** $\rho < 0,05$, * $\rho < 0,1$

R² = 0,723

Fonte: SPSS

5.3 Análise de Resultados

No estudo em análise, foram definidas três hipóteses de forma a testar se a independência dos diretores está positivamente associada ao desempenho de sustentabilidade (**H1**); se a dualidade de CEO está negativamente associada ao

desempenho de sustentabilidade (**H2**) e se a diversidade de género está positivamente associada ao desempenho de sustentabilidade (**H3**).

Os resultados da Equação 1 sugerem que apenas a diversidade de género se relaciona com a pontuação global de ESG. Dado que o coeficiente (β) é positivo, é possível concluir a diversidade de género impacta positivamente o desempenho de sustentabilidade das empresas, confirmando a Hipótese 3, em que as mulheres demonstram uma maior preocupação que os homens por temas relacionados com a sustentabilidade. O resultado está em linha com as conclusões obtidos pelos autores na revisão de literatura (Halid, 2022; Kamaludin *et al.*, 2022; Uyar *et al.*, 2021; Gaio *et al.*, 2022; Disli, 2022; Hussain 2021; Naciti, 2019; Post *et al.*, 2014). Para as restantes variáveis independentes não foi estabelecida uma relação significativa. Não indo ao encontro da revisão de literatura presente neste estudo, existe a possibilidade de não ter sido encontrada nenhuma relação estatística, podendo dever-se ao tamanho reduzido da amostra. Segundo o valor de R^2 as variáveis utilizadas no modelo explicam 78,4% do ESG *score*.

Os resultados da Equação 2, da Equação 3 e da Equação 4, procuram explicar as pontuações dos pilares ESG de forma independente. A variável DIVERS está também estatisticamente relacionada positivamente com cada um dos pilares ESG.

A variável explicativa INDEP, utilizada para testar a Hipótese 1, apesar de não apresentar uma relação estatisticamente significativa com a pontuação geral ESG, refere uma relação positiva e estatisticamente significativa com a variável SOC. Assim, a Hipótese 1 apenas é aceite para a esfera Social do desempenho de sustentabilidade. Sendo indicado que, uma maior percentagem de diretores independentes no Conselho de Administração influencia positivamente o desempenho a nível social das empresas.

A variável DUAL utilizada para testar a Hipótese 2, não apresentou nenhuma relação estatisticamente significativa em nenhuma das Equações. Deste modo não é possível concluir que a dualidade de CEO afeta negativamente o desempenho de sustentabilidade, rejeitando a Hipótese 2.

6. Conclusões, Contribuições, Limitações e Investigações Futuras

6.1 Conclusões e Contribuições

O estudo apresentado pretende avaliar se existe uma relação entre as características do Conselho de Administração e o desempenho de sustentabilidade das empresas cotadas no PSI20, ou seja, se a adoção de certas características de *Corporate Governance* no Conselho de Administração conduzem a um maior desempenho das empresas a nível de sustentabilidade.

Nos últimos anos, o tema da sustentabilidade tem tido um grande enfoque, com a Agenda 2030 os governos contam com a ajuda das empresas de forma a atingir os objetivos propostos. Desta forma os *stakeholders* não se preocupam apenas com o desempenho financeiro, mas também com o desempenho de sustentabilidade das organizações desta forma a empresa, através do *Corporate Governance*, irá procurar alinhar a tomada de decisões com as preocupações dos *stakeholders* (Ali e Jadoon, 2022 e Halid, 2022).

O presente estudo foi realizado às empresas que integram, atualmente, o PSI20 num período temporal compreendido entre 2017 e 2022. Após a análise dos resultados é possível concluir que uma maior percentagem de mulheres no Conselho de Administração conduz a um melhor desempenho de sustentabilidade. Contudo, também é possível observar que quanto maior percentagem de diretores independentes nos Conselhos de Administração melhor será o desempenho da empresa no que diz respeito à esfera social da sustentabilidade. Em matéria de dualidade de CEO não foi possível detetar uma relação significativa entre a mesma e o desempenho de sustentabilidade.

Os resultados obtidos no âmbito da diversidade nos Conselhos de Administração estão em linha com a revisão de literatura abordada no capítulo 2. Assim confirma-se que o aumento da percentagem de mulheres no Conselho de Administração impacta positivamente o desempenho de sustentabilidade. Como anteriormente referido na revisão de literatura, administradores do sexo feminino têm uma maior propensão a investir em questões relacionadas com o tema da sustentabilidade (Halid, 2022; Kamaludin *et al.*, 2022; Gaio *et al.*, 2022; Disli, 2022; Hussain 2021; Uyar *et al.*, 2021; Naciti, 2019; Post *et al.*, 2014).

Relativamente à independência dos diretores, a relação entre esta variável e a variável Social é também positiva, como descrito na literatura. Contudo, e segundo os autores apresentados, a relação entre a independência dos diretores e o ESG *score* é positiva e significativa. Contrariamente, os resultados do estudo do presente TFM indicam que esta relação não é significativa, como mencionado anteriormente apenas foi encontrada uma relação ao nível do pilar social (Halid, 2022; Kamaludin *et al.*, 2022; Disli, 2022; Hussain 2021; Uyar *et al.*, 2021; Post *et al.*, 2014). No que toca à Dualidade de CEO, na revisão de literatura é possível observar uma relação negativa entre esta variável e o desempenho de sustentabilidade, porém no estudo efetuado não é possível encontrar uma relação significativa, consequentemente não é possível aferir se esta característica do Conselho de Administração, em cotadas no PSI20 impacta o desempenho de sustentabilidade (Uyar *et al.*, 2021; Naciti, 2019 e Hussain, 2018).

Deste modo, é possível concluir que o estudo realizado contribui para o aumento da revisão de literatura existente sobre o tema, permitindo assim uma melhor compreensão dos conceitos de Sustentabilidade relativos ao contexto empresarial e dos conceitos de *Corporate Governance*. Adicionalmente, aumenta a panóplia de literatura científica existente, apresentando as características dos Conselhos de Administração das empresas cotadas no PSI20, indicando as medidas de desempenho de Sustentabilidade mais comumente utilizadas na literatura. Através resultados obtidos, sugere que as características do Conselho de Administração das empresas portuguesas impactam positivamente o desempenho de sustentabilidade.

Por fim, e através dos resultados obtidos, o presente estudo poderá ser importante na medida em que indica de que forma as empresas que necessitam de acelerar o seu desenvolvimento sustentável, podem estruturar o Conselho de Administração, tendo como objetivo primeiro obter melhor desempenho ao nível da sustentabilidade. Uma vez que o lucro já não é o único ponto de foco dos *stakeholders*, as empresas têm de incorporar também a sustentabilidade na sua missão, visão e valores tendo assim impacto na tomada de decisão por parte do Conselho de Administração.

6.2 Limitações e Investigações Futuras

Em matéria de limitações e investigações futuras ainda existem aspetos que devem ser tidos em conta.

A primeira limitação passa pela escassez de literatura existente relativamente ao desempenho de sustentabilidade das empresas portuguesas podendo isto dever-se ao facto do tecido empresarial português ser composto maioritariamente por pequenas e médias empresas (PME) que não publicam relatórios de sustentabilidade, consequentemente dificulta a realização de estudos relativos ao tema da Sustentabilidade em empresas portuguesas. A segunda limitação do estudo prende-se com o horizonte temporal previamente definido da amostra, uma vez que podem não estar a ser considerados informações importantes referentes a outros anos. Também o facto da amostra contar apenas com 96 observações é considerada uma limitação na medida em que estas são relativas a 16 empresas sendo que destas 11 dizem respeito apenas a três indústrias: alimentar, eletricidade e papel e produtos florestais.

Por último também o facto de o estudo ser feito em empresas pertencentes apenas a uma única geografia é considerado uma limitação na medida em que não são tidas em conta outras realidades.

Assim na interpretação dos resultados deve-se ter em consideração as limitações acima referidas. No entanto, é possível apresentar sugestões para investigações futuras.

Considerando que as PME não divulgam publicamente os dados necessários para que as bases de dados tenham informação suficiente para calcular o ESG *score*, seria interessante a realização de um estudo que abordasse as PME. Este estudo teria como objetivo que esta tipologia de empresas concedesse os dados de forma que fosse possível o cálculo dos pilares ambiental, social e *governance* e realizar um estudo com uma maior contribuição para a literatura científica da sustentabilidade nas empresas portuguesas.

Em 2015, as Nações Unidas estabeleceram os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), traçando metas específicas a serem alcançadas até 2030. No mesmo ano, o Acordo de Paris, foi apresentado um plano de ação para conter o aquecimento global. Em 2019, a União Europeia estabeleceu a ambiciosa meta de atingir a neutralidade climática até 2050.

A realização efetiva destes objetivos requer a participação de diversos setores, incluindo o envolvimento ativo das empresas. Estas iniciativas podem influenciar significativamente a forma como as empresas conduzem suas atividades, levando a resultados positivos em termos de responsabilidade social corporativa. Neste contexto, seria relevante realizar uma análise da evolução do comprometimento das organizações com a responsabilidade social ao longo do tempo. Permitindo avaliar o seu impacto nos resultados financeiros, fornecendo insights sobre se estas medidas contribuíram para

fortalecer a integração da sustentabilidade empresarial nas estratégias de negócio e se foram utilizadas como meio de obter vantagens competitivas no mercado.

Uma outra sugestão de investigação futura passa por uma amostra de estudo que envolva, empresas portuguesas, tenha uma maior heterogeneidade nos setores de atividade, visto que diferentes indústrias necessitam de diferentes recursos.

Em matéria de conclusão, é necessário um maior número de observações para que as relações sejam estabelecidas de forma mais significativa, passando isto com o aumento do período temporal da amostra ou com recurso a uma maior quantidade de empresas.

Referências Bibliográficas

Abreu, M., Webb, K., Araújo, F., & Cavalcante, J. (2021). From “Business as usual” to tackling climate change: Exploring factors affecting low-carbon decision-making in the canadian oil and gas sector. *Energy Policy*, 148, 111932.

Abtahi, Z., Chkir, I. and Benkraiem, R. (2023). Board diversity and corporate innovation: New evidence from the Canadian context. *Finance Research Letters*, 1(1), p.103826.

Adams, R.B., de Haan, J., Terjesen, S. and van Ees, H. (2015). Board Diversity: Moving the Field Forward. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), pp.77–82.

Aggarwal, P. (2013). Impact of Sustainability Performance of Company on its Financial Performance: A Study of Listed Indian Companies. *Global Journal of Management and Business Research Finance*, 13(11), 61–70.

Ali, A. and Jadoon, I.A. (2022). The Value Relevance of Corporate Sustainability Performance (CSP). *Sustainability*, 14(15).

Al-Shaer, H. and Zaman, M. (2016). Board gender diversity and sustainability reporting quality. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(3), pp.210–222.

Baltagi, B. H. (2001). *Econometric analysis of panel data* (2nd ed.). John Wiley and Sons Ltd.

BCSD. (ed.) (2022) *17 Objetivos ODS - BCSD Portugal, ODS*. Available at: <https://ods.pt/ods/> (Acesso a: 20 Setembro de 2023).

Berg, F., Kölbel, J. and Rigobon, R. (2019). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Forthcoming Review of Finance*.

Bhagat, S. and Black, B. (1999). The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance: *Business Lawyer*. V. 54, p. 921-963.

Birindelli, G., Dell’Atti, S., Iannuzzi, A. and Savioli, M. (2018). Composition and Activity of the Board of Directors: Impact on ESG Performance in the Banking System. *Sustainability*, 10(12), p.4699.

Boakye, D., Tingbani, I., Ahinful, G., & Nsor-ambala, R. (2021). The relationship between environmental management performance and financial performance of firms

listed in the Alternative Investment Market (AIM) in the UK. *Journal of Cleaner Production*, 278, 124034.

Bueno, M., Araújo, G., Sousa, A. and Mendonça, P. (2006). SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL: Conceito e Indicadores. *Convibra Congresso Virtual Brasileiro de Administração*.

Cadbury, A. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London: The London Stock Exchange/Committee On The Financial Aspects Of Corporate Governance.

Cernat, L. (2004). The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity? *Journal of European Public Policy*, 11(1), pp.147–166.

De Bandt, O. and Davis, E.Philip. (2000). Competition, contestability and market structure in European banking sectors on the eve of EMU. *Journal of Banking & Finance*, 24(6), pp.1045–1066.

Disli, M., Yilmaz, M.K. and Mohamed, F.F.M. (2022). Board characteristics and sustainability performance: empirical evidence from emerging markets. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 13(4).

Elkington, J. (1997). *Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business*. Oxford, U.K.: Capstone.

Elkington, J. (1994). Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development. *California Management Review*, 36(2), pp.90–100.

Firoiu, D., Ionescu, G.H., Pîrvu, R., Bădîrcea, R. and Patrîchi, I.C. (2022). Achievement Of the Sustainable Development Goals (SDG) In Portugal And Forecast Of Key Indicators Until 2030. *Technological and Economic Development of Economy*, 28(6), pp.1–35.

Freeman R, McVea J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. Darden Business School Working Paper.

Freitas, V. and Nunes, D. (2021). A influência da governança corporativa nas ações ambientais e de sustentabilidade no órgão legislativo do estado de Goiás. *Revista Caparaó*, 3(2).

Gaio, Cristina, and Tiago Cruz Gonçalves. (2022). Gender Diversity on the Board and Firms' Corporate Social Responsibility. *International Journal of Financial Studies* 10: 15.

Glinkowska, B. and Kaczmarek, B. (2015). Classical and modern concepts of corporate governance (Stewardship Theory and Agency Theory). *Management*, 19(2), pp.84–92.

Halid, S., Mahmud, R., Mohd Suffian, M.T. and Abdul Rahman, R. (2022). Does Firm's Board Affects ESG? Malaysian Evidence. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 12(1).

Hens, L., Block, C., Cabello-Eras, J. J., Sagastume-Gutierrez, A., Garcia-Lorenzo, D., Chamorro, C., Herrera Mendoza, K., Haeseldonckx, D., & Vandecasteele, C. (2018). On the evolution of “Cleaner Production” as a concept and a practice. *Journal of Cleaner Production*, 172, 3323–3333.

Hitt, Ireland and Hoskisson. (2017). *Strategic management: Competitiveness & globalization: concepts and cases*. 12th ed. New York: Cengage Learning.

Hu, M. and Loh, L. (2018). Board Governance and Sustainability Disclosure: A Cross-Sectional Study of Singapore-Listed Companies. *Sustainability*, 10(7), p.2578.

Hubbard, G. (2009). Measuring organizational performance: Beyond the triple bottom line. *Business Strategy and the Environment*, 18(3), 177–191.

Hussain, N., Rigoni, U. and Orij, R.P. (2018). Corporate Governance and Sustainability Performance: Analysis of Triple Bottom Line Performance. *Journal of Business Ethics*, 149(2), pp.411–432.

IPCG (2023). *Código de Governo das Sociedades*. Lisboa: Instituto Português de Corporate Governance.

IPCG (2022). *RELATÓRIO ANUAL DE MONITORIZAÇÃO CEAM*. Lisboa: Instituto Português de Corporate Governance.

Jizi, M. (2017). The Influence of Board Composition on Sustainable Development Disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 26(5), pp.640–655.

Jurgens, M., Berthon, P., Papania, L. and Shabbir, H.A. (2010). Stakeholder theory and practice in Europe and North America: The key to success lies in a marketing approach. *Industrial Marketing Management*, 39(5), pp.769–775.

Kamaludin, K., Ibrahim, I., Sundarassen, S. and Faizal, O. (2022). ESG in the boardroom: evidence from the Malaysian market. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 7(1).

Liu, Z. (2020). Unraveling the complex relationship between environmental and financial performance - A multilevel longitudinal analysis. *Intern. Journal of Production Economics*, 219, 328–340.

Lusa (2021). *Adaptação de empresas à sustentabilidade varia entre setores*. *Jornal de Negócios*. Disponível em: <https://www.jornaldenegocios.pt/sustentabilidade/detalhe/adaptacao-de-empresas-a-sustentabilidade-varia-entre-setores> (Acesso a: 11 Dec. 2022).

Martínez-Ferrero, J., & García-Meca, E. (2020). Internal corporate governance strength as a mechanism for achieving sustainable development goals. *Sustainable Development*, 28(5), 1189–1198.

Martirosyan E, Vashakmadze T. (2013). Introducing stakeholder-based frameworks for post-merger integration (PMI) success. *Journal of Modern Accounting and Auditing* 9(10): pp.1376–1381.

Naciti, V. (2019). Corporate governance and board of directors: The effect of a board composition on firm sustainability performance. *Journal of Cleaner Production*, 237(1), p.117727.

Neter, J., Wasserman, W., & Kutner, M. H. (1983). *Applied Linear Regression Models* (1sted.). USA: Richard D. Irwin, Inc.

Miller, N. (2022). *ESG Score*. [online] Corporate Finance Institute. Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/esg/esg-score/> [Consultado a: 14 Dec. 2022].

Nikolaou, I.E., Tsalis, T.A. and Evangelinos, K.I. (2019). A framework to measure corporate sustainability performance: A strong sustainability-based view of firm. *Sustainable Production and Consumption*, 18(1), pp.1–18.

Ntim, C.G. (2017). Defining Corporate Governance: Shareholder Versus Stakeholder Models. *Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy, and Governance*, 1(1).

OCDE (2016). *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*. Paris: OCDE.

Pindyck, R. and Rubinfeld, D. (1998). “Econometric Models and Economic Forecasts”; Ma: Irwin/Mcgraw-Hill. 4th Edition. Boston.

Porter, M.E. and Kramer, M.R. (2011). *Creating Shared Value*. Harvard Business Review. Disponível em: <https://hbr.org/2011/01/the-big-idea-creating-shared-value>.

Post, C., Rahman, N. and McQuillen, C. (2014). From Board Composition to Corporate Environmental Performance Through Sustainability-Themed Alliances. *Journal of Business Ethics*, 130(2), pp.423–435.

Ramos, T.B., Cecílio, T., Douglas, C.H. and Caeiro, S. (2013). Corporate sustainability reporting and the relations with evaluation and management frameworks: the Portuguese case. *Journal of Cleaner Production*, 52(1), pp.317–328.

Refinitiv (2022) Environmental, Social, and Governance Scores from Refinitiv.

Disponível em:

https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf

Robaina, M. and Madaleno, M. (2019). The relationship between emissions reduction and financial performance: Are Portuguese companies in a sustainable development path? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(3), pp.1213–1226.

Romano, M., Cirillo, A., Favino, C. and Netti, A. (2020). ESG (Environmental, Social and Governance) Performance and Board Gender Diversity: The Moderating Role of CEO Duality. *Sustainability*, 12(21), p.9298.

Seghezze, L. (2009). The five dimensions of sustainability. *Environmental Politics*, 18(4), 539–556.

Silva A., Santos, A., Carlos, V., Alves, F., Arriaga, J., Cunha, D. e Monteiro, M. (2006). *LIVRO BRANCO SOBRE CORPORATE GOVERNANCE EM PORTUGAL EM PORTUGAL*. Instituto Português de Corporate Governance.

Slaper, T. and Hall, T. (2013). The Triple Bottom Line: What Is It and How Does It Work? The Triple Bottom Line Defined. *Indiana Business Review*, 86(1).

Smith, A. (2014). *Riqueza das Nações*. 7th ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.

Swarnapali, R. (2017). Corporate sustainability: a Literature Review. *Journal for Accounting Researchers and Educators (JARE)*, 1(1).

Tebo, P.V. (2005). Building Business Value Through Sustainable Growth. *Research-Technology Management*, 48(5), pp.28–32.

Teodósio, J. (2021). Corporate Governance in Portugal. *Advances in Finance, Accounting, and Economics*, 1(1).

U-Din, S. (2021). The Corporate Governance Models for Banks: A Comparative Study. *Studies in Business and Economics*, 16(1).

USEPA (2022) United States Environmental Protection Agency. What Is Sustainability? [Consultado em 3 de outubro de 2023]. Disponível em: <https://www.epa.gov/sustainability>

Uyar, A., Kuzey, C., Kilic, M. and Karaman, A.S. (2021). Board structure, financial performance, corporate social responsibility performance, CSR committee, and CEO duality: Disentangling the connection in healthcare. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6).

van Beurden, P. and Gössling, T. (2008). The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), pp.407–424

WCED—World Commission on Environment and Development, (1987). Report of the World Commission on Environment and Development: United Nations Digital Library System. [Consultado em 3 de outubro de 2023]. Disponível em: <https://digitallibrary.un.org/record/139811>

Zwickle, A., M. Koontz, T., M. Slagle, K. and T. Bruskotter, J. (2014). Assessing sustainability knowledge of a student population. *International Journal of Sustainability in Higher Education*, 15(4), pp.375–389.