



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO

CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DA INFORMAÇÃO NÃO FINANCEIRA NA
PERFORMANCE FINANCEIRA DAS EMPRESAS COTADAS DE PORTUGAL DE
ACORDO COM A DIRETIVA 2014/95/EU**

MARIANO FECA OLIVEIRA HATEUA

SETEMBRO 2023



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO

CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DA INFORMAÇÃO NÃO FINANCEIRA NA
PERFORMANCE FINANCEIRA DAS EMPRESAS COTADAS DE PORTUGAL DE
ACORDO COM A DIRETIVA 2014/95/EU**

MARIANO FECA OLIVEIRA HATEUA

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA ANA ISABEL ABRANCHES PEREIRA DE CARVALHO MORAIS

SETEMBRO 2023

RESUMO

Durante as últimas anos, as divulgações corporativas cresceram e mudaram rapidamente devido, em parte, a Diretiva da União Europeia 2014/95/EU que trouxe uma nova estrutura de relatos financeiros elaborados pelas empresas localizadas nos Estados Membros da União Europeia, impondo-lhes requisitos de divulgação de informações não financeiras, a partir do ano de 2017.

Neste contexto, a dissertação tem como objetivo analisar o impacto da divulgação da informação não financeira na performance financeira das empresas cotadas de Portugal de acordo com a Diretiva 2014/95/EU. Para o presente estudo, recorreu-se a lista de 26 grupos de empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon e que elaboravam relatório de sustentabilidade ou relatório de gestão ou integrado entre 2020 e 2021.

Foi realizado uma análise de conteúdo manual e análise de regressão OLS para avaliar a relação entre a divulgação da informação não financeira e a performance financeira, medido por ROE e Tobin's_Q. Os resultados obtidos evidenciam que o índice de divulgação da informação não financeira não está associado com a rentabilidade da empresa (ROE). Os resultados apresentam também uma associação negativa entre o índice de divulgação da informação não financeira com Tobin's_Q. Além disso, a análise de conteúdo, revelou um ligeiro aumento da divulgação não financeira por parte das empresas cotadas portuguesas.

Palavras-chaves: Índice de divulgação, informação não financeira, Diretiva 2014/95/EU, performance financeiro, empresas cotadas, análise de conteúdo.

ABSTRAT

Over the last few years, corporate disclosures have grown and changed rapidly due, in part, to European Union Directive 2014/95/EU, which introduced a new financial reporting framework for companies located in the Member States of the European Union, imposing disclosure requirements for non-financial information from 2017 onwards.

In this context, this dissertation aims to analyze the impact of disclosing non-financial information on the financial performance of listed companies in Portugal in accordance with Directive 2014/95/EU. For this study, we used a list of 26 groups of Portuguese companies listed on Euronext Lisbon that produced a sustainability report or a management or integrated report between 2020 and 2021.

A manual content analysis and OLS regression analysis were carried out to assess the relationship between the disclosure of non-financial information and financial performance, measured by ROE and Tobin's_Q. The results obtained show that the non-financial information disclosure index is not associated with company profitability (ROE). The results also show a negative association between the non-financial information disclosure index and Tobin's_Q. In addition, the content analysis revealed a slight increase in non-financial disclosure by Portuguese listed companies.

Keywords: *Disclosure index, non-financial information, Directive 2014/95/EU, financial performance, listed companies, content analysis.*

AGRADECIMENTO

Em primeiro lugar começo por agradecer à Deus eterno que tem sido o meu refúgio, socorro bem presente nas tribulações, pelo dom de vida e por tornar possível a realização desta pesquisa.

Em segundo lugar, quero agradecer à minha orientadora, Professora Doutora Ana Isabel Abranches Pereira de Carvalho Morais, por aceitar trabalhar comigo na elaboração desta dissertação, pelo seu tempo disponibilizado e dedicação, bem como pela sua visão crítica e partilha de conhecimento e ideias. A sua disponibilidade e prontidão na resposta das minhas questões foi crucial para o desenvolvimento da dissertação.

Por último, mas muito importante, gostaria de agradecer a minha mãe (em memória), por me ter dado a maior riqueza que se pode dar aos filhos (educação), e ao meu pai por todo seu apoio. Aos meus irmãos, por serem companheiros presente, a toda a minha família, amigos, colegas e professores que, de uma forma ou de outra, tiveram um papel preponderante neste capítulo da minha vida.

*“Em seu coração
o homem planeia o seu
caminho,
mas o Senhor determina
os seus passos.”*

INDICE DE TABELA

Tabela I - Distribuição da Amostra por sector	24
Tabela II - Índice de Qualidade Ponderado por Sector de Atividade ano 20/21	26
Tabela III - Estatística Descritiva.....	33
Tabela IV - Matriz de Correlação de Pearson	34
Tabela V - Variance Inflation Factor (VIF)	35
Tabela VI - Resultados do modelo	36
Tabela VII - Resultados do modelo (Tobin's_Q)	39

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

- CSR – *Corporate Social Responsibility*
- CFP - *Corporate Financial Performance*
- CVM - Código dos Valores Mobiliários
- CSRD - *Corporate Sustainability Reporting Directive*
- DInF – Divulgação da Informação não Financeira
- EIP – Entidade de interesse público
- ESG – *Environmental, Social and Governance*
- EU – *European Union*
- EMAS - *Eco-Management and Audit Schem*
- ESEF - *European Single Electronic*
- EFRAG - *European Financial Reporting Advisory Group*
- ESEF - *European Single Electronic*
- GRI – *Global Reporting Initiative*
- ID - Índice de divulgação
- NFD – *Non-Financial Directive*
- OBS - Observações
- Tobin's_Q - *Market-Based Measures*
- RSE - Responsabilidade social das empresas
- PME - Pequenas e Médias Empresas
- ROE – *Return on Equity*

ÍNDICE

RESUMO	i
ABSTRAT	ii
AGRADECIMENTO	iii
INDICE DE TABELA	vi
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS.....	vii
1. INTRODUÇÃO	9
2. ENQUADRAMENTO	11
3. REVISÃO DE LITERATURA	17
3.1. Divulgação não Financeira em um Ambiente Institucional em Mudança	17
3.2. Divulgação de Informação não Financeira e Performance Financeira Corporativa	19
4. AMOSTRA E METODOLOGIA	25
4.1. Descrição da Amostra	25
4.2. Metodologia	28
5. RESULTADOS EMPÍRICOS	32
5.1 Estatística Descritiva	32
5.2 Matriz de Correlação.....	33
5.3 Análise dos resultados	35
5.4 Testes Adicionais	38
6. CONCLUSÃO	42
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	44
APÊNDICE	54

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, a divulgação da informação não financeira (DInF) tornou-se de grande relevância na academia e na gestão empresarial (Barrena Martínez et al., 2016; Madorran & Garcia, 2016) devido à sua inclusão nos relatórios corporativos. Desta forma, as organizações têm sido sujeitas a enorme pressão para maximizar a produtividade e a rentabilidade (Javalgi et al., 2009) ao mesmo tempo que se vivencia uma procura constante por parte de consumidores, fornecedores, colaboradores, investidores, organizações não-governamentais e poderes públicos para investir no desenvolvimento sustentável e implementação de práticas de responsabilidade social (Al Hawaj & Buallay, 2022).

As empresas informam sobre questões sociais para obterem benefícios sociais. Na perspetiva da teoria baseada nos recursos, as empresas investem em atividades de responsabilidade social para desenvolverem os seus recursos de forma a conseguir maiores benefícios (Muller & Kolk, 2009; Porter, 1991). Do ponto de vista da teoria institucional, as empresas investem em atividades sociais para responder a pressões coercivas, miméticas e das partes interessadas (Crawford & Williams, 2010; Dimaggio & Powell, 1983). Assim sendo, as empresas informam sobre questões sociais e ambientais, para reduzir o impacto adverso das suas operações e procurar resolver problemas associados, através de melhores práticas laborais e da formação dos trabalhadores. As empresas também se concentram no desenvolvimento de competências dos seus colaboradores, igualdade de género, redução das taxas de lesões e doenças no local de trabalho, na abolição do trabalho infantil e na prevenção da discriminação no local de trabalho (Buallay et al., 2020).

Na prática, os recursos sociais devem ser utilizados como um contributo para o desenvolvimento da empresa (Bresciani et al., 2016; Walsh et al., 2003), uma vez que a divulgação de informações não financeiras pode melhorar a performance financeira das empresas. No entanto, outros estudos (Balabanis et al., 1998; Lee et al., 2009) encontraram uma relação negativa entre a divulgação de informação não financeira e a performance financeira das empresas (CFP). Como por exemplo, Lee et al. (2009) concluem que os

investimentos ESG pioram o desempenho financeiro, justificando que isto poderia indicar um custo mais baixo de capital próprio para empresas com pontuações elevadas de ESG.

O objetivo do presente trabalho é analisar o impacto da divulgação da informação não financeira na performance financeira das empresas cotadas de Portugal de acordo com a Diretiva 2014/95/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro. Desta forma, foram desenvolvidas hipóteses que nos permitirão analisar o comportamento desta relação através da literatura. Para este efeito, utilizou-se uma amostra de 26 empresas cotadas na Euronext Lisbon de Portugal, e que emitiram um relatório não financeiro, enquanto relatório de sustentabilidade ou incluído no relatório anual. O horizonte temporal escolhido foi entre 2020 e 2021.

Após a recolha e tratamento dos dados, foi realizada uma análise de conteúdo manual para se determinar o índice de divulgação e estimou-se o modelo econométrico de regressão linear (OLS), para avaliar a relação entre a divulgação de informação não financeira e a performance financeira, medido em ROE e Tobin's_Q, enquanto teste adicional. Com base nos artigos da Revisão da Literatura foram selecionadas as vertentes de índice de divulgação, *assurance*, relatório, Tobin's_Q, dimensão e nível de endividamento. Conclui-se que as variáveis estatisticamente significativas para o desempenho financeiro, medido pelo ROE, são o Tobin's_Q e o nível de endividamento. Verificou-se também que as variáveis ID, *assurance*, relatórios e a dimensão não são estatisticamente significativas. No que respeita a teste adicional, verificou-se uma associação negativa entre a ID e o Tobin's_Q. E verificou-se ainda que *assurance*, relatório, dimensão e nível de endividamento não influenciam o Tobin's_Q.

Este estudo contribui para a literatura de diversas maneiras, na medida em que lança luzes sobre a falta de estudos anteriores que mostram os efeitos da Informação não financeira na performance financeira, em regime obrigatório (Agostini et al., 2022). Assim sendo, foi considerado uma amostra de empresas cotadas portuguesas, no sentido de fornecer *insights* do impacto da diretiva na performance, ajudando as empresas para reorganizar as suas funções, bem como as partes interessadas, incluídos investidores e reguladores nas tomadas de decisões.

O presente estudo está estruturado da seguinte forma: no capítulo que se segue é feito um enquadramento teórico sobre as temáticas a abordar. A secção a seguir faz uma revisão da literatura existente sobre o tema, formalizando as hipóteses que serão fruto de análise nos capítulos a seguir. O capítulo 4 descreve a amostra e a metodologia utilizadas e, no capítulo 5 são apresentados os resultados empíricos obtidos. Por fim, no último capítulo, são apresentadas as principais conclusões, limitações e sugestões de pesquisa futuras.

2. ENQUADRAMENTO

A sustentabilidade ganhou forma na Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, devido ao relatório *Brundtland*, o qual é um documento intitulado “*Our Common Future*” (Commission on Environment, 1987). De acordo com este relatório, a sustentabilidade é um modelo de desenvolvimento que responde às necessidades presentes, sem comprometer a capacidade das futuras gerações (Imperatives, 1987). Nas últimas décadas, a Comissão Europeia manifestou uma atenção especial relativamente à Sustentabilidade e responsabilidade social das empresas ao promover Relatórios não Financeiros, os quais se têm desenvolvido continuamente em diferentes formas, voluntárias ou obrigatórias. Neste segmento, em 2014, a Comissão Europeia apresentou a Diretiva 2014/95/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro (*Non-financial Reporting Directive – NFRD*), publicada no Jornal Oficial da União Europeia (UE) em 15 de novembro que alterava a Diretiva 2013/34/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, no que se refere ao relatório não financeiro por parte de certas grandes empresas que sejam entidades de interesse público.

A Diretiva surge da necessidade de aumentar a transparência das informações e do crescimento sustentável em matéria social e ambiental, facilitando assim, uma nova estrutura moderna da Responsabilidade social das empresas (RSE), bem como, a diversidade das políticas adotadas nesse âmbito pelas empresas com um nível suficiente de comparabilidade para dar respostas às necessidades dos investidores e das partes interessadas e, além disso, visa proporcionar aos consumidores informações sobre o impacto das empresas na

sociedade. Assim, o principal objetivo da Diretiva é aumentar a confiança dos *stakeholders* e das partes interessadas relativamente às informações divulgadas.

A Diretiva 2014/95/EU aplica-se de forma obrigatória a grandes empresas e a empresas-mãe de um grande grupo que sejam Entidades de Interesse Público (EIP), com referência a um número médio de trabalhadores, total do balanço e o volume de negócios líquido. No entanto, os Estados-membros podem requerer também o DInF a empresas e grupos não abrangidos pela presente diretiva, tal como refere o ponto 14 da referida Diretiva. No artigo 2.º da Diretiva, a Comissão reiterou o seu compromisso de elaborar orientações não vinculativas para a comunicação da informação não financeira. Essas diretrizes foram fornecidas por meio da comunicação 2017/C215/01 com objetivo de ajudar as entidades na divulgação das informações relevantes (nos domínios ambiental, social e de governação) de maneira consistente e coerente para garantir a comparabilidade entre empresas e sectores e em conformidade com os requisitos da Diretiva (União Europeia, 2017).

O Conselho Europeu apelou à redução da carga regulamentar global, em especial para as pequenas e médias empresas (PME), tal como é referido no ponto 13 da diretiva, de forma a *“melhorar o ambiente empresarial para as PME e promover a sua internacionalização”*. É por este motivo que as PME estão isentas dos requisitos adicionais e da obrigação de apresentar uma demonstração não financeira.

As diretivas são instrumentos jurídicos que têm como particularidade de não serem vinculativas em todos os seus elementos, mas apenas no que diz respeito ao resultado a alcançar. Desta forma, os Estados-membro têm a liberdade de escolher a forma e os métodos de transposição, tais como transpor partes do texto para a ordem jurídica nacional, transpor o texto com pequenas ou grandes alterações de terminologia (Aureli et al., 2019). Neste sentido, os Estados-membro necessitaram de transpor a Diretiva 2014/95/EU para as suas ordens jurídicas internas até 06 de dezembro de 2016, produzindo efeitos a partir dos exercícios anuais, com início após 1 de janeiro de 2017 ou durante o ano civil de 2017.

Em Portugal, essa transposição foi feita através do Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28 de julho, o qual não apresenta praticamente diferenças nos elementos obrigatórios a divulgar relativamente aos da Diretiva.

Aquele Decreto começou por alterar os requisitos legais que orientam o relato financeiro, particularmente o Código das Sociedades Comercial nos seus artigos 65.º, 451.º e 528.º, criando assim os artigos 66.º-B, 508.º-G e 546.º, bem como, o Código dos Valores Mobiliários (CVM) com destaque para o artigo 245.º-A.

O referido Decreto-Lei obriga à divulgação da informação não financeira, de acordo com o estabelecido pela Diretiva 2014/95/EU, por grandes empresas e as empresas-mãe de um grupo¹ sejam entidades de interesse público (EIP)² e que à data de encerramento do seu balanço excedam um número médio de 500 trabalhadores. Estas entidades devem apresentar anualmente uma demonstração não financeira ou demonstração não financeira consolidada, incluída no relatório de gestão ou num relatório separado (por exemplo, um Relatório de Sustentabilidade), elaborada pelos órgãos de administração, contendo *“informações não financeiras bastantes para uma compreensão da evolução, do desempenho, da posição e do impacto das suas atividades, referentes, no mínimo, às questões ambientais, sociais e relativas aos trabalhadores, à igualdade entre mulheres e homens, à não discriminação, ao respeito dos direitos humanos, ao combate à corrupção e às tentativas de suborno”* de acordo com o n.º 2 do Artigo 66.º -B. O Decreto-Lei, em harmonia com a Diretiva, exige o fornecimento da seguinte informação: (i) uma breve descrição do modelo de empresarial do grupo; (ii) uma breve descrição das políticas adotadas em relação aos assuntos descrito acima,

¹ Segundo estipulado no Decreto-Lei n.º 98/2015, de 2 de junho, as grandes empresas são aquelas que, em dois períodos consecutivos, ultrapassam dois dos três limites: 1) um total de balanço de 20 milhões de euros; 2) um volume de negócios líquidos de 40 milhões de euros; 3) um número médio de trabalhadores durante o período de 250.

² As EIP, segundo a lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, são entidades com valores mobiliários admitidos à cotação em mercado regulamentado da UE, bancos (cotados ou não), companhias de seguros (cotadas ou não) e outras empresas designadas pelo Estado Português.

incluindo os processos de diligência aplicados; (iii) os resultados dessas políticas; (iv) a descrição dos principais riscos associados e os impactos adversos às atividades do grupo e a forma como tem gerido o risco; (v) os principais indicadores de desempenho não financeiros relevantes para atividade específica.

Nenhum modelo ou formato foi proposto pelo Decreto-Lei na elaboração da demonstração não financeira. De acordo com o disposto nos números 8.º e 9.º do artigo 66.º-B do Decreto-Lei n.º 89/2017, uma entidade que elabore um relatório separado, correspondente ao mesmo exercício financeiro, que inclua as informações exigidas para a demonstração não financeira, fica isenta da obrigação de elaborar a demonstração não financeira. Para que esta isenção aconteça, o relatório separado deve: (i) ser publicado juntamente com o relatório de gestão; ou (ii) ser publicamente disponibilizado no site da internet da empresa num prazo razoável de até seis meses após a data do balanço, e seja referido no relatório de gestão.

O Decreto-Lei, em harmonia com a Diretiva, estabelecem que na elaboração das demonstrações não financeiras, as empresas podem recorrer a sistemas nacionais, sistemas da União Europeia (UE), (como por exemplo *Eco-Management and Audit Schem (EMAS)*), ou sistema internacionais, (como por exemplo, *United Nations Global Compact, International Organization for Standardization's ISO 26000, Global Reporting Initiative*) ou outros sistemas internacionais reconhecidos. Para isso, as entidades devem especificar em quais das estruturas se baseiam.

No que diz respeito à garantia de divulgação da informação não financeira, tanto a Diretiva como o Decreto-Lei n.º 89/2017 exigem que o revisor oficial de contas e as sociedades de revisores oficiais de contas apenas devem certificar-se que a Demonstração não Financeira ou o Relatório Separado foram apresentados, bem como a política de diversidade aplicada pela empresa. Além disso, o ponto 16 da Diretiva faz referência aos Estados-Membros terem a possibilidade de requerer que as informações incluídas na demonstração não financeira ou em relatório separado sejam verificadas por um prestador de serviços

independente. Em Portugal, a verificação por um prestador de serviço independente da Informação não financeira não foi imposta, sendo uma opção para as empresas a realizarem.

Atualmente, a União Europeia está a mover-se para aprimorar a NFRD, com referência ao plano de ação para as finanças sustentáveis (2018), o qual inclui uma revisão do relato da informação não financeira de acordo com a ação 6 (*Strengthening Sustainability disclosures and accounting rule-making*). Neste sentido, em 2019, a União Europeia reforçou o seu empenho e calendarizou para 2020 a revisão da Diretiva da Informação não Financeiras. Assim, a Comissão Europeia anunciou uma nova era de relato de sustentabilidade, apresentando a proposta da Diretiva de Sustentabilidade Corporativa (*Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD*), em 21 de abril de 2021, com o objetivo de alterar vários diplomas europeus, com particular destaque à Diretiva 2014/95/EU (*Non-Financial Reporting Directive, NFRD*), visando assim, aumentar a transparência sobre o desempenho das empresas em termos de sustentabilidade. Segundo a Comissão Europeia, a revisão do NFRD era necessária porque *“há, no entanto, amplas provas de que a informação que as empresas reportam não é suficiente. Os relatórios omitem frequentemente informações que os investidores e outras partes interessadas consideram importantes. A informação relatada pode ser difícil de comparar de empresa para empresa, e os utilizadores da informação não têm muitas vezes a certeza se podem confiar nela”* (Commission, 2021, p. 1). Além disso, os problemas de qualidade dos relatórios de sustentabilidade têm efeitos negativos. Isso significa que os investidores não têm uma visão geral confiável dos riscos relacionados com a sustentabilidade a que as empresas estão expostas. A Diretiva 2022/2464, relativa ao relato da sustentabilidade das empresas, foi publicada em 14 de dezembro de 2022, e entrará em vigor em janeiro de 2024.

O CSRD apresenta seis importantes alterações: (i) o alargamento do âmbito das entidades abrangidas; (ii) o alargamento do conteúdo do relatório; (iii) a identificação das normas de reporte; (iv) a introdução de garantia limitada; (v) o relato de sustentabilidade no relatório de gestão, que está sujeito à marcação digital; e (vi) a gestão e os conselhos de supervisão com responsabilidade explícita.

No que diz respeito ao alargamento do âmbito de aplicação, a Diretiva inclui todas as grandes empresas cotadas ou não, e independentemente de serem ou não EIP, sem o limite anterior de 500 trabalhadores, referido anteriormente na NFRD. Além disso, a CSRD aplica-se também às PME cotadas, com exceção das microentidades.

À semelhança da NFRD, esta nova diretiva estabelece ainda a necessidade de divulgar informações sobre questões ambientais, sociais e relativas aos trabalhadores, sobre o respeito dos direitos humanos e sobre o combate à corrupção e às tentativas de suborno, mantendo-se o princípio da dupla materialidade.

O conteúdo do relatório foi significativamente ampliado e foram adotadas normas obrigatórias de relatório de sustentabilidade definidas pelas *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG)³, com o objetivo de criar mais uniformidade, maior transparência e conformidade na aplicação. A diretiva especifica ainda que a informação divulgada deverá incluir informação retrospectiva e prospetiva assim como informação qualitativa e informação quantitativa.

Diferentemente da anterior Diretiva, a nova Diretiva estabelece que relatórios financeiros de sustentabilidade devem ser incluídos no relatório de gestão e estão sujeitas à marcação digital de acordo com a diretiva *European Single Electronic (ESEF)*⁴.

³ EFRAG é uma associação privada criada em 2001 com incentivo da Comissão Europeia para atender aos interesses públicos. Maioritariamente financiado pela UE, o EFRAG baseia-se num modelo de parceria público-privada e o seu papel tem sido o de aconselhar a Comissão na adoção de normas internacionais de relato financeiro na legislação da EU.

⁴ Os requisitos do ESEF surgem da Diretiva 2013/50/EU, na qual se determina que os emitentes com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentados devem preparar e divulgar os relatórios financeiros anuais num formato eletrónico único de comunicação de informação.

No que diz respeito à garantia de divulgação da informação não financeira, a CSRD impõe um requisito de auditoria obrigatória com garantia limitada aos relatórios de sustentabilidade, a fim de aumentar a confiabilidade dos relatórios de sustentabilidade.

A CSRD entrará em vigor em janeiro de 2024, mas os primeiros reportes apenas surgirão em 2025. Neste segmento, os Estados Membros terão que transpor a CSRD para as suas ordens jurídicas nacionais de forma faseada e a sua aplicação será de carácter obrigatório: (i) a partir de 2025, sobre o exercício financeiro de 2024, para as entidades já sujeita à Diretiva NFRD; (ii) a partir de 2026, sobre o exercício financeiro de 2025, para grandes entidades que não estão atualmente sujeitas à Diretiva NFRD; (iii) a partir de 2027 sobre o exercício financeiro de 2026, para PME cotadas (com exceção das microentidades), para instituição de crédito de pequena dimensão e não complexas e para empresas de seguros cativas⁵.

2. REVISÃO DE LITERATURA

3.1. Divulgação não Financeira em um Ambiente Institucional em Mudança

Os relatórios não financeiros ou divulgação da informação não financeira são terminologias que estão inter-relacionadas (Stolowy & Paugam, 2018), subjacentes (Erkens et al., 2015) e estão ligadas aos desenvolvimentos sustentáveis (Dienes et al., 2016). Estes são normalmente apresentados conjuntamente com o Relatório Anual ou de forma autónoma, nomeadamente no relatório de responsabilidade social e empresarial (RSE)/ sustentabilidade, relatório ecológico e relatório de responsabilidade corporativa (Brooks & Oikonomou, 2018). O termo sustentabilidade é frequentemente, mas utilizado (Davis & Searcy, 2010), para comunicar aos *stakeholders* e partes interessadas a informação não financeira das entidades.

⁵ Segundo a secção do artigo 13^o, da Diretiva 2009/138/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, empresa de seguros cativa, é uma empresa de seguro detida por uma instituição financeira que não seja empresa ou grupo de empresas de seguros ou de resseguros ou ainda detidas por empresas não financeira, cujo objeto consiste em fornecer uma cobertura de seguro exclusivamente aos riscos das empresas a que pertence ou de uma empresa/grupo de empresas de que faz parte.

Deste modo, os relatórios de RSE/ sustentabilidade demonstram a ligação entre a estratégia da empresa e o compromisso com uma economia global sustentável (Nobanee & Ellili, 2016a).

Os relatórios não financeiros geralmente são aprimorados como ações que levam a uma tomada de decisão externa e interna superior, reforçando simultaneamente a estabilidade financeira e contribuindo para uma melhor sustentabilidade social (Eccles et al., 2011).

A informação não financeira é definida como “*all the information disclosed by companies that cannot be explained with a currency*” (Federation of European Accountants, 2016). Diversos tipos de *stakeholders*, incluindo investidores, enfatizam a relevância desse tipo de informação, uma vez que complementa a informação financeira (Carini et al., 2018a; Dhaliwal et al., 2012). Deste forma, as organizações possuem responsabilidade para com a sociedade, além das obrigações económicas e legais (Maqbool & Bakr, 2019).

Assim, os relatórios de RSE/ sustentabilidade devem ser confiáveis, credíveis, coesos e comparáveis, no sentido de satisfazer as necessidades dos *stakeholders* (Kiliç et al., 2015). No entanto, as empresas são aconselhadas a utilizarem padrões de relatórios, nomeadamente o *Global Reporting Initiative (GRI)*, para aumentar a credibilidade das informações não financeiras (Dawkins, 2004).

Diversos estudos investigaram os fatores determinantes das alterações da informação não financeira na sequência da implementação da Diretiva. A teoria institucional, e particularmente o conceito de isomorfismo, tem sido considerado como uma abordagem teórica apropriada para explicar as escolhas feitas por empresas na transição de um regime de reporte voluntário para obrigatório (Carungu et al., 2020; Korca et al., 2021; Lippai-Makra et al., 2022^a). A teoria institucional permite compreender como as práticas específicas de relatos não financeiros podem ser empregues por uma organização devido a pressões de *stakeholders* poderosos (Crawford & Williams, 2010; Dimaggio & Powell, 1983; Scott, 1987). Contudo, entre os *stakeholders* mais poderosos, identificados como influenciadores, destacam-se os governos (Amran & Haniffa, 2011), as organizações não governamentais

(Rahaman et al., 2004), as empresas multinacionais (Islam & Deegan, 2008), as agências reguladoras (Crawford & Williams, 2010), a União Europeia (Doh & Guay, 2006) e os Mídias (Islam & Deegan, 2010).

O isomorfismo é uma das dimensões da teoria institucional, que é entendido como um processo restrito que força uma organização a assemelhar-se a outras que enfrentam as mesmas pressões institucionais, levando a uma homogeneização de comportamento e estrutura da organização (Dimaggio & Powell, 1983; Scott, 1987). Deste modo, Dimaggio & Powell (1983) identificam três mecanismos através dos quais ocorrem o processo de isomorfismo institucional: (i) isomorfismo coercivo, que deriva do influxo político e do problema da legitimidade; (ii) isomorfismo mimético, que ocorre predominantemente em condições de incerteza, quando as entidades tentam modelar seus comportamentos imitando outras entidades do mesmo setor; (iii) isomorfismo normativo, associado à profissionalização.

A transposição de Diretivas para o direito nacional fomentou o tipo de isomorfismo coercivo e mimético entre empresas dos Estados-Membros (Carmo & Ribeiro, 2022), uma vez que as Diretivas tendem a ser flexíveis quanto ao formato de apresentação, quadro de apresentação e nível de garantia a adotar pelas empresas. Assim, os Estados-Membros, em geral, mantiveram essa flexibilidade na transposição para as suas legislações nacionais (GRI-Global Reporting Initiative, 2017). Essa flexibilidade gera incerteza sobre as melhores opções a serem tomadas, abrindo assim espaço para imitação (Isomorfismo mimético), além do isomorfismo coercivo devido ao requisito obrigatório da Diretiva (Dumitru et al., 2017).

3.2. Divulgação de Informação não Financeira e Performance Financeira Corporativa

Diversos estudos destacam a relação existente entre a DInF voluntária e o CFP. Muitos desses estudos proporcionam evidências da existência de uma associação positiva entre DInF e CFP (Agostini et al., 2022; Buallay, 2019; Cannon et al., 2020). A DInF melhora a reputação da empresa, o que leva posteriormente a uma melhor CFP, tanto em termos de retorno das empresas (Cannon et al., 2020) como de reações de mercados (Buallay, 2019). A DInF

transmite uma imagem credível, apropriada e transparente da estratégia e desempenho da empresa (Hahn & Kühnen, 2013; Maroun, 2017; Nobanee & Ellili, 2016b), aumenta o valor das empresas (Hahn & Kühnen, 2013; Schadewitz & Niskala, 2010), aumenta a competitividade com os concorrentes (Hahn & Kühnen, 2013; Lozano et al., 2016) e influencia o processo de tomada de decisão dos *stakeholders* (Carini et al., 2018b).

Cannon et al. (2020) analisaram a divulgação de RSE contida nos *Forms* 10-K e as vantagens competitivas das empresas dos EUA. A amostra é constituída por 50.757 observações contidas nos *Forms* 10-K, nos anos de 1996 a 2015. Os autores destacam que a divulgação de RSE está positivamente associada a vantagens competitivas, e estas vantagens competitivas variam em função da estrutura de RSE, podendo ser de caráter filantrópica, prática de negócios e atividades relacionadas a produtos divulgados.

Buallay (2019) estendeu a sua análise para a divulgação ambiental, social e de governança (ESG), associado à performance das empresas da UE. A amostra consistiu em 2.350 observações relativas a 235 bancos listados na bolsa de valores dos países da UE, nos períodos de 2007 a 2016. Os dados utilizados foram coletados da base de dados Bloomberg. Os autores referem que a divulgação do ESG tem impacto positivo significativo na CFP, sugerindo assim, que os relatórios de sustentabilidade promovem maior transparência de ações não financeiras e, como consequência, o desempenho económico e financeiro a longo prazo. Por outro lado, Steyn (2014) descobriu que os relatórios de sustentabilidade contribuem para os melhores negócios com elevada performance financeira.

Além disso, a DInF permite alcançar um elevado nível de responsabilidade, ao equilibrar os objetivos financeiros com os não financeiros (Fernández-Gago et al., 2018), apresentar o impacto das empresas na sociedade e no desenvolvimento global e sustentável a médio/longo prazos (Baker & Schaltegger, 2015).

Por outro lado, poucos estudos investigaram a relação existente entre a divulgação da informação não financeira em regime obrigatório e a performance financeira corporativa. A DInF obrigatória tem sido investigada pela implementação da teoria institucional e dos seus

mecanismos coercivos e mimético (Cormier et al., 2005; Dumitru et al., 2017; Higgins & Larrinaga, 2014). Desta forma, Tang & Demeritt (2018) investigaram as mudanças climáticas e relatórios obrigatórios de carbono. A amostra é constituída por 176 grandes empresas listadas no FTSE100 do Reino Unido e sujeita ao relatório obrigatório de emissão de gases com efeito estufa como parte de seus relatórios financeiros anuais. Os autores referem que é necessária cautela ao incentivar as empresas a melhorar o seu desempenho ambiental e responsabilidade social por meio dos requisitos de divulgação, uma vez que as empresas do Reino Unido têm sido movidas principalmente por mecanismos coercivos. No entanto, os autores demonstram empiricamente que não encontraram diferenças estatisticamente significativas no desempenho da redução de emissão de gases entre as empresas britânicas que reportavam voluntariamente e aquelas que reportavam num regime obrigatório.

Conway (2019) analisou o impacto quantitativo do relatório integrado (IR) obrigatório desde 2011 na África do Sul. A amostra é constituída por empresas listadas em três bolsas de valores africanas entre 2006 e 2015. O autor observou que, a partir da introdução do reporte obrigatório, o efeito sobre Tobin's Q foi negativo e significativo e o desempenho financeiro parece ter piorado ligeiramente desde a introdução da divulgação obrigatória de IR.

Carmo & Ribeiro (2022) analisam a qualidade da informação não financeira obrigatória das empresas cotadas de Portugal. A amostra é constituída por 34 empresas cotadas, com informações referentes aos anos de 2016, 2017 e 2018. Os autores concluem que a qualidade da DInF aumentou com maior referência ao primeiro ano de implementação da Diretiva, corroborando assim estudos anteriores (Caputo et al., 2020; Lippai-Makra et al., 2022b; Mion & Adai, 2019; Tiron-Tudor et al., 2019).

Agostini et al. (2022) analisaram a divulgação não financeira e a performance financeira corporativa a luz da Diretiva 2014/95/EU. A amostra é constituída por 20 empresas cotadas italianas que elaboravam o relatório de sustentabilidade e relatório anual nos períodos entre 2015 e 2018. Os seus resultados mostram que a qualidade de NFD não experimentou melhorias durante o regime obrigatório, alinhando-se assim com Michelin et al., (2015) no qual são céticos quanto à ideia de que os requisitos obrigatórios poderiam

umentar a integridade da DInF. A incapacidade Diretiva de promover a qualidade da DInF (Korca et al., 2021) também se destaca na relação subjacente com o CFP. Desta forma, Agostini et al., (2022) concluem que a qualidade do DInF obrigatório, não está correlacionada com CFP, falhando assim com a afirmação de que uma maior transparência na divulgação de informação não financeira é esperada para melhorar o desempenho em termos financeiros (União Europeia, 2017).

Em geral, estes estudos destacaram que é necessário algum tempo para que a DInF obrigatória (como por exemplo, a transposição da Diretiva 2014/95/EU) produza qualquer relação com a performance financeira corporativa (Agostini et al., 2022).

Para medir o nível de divulgação de informação não financeira, estudo anteriores utilizam Índices de divulgação da informação não financeira. Michelin et al. (2015) utilizam um índice que combina diferentes dimensões para medir a qualidade da divulgação de RSE, tais como, o conteúdo da informação divulgada (o quê e quanto é divulgada), o tipo da informação utilizada para descrever e discutir questões de RSE (como é divulgada) e a orientação de gestão (a abordagem empresarial à RSE). De igual modo, Balabanis et al. (1998) realizaram uma análise de conteúdo para medir a divulgação de RSE, na qual incluíram a qualidade e a quantidade da Informação através da adoção de uma escala de cinco pontos. Os autores confirmaram que, ao aplicar uma medida de qualidade e quantidade de divulgação de RSE, podem ser observados efeitos positivos na rentabilidade global de uma empresa. Neste sentido, *"medida de qualidade e a classificação (baseada na análise de conteúdo) está muito correlacionada com a extensão dos relatórios, medidas e classificações"* (Hooks & van Staden, 2011, p. 210).

Atendendo aos resultados dos estudos anteriormente apresentados, formula-se a primeira hipótese:

H1: *Existe uma relação positiva entre o nível de divulgação da Informação não financeira e a performance financeira da empresa.*

Num estudo realizado na África do Sul, Maroun (2019) concluiu que um aumento no número de divulgações ESG sujeito a *assurance* está associada a relatórios de maior qualidade, especialmente quando estes serviços são assegurados por uma das Big4. O autor também argumenta que uma maior qualidade do relato está associada com o *assurance* das divulgações ESG que seguem as recomendações do GRI e que estão em conformidade com os princípios de materialidade, inclusão e capacidade de resposta da AccountAbility.

Reimsbach et al. (2018) analisaram os Relatórios integrados e a garantia de informação de sustentabilidade relacionados com o investimento de investidores profissionais. O estudo concluiu que relatórios integrados afetam positivamente avaliação da performance sustentável das empresas, resultando numa maior ponderação desse tipo de informação e maior julgamento relacionado a investimento. Além disso, os investidores entendem a importância dos indicadores ESG, e estão cada vez, mas dispostos a investir em empresas com elevada relevância estratégica, sendo ainda evidente de que o *assurance* aumenta ainda, mas a vontade dos investidores em investir, aumentando também a percepção da relevância dos Indicadores de ESG presente no relatório não financeiro (Cheng et al., 2014).

Assim, as empresas com maior performance financeira estão investindo em modelos de fiabilidade de *assurance* metodologicamente rigorosos, de forma a assegurar a conformidade de código de boas práticas (Maroun & Prinsloo, 2020) Assim, formulámos a seguinte hipótese.

H2: *Há uma associação positiva entre o assurance da divulgação não financeira e a performance financeira;*

No que diz respeito ao relatório não financeiro, Agostini et al. (2022) afirmam que a associação do relatório não financeiro e desempenho da Performance financeira corporativa é positiva quando a informação não financeira é divulgada num relatório autónomo (relatório de sustentabilidade) e negativa quando a informação não financeira é divulgada num Relatório Anual, corroborando assim com Conway (2019), o qual obteve resultados semelhantes ao analisar o impacto da DInF no CFP no contexto Sul-Africano, onde as empresas que adotaram o relato integrado obrigatório tiveram pior desempenho financeiro.

Pois mecanismo coercivos como a Diretiva têm fomentado a quantidade de DinF (Cormier et al., 2005; Dumitru et al., 2017; Higgins & Larrinaga, 2014), que por sua vez está correlacionado com a CFP, assim temos a seguinte hipótese:

H3: *Existe uma associação positiva entre a informação não financeira divulgada num relatório autónomo e a performance financeira da empresa.*

No que respeita ao Tobin's_Q, alguns estudos testaram a associação entre a divulgação de informação não financeira e o nível de preço da ação/valor de mercado do património líquido. Hassel et al. (2005) desenvolveram e utilizaram um modelo modificado de Ohlson (1995) para testar a associação entre as classificações de desempenho ambiental divulgadas para fins de mercados financeiros na bolsa de valores de Estocolmo e o valor de mercados das ações. De acordo com suas descobertas, as informações ambientais relacionadas com as classificações de desempenhos são relevantes para o valor de mercado. Por outro lado, De Klerk & De Villiers (2012) destacam o papel dos acionistas argumentando que os investimentos ambientais representam um aumento de custos, pois ao gastar com os investimentos ambientais, as organizações estão sustentando o meio ambiente a longo prazo, reduzindo os riscos. Além disso, estes investimentos permitem a criação de valor, resultante de um aumento no valor de mercado. Assim, Moneva & Cuellar (2009) usaram uma versão empírica do modelo de Ohlson (1995) para testar a relevância de valores financeiros, bem como dos relatórios ambientais não financeiros de empresas cotadas na bolsa de Madrid. Os seus resultados sugerem uma valorização de mercado significativa para informações ambientais financeiras. Suas descobertas também sugerem que os acionistas de empresas em setores ambientalmente sensíveis valorizam a divulgação de certas informações ambientais não financeiras. Assim, temos a seguintes hipóteses:

H4: *Existe uma associação positiva entre Tobin's_Q e a performance financeira da empresa.*

No que respeita à dimensão da entidade, Hahn & Kühnen (2013) analisaram os determinantes dos relatórios de sustentabilidade, identificando lacunas e oportunidades para investigações futuras. Os autores analisaram 178 artigos publicados na revista relacionados com negócios, gestão e contabilidade entre 1999 e 2011. Os autores concluem que a dimensão da empresa (total de ativos, rotatividade, volume de vendas, número de

funcionários e valor de mercado), rentabilidade (retorno do mercado e retorno de ativos), setor de atividade e o país de origem da empresa são variáveis que influenciam positivamente a divulgação dos relatórios de RSE/sustentabilidade. Logo temos:

H5: *Existe uma associação positiva entre a dimensão da entidade e a performance financeira da empresa.*

Em relação à alavancagem, Hahn & Kühnen (2013) afirmam que os níveis de endividamento aumentam a flexibilidade com os custos da divulgação dos relatórios e de comunicação, respetivamente. Por outro lado, Sun et al. (2019) afirmam que as empresas altamente alavancadas têm um fluxo de caixa menor para financiar projetos de RSC. Os desempenhos sociais destas entidades podem ser relativamente baixos e a sua propensão para emitirem um relatório de RSE de forma independente pode ser muito reduzida. Assim a alavancagem financeira (*Leverage*) tem relação negativa e significativa com o desempenho, ou seja, quanto mais alto for o *leverage*, menor é a performance financeira (Conway, 2019)

H6: *Existe uma associação negativa entre a alavancagem financeira e a performance financeira da empresa.*

4. AMOSTRA E METODOLOGIA

4.1. Descrição da Amostra

O presente estudo considerou a Informação não financeira divulgada em Relatórios de Gestão e Relatórios de Sustentabilidade de empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon. A escolha das empresas cotadas deve-se ao facto de serem consideradas entidades de interesse público, de acordo com a legislação nacional, e porque as informações estão disponíveis publicamente. O processo da seleção da amostra consistiu em duas etapas consecutivas: primeiramente, os grupos empresariais cotados foram identificados por meio do *site* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), garantindo assim a disponibilidade do Relatório de Gestão ou Integrado. Em seguida, analisou-se, os *sites* dos grupos de empresas da amostra que revelou, aquelas que também estavam a elaborar uma

demonstração não financeira autónoma, garantindo assim a disponibilidade do relatório de sustentabilidade.

Foram consideradas apenas as empresas com um número médio de funcionários no final de 2020, superior a 500. Exclui-se a empresa de “Futebol Sporting Clube de Portugal” devido a impossibilidade de obtenção da informação não financeira referente aos exercícios de 2020 e 2021. Desta forma, a amostra final inclui 26 grupos de empresas portuguesas cotadas, com informações referente aos anos de 2020 e 2021.

Para se ter uma maior noção da representatividade dos sectores das empresas da amostra, foi criada a Tabela I, onde podemos ver que a maior parte das empresas atuam do sector de comércio e retalho, seguido ao da fabricação de madeira, mobiliário e serviços empresariais que representam, respetivamente, cerca de 19,23%, e 11,54% da amostra total.

TABELA I

Distribuição da Amostra por sector

Sector	Observações	Percentagem (%)
Comércio e retalho	5	19,23%
Comércio grossista	1	3,85%
Comunicação	1	3,85%
Construção	1	3,85%
Fabricação de madeira, mobiliário e papel	3	11,54%
Indústria dos transportes	1	3,85%
Máquinas industriais, elétricas e eletrónicas	1	3,85%
Meios de comunicação e difusão	2	7,69%
Mineração e extração	1	3,85%
Produtos de couro, pedra, barro e vidro	2	7,69%
Serviços bancários de seguros e financeiros	1	3,85%
Serviços empresarias	3	11,54%
Transporte, frete e armazenamento	1	3,85%
Utilitários	1	3,85%
Viagens, pessoal e lazer	2	7,69%
Total	26	100%

Para obtenção dos dados, recorreu-se aos Relatórios de Sustentabilidade e/ou Relatórios de Gestão das entidades selecionadas no sentido de verificar a presença ou não das informações não financeiras relacionadas com as questões ambientais, sociais, trabalhadores, direitos humanos, igualdade de género, políticas de não discriminação, reporte de casos de discriminação, políticas de combate a corrupção, reporte de casos de corrupção, políticas de tentativa de subornos, reportes de casos de subornos, bem como a presença ou não de *assurance*. Também se recorreu à base de dados ORBIS, que teve um papel determinante na obtenção de dados financeiros corporativos referente a performance

financeira (Tobin's_Q, ROE), ativos totais, *leverage* (Flev). O Tobin's_Q é definido como uma relação entre a capitalização de mercado e o total dos ativos, e o ROE como resultado líquido/total do capital próprio.

4.2. Metodologia

Com base na revisão da literatura e com o intuito de perceber a relação entre a divulgação da informação não financeira e a performance financeira das empresas cotadas, recorreu-se ao seguinte modelo econométrico:

$$(1) \text{ PERFORMANCE FINANCEIRA} = \beta_0 + \beta_1 \text{ID}_i + \beta_2 \text{ASSURANCE}_i + \beta_3 \text{RELATÓRIO}_i + \beta_4 \text{TOBIN'S_Q}_i + \beta_5 \text{LN_ATIVO_TOTAL}_i + \beta_6 \text{LEVERAGE}_i + \varepsilon_i.$$

$$(i = 1, \dots, 52)$$

4.2.1. Variável Dependente

A variável dependente selecionada, *PERFORMANCE FINANCEIRA*, é medida pela rentabilidade do capital próprio (*ROE*).

4.2.2. Variáveis Independentes

Índice de divulgação (ID)

No que diz respeito às variáveis independentes, temos a variável *ID* que é uma variável quantitativa que foi calculado da seguinte forma, *primeiramente* fez-se uma análise de conteúdo, no sentido de analisar o que as empresas divulgam, de seguida numa escala de (0 e 1) colocou-se pontos, como (1) caso a empresa divulgue as informações referentes as questões ambientais, sociais, trabalhadores, direitos humanos, igualdade de género, políticas de não discriminação, reporte de casos de discriminação, políticas de combate a corrupção, reporte de casos de corrupção, políticas de tentativa de subornos, reportes de casos de subornos e 0 caso contrario. A grelha utilizada é apresentada no Apêndice A. Por último, somamos todos estes pontos e dividiu-se pelos números de elementos a divulgar (isto é 11) e assim obteve-se o índice de divulgação para cada empresa, apenas uma pontuação acumulada não ponderada (ID total não financeiro de cada empresa) será testada. A tabela seguinte (Tabela 2) apresenta o índice calculado para os anos de 2020 e 2021 para as empresas da amostra, decomposto em valor absoluto e valor relativo, por setor de atividade

TABELA II

Índice de Qualidade Ponderado por Sector de Atividade ano 2020 e 2021

Sectores	Obs.	2020		2021	
		Índice absoluto	Índice relativo	Índice absoluto	Índice relativo
Comércio e retalho	2	18	0,8182	18	0,8182
Comercio grossista	1	8	0,7273	8	0,7273
Comunicação	1	6	0,5455	9	0,8182
Construção	1	9	0,8182	9	0,8182
Fabricação de madeira, mobiliário e papel	3	20	0,6061	21	0,6364
Indústria dos transportes	1	6	0,5455	5	0,4545
Máquinas industriais, elétricas e eletrónicas	1	7	0,6364	7	0,6364
Meios de comunicação e difusão	3	22	0,6667	21	0,6364
Mineração e extração	1	7	0,6364	7	0,6364
Produtos de couro, pedra, barro e vidro	2	15	0,6818	15	0,6818
Serviços bancários, de seguro e financeiro	1	9	0,8182	11	1,0000
Serviços empresarias	3	26	0,7879	26	0,7879
Transportes, fretes e armazenamento	1	10	0,9091	9	0,8182
Utilitários	3	26	0,7879	26	0,7879
Viagens, pessoal e lazer	2	18	0,8182	18	0,8182
TOTAL	26	207	0,7237	210	0,7342

Ao analisar o Índice de divulgação, as empresas cotadas portuguesas da nossa amostra apresentam uma média de ID da Informação não financeira de 72,90 % e quando comparado com a tabela II, podemos concluir que de forma geral o ID mostra tendência de crescimento (de 72,37% em 2020 para 73,42% em 2021). Consistente com o estudo anterior de Carmo & Ribeiro (2022), no quais concluem que a qualidade de DInF aumentou no primeiro ano da

implementação da diretiva. Assim, a nossa análise revela um ligeiro aumento no que respeita a ID relativo, o que pode ser justificado pelo facto de algumas empresas introduzirem os casos de corrupção e de subornos nos seus relatórios não financeiros de 2021. O ID absoluto verificou também uma variação positiva de (+3) pontos (207, em 2020, para 210 em 2021).

Por fim, no que respeito a evolução do índice de divulgação de informação não financeira de cada sector, a tabela II mostra que, de 2020 a 2021 houve uma melhoria no sector de Comunicação (de 6 pontos em 2020 para 9 pontos em 2021, em termo de ID absoluto e de 0,5455 em 2020 para 0,8182 em 2021 no que respeita a ID relativo, seguido do sector de Fabricação de Madeira, Mobiliário e Papel (ID absoluto de 20 pontos em 2020 para 21 pontos em 2021 e 0,6061 ID relativo em 2020 para 0,6364 em 2021), seguido em ultimo lugar pelo sector de Serviços Bancários de Seguro e Financeiro (ID absoluto de 9 pontos em 2020 para 11 pontos em 2021 e 0,8182 ID relativo em 2020 para 1 em 2021). Por oposição, o sector de Indústria dos Transportes (6 pontos de ID absoluto de 2020 para 5 pontos de ID em 2021 e o ID relativo foi de 0,5455 em 2020 para 0,4545 em 2021), Meios de Comunicação e Difusão (ID absoluto de 22 pontos em 2020 para 21 pontos em 2021 e 0,6667 de ID relativo em 2020 para 0,6364 em 2021) e o Sector de Transportes, Fretes e Armazenamento (ID absoluto de 10 pontos em 2020 para 9 pontos em 2021 e 0,9091 de ID relativo em 2020 para 0,8182 em 2021) pioraram durante o ano de 2021, tendo como referência o ano de 2020. Contudo, os restantes sectores a qualidade do ID mantiveram-se constante durante os anos em análise.

Espera-se uma associação positiva entre esta variável (Índice de divulgação de informação não financeira) e a performance financeira, tal como descrito na H1.

Assurance

ASSURANCE é uma variável binária que assume o valor de 1, caso as entidades tenham a presença de *assurance* nos seus relatórios não financeiros e 0 caso contrário.

Espera-se uma associação positiva entre esta variável (*Assurance*) e a performance financeira, tal com o descrito na H2.

Relatório

RELATÓRIO representa uma variável binária que assume o valor de 1, caso a informação não financeira esteja incluída no Relatório de Gestão e 0 para aquelas entidades que elaboram um relatório autónomo (Relatório de Sustentabilidade).

Espera-se uma associação negativa entre esta variável (Relatório) e a performance financeira, tal com o descrito na H3.

Tobin's_Q

TOBIN'S_Q representa um indicador de performance financeira que mede a relação entre a capitalização de mercado e o ativo total presente nas empresas da amostra.

Espera-se uma associação positiva entre esta variável (Tobin's_Q) e a performance financeira, tal como descrita na H4.

Dimensão

LN_ATIVO_TOTAL representa a dimensão da entidade e foi calculado pelo logaritmo natural (Ln) do ativo total presente nos anos em análise.

Espera-se uma associação positiva entre esta variável (dimensão) e a performance financeira, tal como descrito na H5.

Leverage

LEVERAGE é a variável usada para medir o *debt over capital* (%), uma medida que indica o peso do endividamento de curto e longo prazo (usado pelas empresas como fonte de financiamento) no capital total, que inclui as dívidas e todo o capital líquido.

Espera-se uma associação negativa entre esta variável (*leverage*) e a performance financeira, tal com o descrito na H6.

5. RESULTADOS EMPÍRICOS

5.1 Estatística Descritiva

Neste capítulo são apresentados os resultados do estudo empírico. Para a realização da análise econométrica dos dados, recorreu-se aos programas Microsoft Excel, para organização dos dados extraídos e o cálculo do índice de divulgação (*ID*), posteriormente, o software SPSS.

A Tabela III apresenta a estatística de descritiva das variáveis que compõem o total da amostra no modelo. Através da tabela, pode observar-se que a média da performance financeira medida por *ROE* e *TOBIN'S_Q* (como variável dependente no teste adicional) das empresas da amostra é aproximadamente 6,3267 e 0,3902, respetivamente.

No que diz respeito às variáveis independentes, verifica-se que o *ID* apresenta uma média de 0,7290 e que oscila entre 45% e 100%. Em relação à variável *ASSURANCE*, apresenta um valor média 0,8846 sabendo que o valor varia entre 0,00 e 1,00. Esta média indica que 88,46% das informações não financeiras da nossa amostra têm *assurance* nos seus relatórios e 11,54 % não têm *assurance* nos seus relatórios não financeiros. Em relação a variável *RELATÓRIO*, por ser binária, apresenta uma média de 65,38% e que oscila entre 0,00 e 1,00, o que significa que 65,38% das empresas da amostra divulgam informação não financeira no Relatório Anual de Gestão e as restantes no Relatório Autónomo. Verifica-se que a média *ATIVO_TOTAL* das empresas da amostra, em valores logaritmos, é de 13,8275 com um mínimo de 0,00 e um valor máximo verificado de 18,35. E, finalmente, o nível de endividamento médio das entidades (*LEVERAGE*) da amostra rondava os 3,8256.

TABELA III

Estatística Descritiva

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Roe</i>	52	6,3267	21,53116	-62,97	107,77
<i>I.D</i>	52	0,7290	0,14899	0,45	1,00
<i>Assurance</i>	52	0,8846	0,32260	0,00	1,00
<i>Relatório</i>	52	0,6538	0,48038	0,00	1,00
<i>Tobin's Q</i>	52	0,3902	0,36489	0,00	1,53
<i>LnAT</i>	52	13,8275	2,67880	0,00	18,35
<i>Leverage</i>	52	3,8256	7,04952	0,00	45,15

Variáveis: *Roe* = variáveis dependentes que representam *proxies* de performance financeira; *I.D* = representado pelo índice de divulgação da informação não financeira; *Assurance* = recebe o valor de 1, caso o relatório não financeiro possua a presença de *assurance* na informação não financeira e 0, caso contrário; *Relatório* = recebe o valor de 1, caso a informação não financeira esteja incluída no relatório de gestão ou integrado e 0, caso a entidade elabore um relatório não financeiro autónomo; *Tobin's Q* = um indicador de performance financeira que mede a relação entre a capitalização de mercado e o ativo total; *LnAT* = logaritmo natural (Ln) do ativo total das entidades para os anos em análise;; *Leverage* = corresponde a alavancagem financeira usada para medir o *debt over capital*(%), medida que indica o peso da dívida no curto e longo prazo no capital total.

5.2 Matriz de Correlação

A tabela IV apresenta a correlação de Pearson (medida não paramétrica), para as variáveis dependentes e independentes utilizadas para testar as hipóteses anteriormente estipuladas. Os resultados revelam que todas as variáveis estão correlacionadas com um valor inferior a 0,80 ou 0,70, o que pode indicar a inexistência de multicolinearidade. Neste sentido, para um nível de significância de 5% é possível verificar que existe uma correlação negativa entre: *ID* e *TOBIN'S Q* ($r_{ID;TOBIN'S,Q} = -0,338$) o que mostra que as divulgações da informação não financeira estão associadas com a reação de mercado. Existe também uma correlação negativa e estatisticamente significativa entre *LNAT* e *RELATÓRIO* ($r_{LNAT;RELATÓRIO} = -0,308$).

Por outro lado, para um nível de significância de 1% é possível constatar uma correlação negativa entre as variáveis *ROE* e *ASSURANCE* ($r_{ROE;ASSURANCE} = -0,381$); variáveis *ASSURANCE* e *FLEV* ($r_{ASSURANCE;FLEV} = -0,377$) e uma correlação positiva entre o *ROE* e *FLEV* ($r_{ROE;ASSURANCE} = 0,619$).

A fraca correlação entre as variáveis independentes apresentada na Tabela IV aponta para inexistência de multicolinearidade entre as variáveis. Para tal, recorre-se à Tabela V, que apresenta o teste do Variance Inflation Factor (VIF), com o intuito de detetar a presença de multicolinearidade entre as variáveis explicativas. De acordo com esta tabela, conclui-se que não existe multicolinearidade, visto que todos os valores são inferiores a 10 (VIF inferior a 10), logo todas as variáveis foram incluídas na regressão.

TABELA IV
Matriz de Correlação de Pearson

	ID	LnAT	ROE	Tobin's_Q	Relatório	Assurance	Leverage
ID	1						
LnAT	0,251	1					
ROE	0,130	0,006	1				
Tobin's	-0,338*	0,126	0,107	1			
Relatório	-0,215	-0,308*	-0,188	-0,073	1		
Assurance	0,079	0,066	-0,381**	0,044	0,243	1	
Leverage	0,164	-0,010	0,619**	-0,185	0,155	-0,377**	1

Variáveis: *Roe* = variáveis dependentes que representam *proxies* de performance financeira; *ID* = representado pelo índice de divulgação das informação não financeira; *Assurance* = recebe o valor de 1, caso o relatório não financeiro possua a presença de *assurance* na informação não financeira e 0, caso contrário; *Relatório* = recebe o valor de 1, caso a informação não financeira esteja incluída no relatório de gestão ou integrado e 0, caso a entidade elabore um relatório não financeiro autónomo; *Tobin's Q* = um indicador de performance financeira que mede a relação entre a capitalização de mercado e o ativo total; *LnAT* = logaritmo natural (Ln) do ativo total das entidades para os anos em análise; *Leverage* = corresponde a alavancagem financeira usada para medir o *debt over capital*(%), medida que indica o peso da dívida no curto e longo prazo no capital total.

*. A correlação é significativa ao nível de 0,05;

** . A correlação é significativa a 0,01

TABELA V

Variance Inflation Factor (VIF)

Variáveis	VIF	1/VIF
ID	1,385	0,722
Assurance	1,307	0,765
Relatório	1,329	0,752
Tobin's_Q	1,264	0,791
LnAT	1,209	0,827
Leverage	1,240	0,806

5.3 Análise dos resultados

A Tabela VI fornece resultados do modelo linear, que permite analisar a relação entre a Divulgação da informação não financeira e a Performance financeira corporativa apresentada pelas empresas.

TABELA VI

Resultados do modelo

	Coefficiente	Sinal Esperado	Coefficiente	P-value
Constante	β_0	?	-4,177	0,826
ID	β_1	+	21,448	0,248
Assurance	β_2	+	-11,710	0,161
Relatório	β_3	-	-1,677	0,768
Tobin's_Q	β_4	+	16,141	0,029
LnAT	β_5	+	-0,480	0,617
<i>Leverage</i>	β_6	-	1,748	< 0,001
Observações				52
Pseudo R^2				0,477
Teste F				6,850
P-Value				< 0,001

Variáveis: *Roe* = variáveis dependentes que representam *proxies* de performance financeira; *I.D* = representado pelo índice de divulgação das informação não financeira; *Assurance* = recebe o valor de 1, caso o relatório não financeiro possua a presença de *assurance* na informação não financeira e 0, caso contrário; *Relatório* = recebe o valor de 1, caso a informação não financeira esteja incluída no relatório de gestão ou integrado e 0, caso a entidade elabore um relatório não financeiro autónomo; *Tobin's Q* = um indicador de performance financeira que mede a relação entre a capitalização de mercado e o ativo total; *LnAT* = logaritmo natural (Ln) do ativo total das entidades para os anos em análise;; *Leverage* = corresponde a alavancagem financeira usada para medir o *debt over capital*(%), medida que indica o peso da dívida no curto e longo prazo no capital total.

Ao analisar os dados da tabela VI, através da observação do valor R-Squared (R^2), conclui-se que o modelo tem um poder explicativo a rondar em 47,7% (Pseudo R^2), o que permite ter uma visão da validade do modelo e verificar que a variável, no seu todo, tem um poder explicativo no modelo e é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%. Os resultados mostram uma significância global das variáveis independentes, com o objetivo de atentar se os coeficientes são conjuntamente significativos.

Fazendo uma análise das variáveis independentes, podemos verificar que as variáveis *TOBIN'S_Q*, *LEVERAGE* são estatisticamente significativas a nível individual (a 5% de nível de significância), mostrando assim uma associação significativa com o CFP, medido pelo ROE. Por outro lado, as variáveis *ID*, *LnAT*, *ASSURANCE* e *RELATÓRIO* não são estatisticamente significativas a nível individual (a 5% de significância). Para se ter uma maior perceção da consistência com a literatura, é feito, de seguida a análise das hipóteses descritas na Revisão da literatura.

No âmbito da primeira hipótese (H1), podemos identificar uma associação positiva entre a variável *ID* e a variável dependente (ROE) ($\beta_1=21,448$), não sendo estatisticamente significativa a nível de 5% (p-value=0,248). Apesar de ser consistente com a literatura e a H1, que fazem referência de que, ao se aplicar medida de qualidade e quantidade de divulgação de RSE, podem ser observados efeitos positivos na rentabilidade geral de uma empresa (Hooks & van Staden, 2011; Michelin et al., 2015), não se consegue validar a H1. Estes resultados sugerem que é preciso cautela, ao incentivar que as empresas melhoram seu desempenho ambiental e responsabilidade social por meio dos requisitos de divulgação (Diretiva), além de demonstrar conformidades com os requisitos regulatórios (isomorfismo) e comportamento miméticos. Assim, o nosso resultado propõe que o DInF obrigatória precisa de mais tempo para produzir relação com a performance financeira (ROE), possivelmente pelo facto da DInF ser um assunto recente e pouco comparável.

Relativamente a H2, os resultados mostram-se inconsistentes com à hipótese esperada. A variável *ASSURANCE* apresenta um coeficiente negativo ($\beta_2= -11,710$), não sendo

estatisticamente significativa (p-value = 0,161), a nível de 5%. Este resultado pode ser justificado, pelo facto de *assurance* nos relatórios não financeiro ser ainda de garantia limitada, e não de carácter obrigatório.

Para a H3, a variável *RELATÓRIO* ($\beta_3 = -1,677$), apresenta uma associação negativa, consistente com a H4 que apresenta a existência uma relação negativa quando a informação não financeira é divulgada no relatório anual de gestão de acordo com Conway (2019), não sendo estatisticamente significativa (p-value = 0,768), a nível de 5%, pelo que não se consegue validar a H3.

Quanto a H4 do estudo, o resultado aponta para um coeficiente positivo *TOBIN'S_Q* ($\beta_3 = 16,141$), consistente com a literatura e H4, sendo estatisticamente significativo (p-value=0,029) a 5% de significância. Estes resultados apontam que as empresas estão melhorando a performance financeira, bem como vantagens competitivas por meio da divulgação das informações não financeiras.

No que diz respeito a H5, é possível verificar uma associação negativa entre o *LnAT* e o *ROE* ($\beta_2 = -0,480$), não sendo estaticamente significativo (p-value = 0,617), a nível de 5%, pelo que não se consegue validar H5, que mostra que a dimensão da empresa influencia positivamente *DInF*, o que leva posteriormente a aumento da performance financeiro da empresa. Relativamente a H6 do estudo, o resultado aponta para um coeficiente *LEVEREGE*, positivo ($\beta_4 = 1,748$) e um p-value < 0,001, mostrando assim, resultado estatisticamente significativo a nível de 5%. O nosso resultado não apresenta uma consistente com a H6, que defende a associação negativa significativa entre *LEVEREGE* e o *ROE* por parte da entidade. O nosso resultado permite-nos verificar que as empresas, mas alavancadas têm boas Performance financeira, e um fluxo de caixa maior para financiar projetos de RSC.

5.4 Testes Adicionais

De forma a proceder a uma análise mais profunda do impacto da divulgação da informação não financeira e a performance financeira das empresas da amostra, foram feitos

testes adicionais que nos permitem analisar o impacto da DInF na performance financeira (Tobin's_Q).

TABELA VII
Resultados do modelo (Tobin's_Q)

	Coefficiente	Sinal Esperado	Coefficiente	P-value
Constante	β_0	?	0,885	0,020
ID	β_1	+	-1,013	0,005
Assurance	β_2	+	0,083	0,625
Relatório	β_3	+	-0,157	0,175
LnAT	β_4	+	0,022	0,269
<i>Leverage</i>	β_5	-	0,006	0,413
Observações			52	
Pseudo R^2				0,209
Teste F				2,427
P-Value				0,049

Variáveis: *Tobins Q* = variável dependente que é uma *proxie* de performance financeira; *I.D* = representado pelo índice de divulgação das informação não financeira; *Assurance* = recebe o valor de 1, caso o relatório não financeiro possua a presença de *assurance* na informação não financeira e 0, caso contrário; *Relatório* = recebe o valor de 1, caso a informação não financeira esteja incluída no relatório de gestão ou integrado e 0, caso a entidade elabore um relatório não financeiro autónomo; *LnAT* = logaritmo natural (Ln) do ativo total das entidades para os anos em análise;; *Leverage* = corresponde a alavancagem financeira usada para medir o *debt over capital*(%), medida que indica o peso da dívida no curto e longo prazo no capital total.

Os resultados apresentados mostram uma significância global dos regressores para explicar se a variável dependente Performance Financeiro através do teste F é

estatisticamente significativa. Deste modo, verifica-se que o teste de significância conjunta apresenta um p-value de 0,049, o que indica que os regressores sejam conjuntamente significativos, a nível de 5%. Ao analisar os dados da tabela VII, através da observação do valor do R-Squared (R²), conclui-se que o modelo tem um poder explicativo de 20,9% da Divulgação da informação não financeira e o impacto da performance financeira.

Portanto, de modo geral, a variável *ID* é a único regressor estatisticamente significativo a nível individual (a 5% de significância), mostrando assim uma associação negativa com a performance financeira (Tobin's_Q) ($\beta_1 = - 1,013$). Enquanto as variáveis *ASSURANCE*, *RELATÓRIO*, *LnAT* e *LEVERAGE*, não são estaticamente significativos a nível individual (a 5% de significância), pois, não influencia na performance financeira.

Para esclarecer esta associação negativa entre o *ID* e Tobin's_Q, é importante referenciar que custo do capital próprio de uma empresa é definido como a taxa de retorno das ações exigidas pelos investidores. Assim sendo, o custo de capital próprio é o retorno esperado pelos investidores e reflete a perceção dos investidores sobre o risco dos fluxos de caixa de uma empresa (Witmer & Zorn, 2007). Enquanto custo da dívida é a taxa efetiva que uma empresa paga sobre todos os seus empréstimos bancários, obrigações e outras maneiras de dívidas. Desta forma, o custo da dívida aumenta quando os investidores e credores exigem uma recompensa mais elevadas pelos maiores riscos assumidos. Por conseguinte, quando o risco percebido diminui, o custo de capital também diminui (Buallay et al., 2020). Em consonância a isso, a associação negativa entre o *ID* e o Tobin's_Q, mostra de alguma forma, que os investidores estão se tornando mais sensível no que respeita aos investimentos das questões ESG como parte dos objetivos das empresas, uma vez que permite reduzir o custo de capital de capital de uma empresa ao diminuir o risco de estimativa nos mercados de capitais (Easley & O'Hara, 2004). Resultados semelhantes ao de Bauer et al. (2010) que investigam o impacto das boas práticas de sustentabilidade no custo da dívida de uma empresa. Os resultados mostraram que as empresas com melhores sistemas de gestão ambiental têm spreads de crédito significativamente mais baixos, o que leva a um menor custo da dívida.

Assim sendo, para se ter uma maior percepção da consistência destas variáveis, é feito, de seguida a análise das hipóteses descritas na Revisão da literatura. E conclui-se que estes resultados (tabela VII) se diferencia da tabela VI, tanto em termos de associação (sinais), como em termos de significância. Assim no que respeita a primeira hipótese (H1), os resultados apontam para uma associação negativa entre a variável *ID* e a variável dependente (*TOBIN'S_Q*), os resultados mostram um coeficiente ($\beta_1 = -1,013$), sendo estatisticamente significativa ao nível de 5% (p-value = 0,005). O resultado mostra que, ao aplicar uma medida de qualidade e quantidade de RSE, efeitos negativos podem ser observados na performance financeira, o que pode indicar um custo de capital próprio mais baixo, uma vez que o ID apresente uma tendência de crescimento comparativamente ao ano de 2020.

Em relação à segunda hipótese (H2), é possível verificar uma associação positiva entre o *ASSURANCE* ($\beta_2 = 0,083$) e *TOBIN'S_Q*, não sendo estatisticamente significativo (p-value = 0,625). Deste modo, não se consegue validar a H2. A variável *Relatório* ($\beta_3 = -0,157$), apresenta que a associação negativa consistente com a literatura e H3, não sendo estatisticamente significativo (p-value = 0,175), a nível de 5%. No que respeita a H5, é possível verificar uma associação positiva entre o *LnAT* e o *TOBIN'S_Q* ($\beta_2 = -0,022$), consistente com a H5, mas não sendo estatisticamente significativo (p-value = 0,269), a nível de 5%, isto significa que não se consegue validar H5. Relativamente a última hipótese do estudo (H6), o resultado aponta para um coeficiente *LEVEREGE*, negativo de ($\beta_5 = -0,006$) e um (p-value = 0,413), não sendo significativo a nível de 5%. Pelo que não se consegue validar a H5, apesar de ser consistente com a H6 que defende uma associação negativo com a performance financeiro (Conway, 2019).

6. CONCLUSÃO

À luz do escândalo financeiro na Enron, a crise de Wall Street e escândalo Madoff, surgiram muitos comentários, argumentando tal fraude como um declínio na moralidade dos negócios (Norris, 2002) e interpretando como "*não precisamos apenas de um resgate financeiro; precisamos de um salvamento ético. Precisamos restabelecer o equilíbrio central entre nossos mercados, ética e regulamentações*" (Friedman & Kong, 2008, p. 2). Estas críticas, mostram de alguma forma porque que os *stakeholders*, tais como investidores, consumidores entre outros, defendem o dever dos líderes empresariais de não direcionar simplesmente os seus negócios para busca dos lucros em detrimento do cumprimento de ações socialmente responsável (tais como obrigações com os trabalhadores, meio ambiente e com a sociedade como um todo).

Estas práticas sociais, ambientais e de governação são significativas, na medida em que o modelo tradicional de relato financeiro não satisfaz adequadamente as necessidades de informação dos *stakeholders* para se avaliar a performance de uma empresa (Flower, 2015).

Neste sentido, surge a oportunidade de analisar a divulgação da informação não financeira e a performance financeira das empresas cotadas de Portugal de acordo com a Diretiva 2014/95/EU. Para tal, recorreu-se a uma amostra de 26 empresas cotadas inseridas na Euronext Lisbon e que emitiram relatório não financeiro entre os anos de 2020 a 2021. Com base em estudos anteriores, foram analisados fatores que podem influenciar na performance financeiro (ROE): *ID, assurance, relatório, tobin's_Q, LnAT* e o *Leverage*.

Os resultados mostram empiricamente que não existe uma relação significativa entre a divulgação da informação não financeira e a performance financeira (ROE). Por outro lado, ID mostra um ligeiro aumento da divulgação não financeira (questões a divulgação exigida pela Diretiva), mas que não se refletiu na rentabilidade da empresa. Adicionalmente, foi feita teste adicional de forma a verificar a dinâmica da DInF na CFP, com a substituição da

variável dependente para Tobin's_Q. Os resultados mostram uma associação negativa entre a divulgação da informação não financeira e a performance de mercado.

Outra possível explicação para os resultados acima é o curto período de estudo de dois anos que pode estar na base na obtenção destes resultados em comparação com a literatura anteriores que utilizaram períodos de estudos, mas longos (Atan et al., 2018). Como, por exemplo, Eccles et al. (2014) argumentaram que a relação entre sustentabilidade e desempenho financeiro só é significativa no longo prazo e não no curto prazo.

Este estudo apresenta duas limitações: a primeira limitação deste estudo é que o índice de divulgação foi determinado por critérios previamente definidos e a informação recolhida de forma manual, pelo que o seu desenvolvimento tem associado uma subjetividade inerente, relacionados com a identificação dos elementos que estabelecem as questões de divulgação, bem com as suas pontuações. Em segundo lugar, a análise é baseada em uma amostra relativamente pequena, apenas, as empresas cotadas no mercado regulamentado da Euronext Lisbon, motivo pela qual não se deve generalizar as evidências obtidas para todo o contexto empresarial português ou de outros países.

Como pista de investigação futura sugere-se a inclusão na amostra, de empresas que não estejam cotadas no mercado regulamentado da Euronext Lisbon, de forma a comparar resultados entre empresas de diferentes sectores e de perfis diferentes, no sentido de se obter maior caracterização do contexto empresarial português. A investigação pode igualmente ser estendida para as empresas do setor empresarial do Estado proporcionando assim, melhores comparações da DInF e CFP entre várias tipologias empresariais. Em segundo lugar, a pesquisa empírica continua a enfatizar a baixa comparabilidade entre a DInF em regime obrigatório e CFP (Agostini et al., 2022; Korca et al., 2021), assim mais estudos devem ser realizados numa análise longitudinal para fornecer *insights* para a compreensão do impacto da diretiva NFRD na performance financeira. Em terceiro lugar, além das pontuações usada no cálculo do ID, poderia também ser interessante considerar outras fatores que podem fortalecer ou enfraquecer essa relação, tais como a inovação e as relações com as partes interessadas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agostini, M., Costa, E., & Korca, B. (2022). Non-Financial Disclosure and Corporate Financial Performance Under Directive 2014/95/EU: Evidence from Italian Listed Companies. *Accounting in Europe*, 19(1), 78–109. <https://doi.org/10.1080/17449480.2021.1979610>
- Al Hawaj, A. Y., & Buallay, A. M. (2022). A worldwide sectorial analysis of sustainability reporting and its impact on firm performance. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 12(1), 62–86. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1903792>
- Amran, A., & Haniffa, R. (2011). Evidence in development of sustainability reporting: A case of a developing country. *Business Strategy and the Environment*, 20(3), 141–156.
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182–194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Aureli, S., Magnaghi, E., & Salvatori, F. (2019). The Role of Existing Regulation and Discretion in Harmonising Non-Financial Disclosure. *Accounting in Europe*, 16(3), 290–312. <https://doi.org/10.1080/17449480.2019.1637529>
- Baker, M., & Schaltegger, S. (2015). Pragmatism and new directions in social and environmental accountability research. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 28(2), 263–294. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2012-01079>
- Balabanis, G., Phillips, H. C., & Lyall, J. (1998). Corporate social responsibility and economic performance in the top British companies: Are they linked? *European Business Review*, 98(1), 25–44.
- Barrena Martínez, J., López Fernández, M., & Romero Fernández, P. M. (2016). Corporate social responsibility: Evolution through institutional and stakeholder perspectives. *European Journal of Management and Business Economics*, 25(1), 8–14. <https://doi.org/10.1016/j.redes.2015.11.002>

- Bauer, R., Hann, D., Bansal, T., Bos, J., Cremers, M., Derwall, J., Guenster, N., Hawley, J., Kacperczyk, M., Lee, S., & Merrin, R. (2010). *Corporate Environmental Management and Credit Risk*. <http://ssrn.com/abstract=1660470-1>
Electroniccopyavailableat:<http://ssrn.com/abstract=1660470>
- Bresciani, S., Ferraris, A., Santoro, G., & Nilsen, H. R. (2016). Wine Sector: Companies' Performance and Green Economy as a Means of Societal Marketing. *Journal of Promotion Management*, 22(2), 251–267. <https://doi.org/10.1080/10496491.2016.1121753>
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance, *British Accounting Review*, 50(1), 1–15. Academic Press. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98–115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Buallay, A., Kukreja, G., Aldhaen, E., Al Mubarak, M., & Hamdan, A. M. (2020). Corporate social responsibility disclosure and firms' performance in Mediterranean countries: a stakeholders' perspective. *EuroMed Journal of Business*, 15(3), 361–375. <https://doi.org/10.1108/EMJB-05-2019-0066>
- Cannon, J. N., Ling, Z., Wang, Q., & Watanabe, O. V. (2020). 10-K Disclosure of Corporate Social Responsibility and Firms' Competitive Advantages. *European Accounting Review*, 29(1), 85–113. <https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1670223>
- Caputo, F., Leopizzi, R., Pizzi, S., & Milone, V. (2020). The non-financial reporting harmonization in Europe: Evolutionary pathways related to the transposition of the directive 95/2014/EU within the Italian context. *Sustainability (Switzerland)*, 12(1), 1–13. <https://doi.org/10.3390/SU12010092>

- Carini, C., Rocca, L., Veneziani, M., & Teodori, C. (2018a). Ex-ante impact assessment of sustainability information-the directive 2014/95. *Sustainability (Switzerland)*, 10(2). <https://doi.org/10.3390/su10020560>
- Carini, C., Rocca, L., Veneziani, M., & Teodori, C. (2018b). Ex-ante impact assessment of sustainability information-the directive 2014/95. *Sustainability (Switzerland)*, 10(2). <https://doi.org/10.3390/su10020560>
- Carmo, C., & Ribeiro, C. (2022). Mandatory Non-Financial Information Disclosure under European Directive 95/2014/EU: Evidence from Portuguese Listed Companies. *Sustainability (Switzerland)*, 14(8). <https://doi.org/10.3390/su14084860>
- Carungu, J., Di Pietra, R., & Molinari, M. (2020). Mandatory vs voluntary exercise on non-financial reporting: does a normative/coercive isomorphism facilitate an increase in quality? *Meditari Accountancy Research*, 29(3), 449–476. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-08-2019-0540>
- Cheng, M., Green, W., Conradie, P., Konishi, N., & Romi, A. (2014). The International Integrated Reporting Framework: Key Issues and Future Research Opportunities. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 25(1), 90–119. <https://doi.org/10.1111/jifm.12015>
- Commission, E. (2021). *Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal*. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_21_1806
- Commission on Environment, W. (1987). Brundtland Report. report of the world Commission on Environment and Development: Our Common Future Towards Sustainable Development 2. . *Common Challenges Population and Human Resources*, P.4.
- Conway, E. (2019). Quantitative impacts of mandatory integrated reporting. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(4), 604–634. <https://doi.org/10.1108/JFRA-08-2018-0066>
- Cormier, D., Magnan, M., & Van Velthoven, B. (2005). Environmental disclosure quality in large German companies: Economic incentives, public pressures or institutional conditions? *European Accounting Review*, 14(1), 3–39. <https://doi.org/10.1080/0963818042000339617>

- Crawford, E. P., & Williams, C. C. (2010). Should corporate social reporting be voluntary or mandatory? Evidence from the banking sector in France and the United States. *Corporate Governance*, 10(4), 512–526. <https://doi.org/10.1108/14720701011069722>
- Davis, G., & Searcy, C. (2010). A review of Canadian corporate sustainable development reports. *Journal of Global Responsibility*, 1(2), 316–329. <https://doi.org/10.1108/20412561011079425>
- Dawkins, J. (2004). Corporate responsibility: The communication challenge. In *Journal of Communication Management* (Vol. 9). Henry Stewart Publications.
- De Klerk, M., & De Villiers, C. (2012). The value relevance of corporate responsibility reporting: South African evidence. *Meditari Accountancy Research*, 20(1), 21–38. <https://doi.org/10.1108/10222521211234200>
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1596458>
- Dienes, D., Sassen, R., & Fischer, J. (2016). What are the drivers of sustainability reporting? A systematic review, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7(2), 154–189). Emerald Group Holdings Ltd. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-08-2014-0050>
- Dimaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields, *Source*, 48(2). American Sociological Review.
- Doh, J. P., & Guay, T. R. (2006). . Corporate social responsibility, public policy, and NGO activism in Europe and the United States: An institutional-stakeholder perspective. *Journal of Management Studies*, 43(1), 47–73.
- Dumitru, M., Dyduch, J., Guşe, R. G., & Krasodomska, J. (2017). Corporate Reporting Practices in Poland and Romania—An Ex-ante Study to the New Non-financial Reporting European Directive. *Accounting in Europe*, 14(3), 279–304. <https://doi.org/10.1080/17449480.2017.1378427>

- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672>.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Eccles, R. G., Serafeim, G., & Krzus, M. P. (2011). Market Interest in Nonfinancial Information. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(4), 113–127. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2011.00357>.
- Elzahar, H., Hussainey, K., Mazzi, F., & Tsalavoutas, I. (2015). Economic consequences of key performance indicators' disclosure quality. *International Review of Financial Analysis*, 39, 96–112. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.005>
- Erkens, M., Paugam, L., & Stolowy, H. (2015). Non-financial information: State of the art and research perspectives based on a bibliometric study. In *Comptabilite Controle Audit*, 21(3), 15–92. Association Francophone de Comptabilite. <https://doi.org/10.3917/cca.213.0015>.
- Europeia, C. (2017). *Comunicações das Instituições, Órgãos e Organismos da União Europeia Comissão Europeia*. http://ec.europa.eu/finance/company-reporting/non-financial_reporting/index_en.htm#related-documents.
- Europeu, P. E. (2019). *Comunicação Da Comissão Ao Parlamento Europeu, Ao Conselho Europeu, Ao Conselho, Ao Comité Económico E Social Europeu E Ao Comité Das Regiões*. <https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>.
- Federation of European Accountants. (2016). *EU Directive on disclosure of non-financial and diversity information*.
- Fernández-Gago, R., Cabeza-García, L., & Nieto, M. (2018). Independent directors' background and CSR disclosure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(5), 991–1001. <https://doi.org/10.1002/csr.1515>

- Flower, J. (2015). The international integrated reporting council: A story of failure. *Critical Perspectives on Accounting*, 27, 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.002>
- Friedman, T. L., & Kong, H. (2008). *The Great Unraveling*. <http://www.nytimes.com/2008/12/17/opinion/17friedman.html>.
- GRI-Global Reporting Initiative. (2017). *Member State Implementation of Directive 2014/95/EU A comprehensive overview of how Member States are implementing the EU Directive on Non-financial and Diversity Information Policy & Reporting*.
- Hahn, R., & Kühnen, M. (2013). Determinants of sustainability reporting: A review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. In *Journal of Cleaner Production*, 59, 5–21). <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.07.005>
- Hassel, L., Nilsson, H., & Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*, 14, 41–61.
- Higgins, C., & Larrinaga, C. (2014). Sustainability reporting: Insights from institutional theory. J. Unerman, J. Bebbington, & B. O'Dwyer. *Sustainability Accounting and Accountability*, 273–285.
- Hooks, J., & van Staden, C. J. (2011). Evaluating environmental disclosures: The relationship between quality and extent measures. *British Accounting Review*, 43(3), 200–213. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2011.06.005>
- Imperatives, S. (1987). Report of the World Commission on Environment and Development: Our common future. Accessed Feb 10.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting*. <http://ssrn.com/abstract=1799589Ph:+16174956548,Fx:+16174967387>
- Islam, M. A., & Deegan, C. (2008). Motivations for an organisation within a developing country to report social responsibility information. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(6), 850–874.

- Islam, M. A., & Deegan, C. (2010). Media pressures and corporate disclosure of social responsibility performance information. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 40(2), 131–148.
- Kiliç, M., Kuzey, C., & Uyar, A. (2015). The impact of ownership and board structure on corporate social responsibility (CSR) reporting in the Turkish banking industry. *Corporate Governance (Bingley)*, 15(3), 357–374. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2014-0022>
- Kolk, A., & van Tulder, R. (2010). International business, corporate social responsibility and sustainable development. *International Business Review*, 19(2), 119–125. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2009.12.003>
- Korca, B., Costa, E., & Farneti, F. (2021). From voluntary to mandatory non-financial disclosure following Directive 2014/95/EU: an Italian case study. *Accounting in Europe*, 18(3), 353–377. <https://doi.org/10.1080/17449480.2021.1933113>
- Lee, D. D., Faff, R. W., Langfield-Smith, K., Chan, H., Greene, W., Hensher, D., Subrahmanyam, A., Herbohn, K., & Tanewski, G. (2009). Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance? *Australian Journal of Management*, 34(1) 21- 49.
- Lippai-Makra, E., Kovács, Z. I., & Kiss, G. D. (2022a). The non-financial reporting practices of Hungarian listed public interest entities considering the 2014/95/EU Directive. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), 301–318. <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0086>
- Lippai-Makra, E., Kovács, Z. I., & Kiss, G. D. (2022b). The non-financial reporting practices of Hungarian listed public interest entities considering the 2014/95/EU Directive. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), 301–318. <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0086>
- Lozano, R., Nummert, B., & Ceulemans, K. (2016). Elucidating the relationship between Sustainability Reporting and Organisational Change Management for Sustainability. *Journal of Cleaner Production*, 125, 168–188. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.03.021>
- Madorran, C., & Garcia, T. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: The Spanish case. *RAE Revista de Administracao de Empresas*, 56(1), 20–28. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020160103>

- Maqbool, S., & Bakr, A. (2019). The curvilinear relationship between corporate social performance and financial performance: Evidence from Indian companies. *Journal of Global Responsibility*, 10(1), 87–100. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2018-0060>
- Maroun, W. (2017). Assuring the integrated report: Insights and recommendations from auditors and preparers. *British Accounting Review*, 49(3), 329–346. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.03.003>
- Maroun, W., & Prinsloo, A. (2020). Drivers of combined assurance in a sustainable development context: Evidence from integrated reports. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3702–3719. <https://doi.org/10.1002/bse.2606>
- Michelon, G., Pilonato, S., & Ricceri, F. (2015). CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis. *Critical Perspectives on Accounting*, 33, 59–78. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.10.003>
- Mion, G., & Aduai, C. R. L. (2019). Mandatory nonfinancial disclosure and its consequences on the sustainability reporting quality of Italian and German companies. *Sustainability (Switzerland)*, 11(17), 1-29. <https://doi.org/10.3390/su11174612>
- Moneva, J. M., & Cuellar, B. (2009). The value relevance of financial and non-financial environmental reporting. *Environmental and Resource Economics*, 44(3), 441–456. <https://doi.org/10.1007/s10640-009-9294-4>
- Muller, A., & Kolk, A. (2009). CSR Performance in emerging markets evidence from Mexico. *Journal of Business Ethics*, 85(2), 325–337. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9735-y>
- Nobanee, H., & Ellili, N. (2016a). Corporate sustainability disclosure in annual reports: Evidence from UAE banks: Islamic versus conventional. In *Renewable and Sustainable Energy Reviews* 55, 1336–1341). <https://doi.org/10.1016/j.rser.2015.07.084>
- Nobanee, H., & Ellili, N. (2016b). Corporate sustainability disclosure in annual reports: Evidence from UAE banks: Islamic versus conventional. In *Renewable and Sustainable Energy Reviews* 55, 1336–1341). <https://doi.org/10.1016/j.rser.2015.07.084>

- Norris, F. (2002). The Market Place: Yes, He Can Top That. *New York Times*, A-1.
- Ohlson J.A. (1995). Earnings, Book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Porter, M. E. (1991). Towards a dynamic theory of strategy. *Strategic Management Journal*, 12(2S), 95–117. <https://doi.org/10.1002/smj.4250121008>
- Rahaman, A. S., Lawrence, S., & Roper, J. (2004). Social and environmental reporting at the VRA: Institutionalised legitimacy or legitimization crisis? *Critical Perspectives on Accounting*, 15, 35–56.
- Reimsbach, D., Hahn, R., & Gürtürk, A. (2018). Integrated Reporting and Assurance of Sustainability Information: An Experimental Study on Professional Investors' Information Processing. *European Accounting Review*, 27(3), 559–581. <https://doi.org/10.1080/09638180.2016.1273787>
- 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), 96–106. <https://doi.org/10.1002/csr.234>
- Scott, W. R. (1987). The Adolescence of Institutional Theory. In *Quarterly*, 32, (4). <https://www.jstor.org/stable/2392880>.
- Steyn, M. (2014). Organisational benefits and implementation challenges of mandatory integrated reporting: Perspectives of senior executives at South African listed companies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5(4), 476–503. <https://doi.org/10.1108/sampj-11-2013-0052>
- Stolowy, H., & Paugam, L. (2018). The expansion of non-financial reporting: an exploratory study. *Accounting and Business Research*, 48(5), 525–548. <https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1470141>

- Sun, W., Zhao, C., & Cho, C. H. (2019). Institutional transitions and the role of financial performance in CSR reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(2), 367–376. <https://doi.org/10.1002/csr.1688>
- Tang, S., & Demeritt, D. (2018). Climate Change and Mandatory Carbon Reporting: Impacts on Business Process and Performance. *Business Strategy and the Environment*, 27(4), 437–455. <https://doi.org/10.1002/bse.1985>
- Tiron-Tudor, A., Nistor, C. S., Ștefănescu, C. A., & Zanellato, G. (2019). Encompassing non-financial reporting in a coercive framework for enhancing social responsibility: Romanian listed companies' case. *Amfiteatru Economic*, 21(52), 435–451. <https://doi.org/10.24818/EA/2019/52/590>
- Walsh, J. P., Weber, K., & Margolis, J. D. (2003). Social issues and management: Our lost cause found. *Journal of Management*, 29(6), 859–881. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(03\)00082-5](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(03)00082-5)
- Witmer, J., & Zorn, L. (2007). *Estimating and Comparing the Implied Cost of Equity for Canadian and U.S. Firms 1-59*. www.bankofcanada.ca

APÊNDICE

Apêndice A

Sectores	Observ.	Questões Ambientais	Questões Sociais	Trabalhadores	Igualdade de Género	Direitos Humanos	Política de Não Discriminação	Reporte de Casos de Discriminação	Políticas de Combate a Corrupção	Reporte de Casos de Corrupção	Políticas de Tentativa de Suborno	Reporte de Casos de Subornos	ID
GALP ENERGIA-NOM													
J.MARTINS,SGPS													
EDP ENERGIA DE PORTUGAL													
SONAE													
B.COM.PORTUGUES													
THE NAVIGATOR COMP													
NOS, SGPS													
ALTRI SGPS													
INAPA-INV.P.GESTAO													
CTT CORREIOS PORT													
CORTICEIRA AMORIM													
REN													
TEIXEIRA DUARTE													
IBERSOL,SGPS													
TOYOTA CAETANO													
MOTA ENGIL													
MARTIFER													
IMPRESA,SGPS													
MEDIA CAPITAL													
NOVABASE,SGPS													
VAA VISTA ALEGRE													
GLINTT													
ESTORIL SOL N													
COFINA,SGPS													
REDITUS - SOCIEDADE GESTORA													
SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS, S.A.													