



INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Responsabilidade Social e Corporate Governance - o seu impacto no desempenho das empresas na Zona Euro

Francisca Massa Pires

Mestrado em Gestão

Orientadora:

Professora Marjan Sara Fonseca Jalali, Professora Associada,
ISCTE Business School

Outubro, 2022

Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

Responsabilidade Social e Corporate Governance - o seu impacto no desempenho das empresas na Zona Euro

Francisca Massa Pires

Mestrado em Gestão

Orientadora:
Professora Marjan Sara Fonseca Jalali, Professora Associada,
ISCTE Business School

Outubro, 2022

Resumo

Atualmente, com o crescente investimento em medidas de Responsabilidade Social e de *Corporate Governance* (CG), o mundo e as empresas começam a aperceber-se que esta é uma área fundamental a ter em conta. No entanto, hoje em dia existe ainda falta de consenso se estas medidas realmente trarão retorno financeiro para as empresas se e compensarão o seu investimento. Este estudo teve como objetivo compreender a relação entre as práticas de Responsabilidade Social Empresarial e de *Corporate Governance* com o desempenho. Deste modo, este estudo incidiu ao nível de 1195 empresas de grande dimensão na Zona Euro, durante o período de 2014 a 2019. Neste sentido, foram analisados potenciais determinantes de Responsabilidade Social e de *Corporate Governance*, nomeadamente, a independência do CA, a sua dimensão, a diversidade de género do CA e as doações de cariz social. A medida de *performance* utilizada foi o *Return On Assets* (ROA). A presente investigação foi executada através de um método quantitativo, onde após a recolha de informação da base de dados Orbis Europe, foram estimados coeficientes associados às variáveis em questão com recurso a uma regressão linear múltipla. Foram encontradas relações significativas e negativas entre o desempenho financeiro e as variáveis de dimensão do Conselho de Administração (CA) e de independência dos administradores. Para além disso, foram verificadas relações positivas entre o desempenho financeiro e as variáveis de diversidade de género do CA e doações de cariz social. Por fim, foram realizadas análises adicionais que corroboram a robustez dos resultados apresentados. Assim, este estudo contribui para esclarecer a falta de consenso sobre o efeito destas medidas e os resultados obtidos permitem aos gestores e *shareholders* definir as melhores estratégias a implementar na tomada de decisão, de forma a melhorar os seu desempenho financeiro.

Palavras-chave: Responsabilidade Social Empresarial, *Corporate Governance*, Desempenho, ROA, Zona Euro.

Classificação JEL:

M14 – Corporate Culture, Diversity, Social Responsibility

L25 – Firm Performance: Size, Diversification, and Scope

Abstract

Nowadays, with the increasing investment in Social Responsibility and Corporate Governance (CG) measures, the world and companies are beginning to realize that this is a key area to consider. However, today there is still a lack of consensus as to whether these measures will actually bring financial return for companies and if will compensate for their investment. This study aimed to understand the relationship between Corporate Social Responsibility and Corporate Governance practices with financial performance. Thus, this study focused on the level of 1195 large companies in the Eurozone, during the period from 2014 to 2019. In this sense, potential determinants of Social Responsibility and Corporate Governance were analysed, namely, the independence of the Board of Directors, its size, the gender diversity of the Board of Directors and social donations. The performance measure used was Return On Assets (ROA). The present research was carried out through a quantitative method, where after collecting information from the Orbis Europe database, coefficients associated to the variables in question were estimated using a multiple linear regression. Significant and negative relationships were found between financial performance and the variables of board size and directors' independence. In addition, positive relationships were found between financial performance and the variables of gender diversity of the *board* and social donations. Finally, additional analyses were carried out to corroborate the robustness of the results presented. Thus, this study contributes to clarify the lack of consensus on the effect of these measures and the results obtained allow managers and shareholders to define the best strategies to implement in decision making in order to improve their financial performance.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Corporate Governance, Performance, ROA, Eurozone.

JEL Classification:

M14 – Corporate Culture, Diversity, Social Responsibility

L25 – Firm Performance: Size, Diversification, and Scope

Agradecimentos

O presente trabalho de mestrado é um projeto muito especial na minha vida e, como tal, presto os meus agradecimentos mais sinceros à Professora Marjan Jalali pela orientação e disponibilidade prestadas desde o primeiro dia. O seu contributo pautado pelo rigor e conhecimento científico foram, sem dúvida, uma mais-valia. Trabalhar numa empresa exigente como uma big4 e desenvolver uma dissertação não é fácil de conciliar, mas com a sua motivação, simpatia, bondade e pensamento otimista sempre presentes tornou-se num processo mais simples.

A todos os docentes com quem tive o privilégio de conviver ao longo deste mestrado, que me permitiram desenvolver quer a nível académico quer a nível pessoal e profissional.

Gostaria ainda de agradecer à minha família que sempre acreditou em mim e tornaram possível tudo o que alguma vez conquistei.

Aos meus amigos escuteiros que sempre me apoiaram, me deram a mão e sempre me mostraram qual o melhor caminho a seguir.

Ao meu namorado, que no meio de uma vida ocupada como a nossa, muitas vezes foi sacrificado em prol da realização deste trabalho. Obrigada pela paciência, carinho e ajuda. Agradecer-te não é um gesto que se põe em papel, mas algo que se partilha ao longo da vida.

Índice

Resumo	ii
Abstract	iii
Agradecimentos.....	iv
Índice	v
Índice de Tabelas	vi
Índice de Anexos	vi
Glossário de Siglas	vii
1. Introdução	2
2. Revisão de Literatura	6
2.1. Responsabilidade Social Empresarial.....	6
2.2. Responsabilidade Social Empresarial e Performance.....	9
2.3. Determinantes de Responsabilidade Social Empresarial	10
2.4. Corporate Governance.....	11
2.5. Corporate Governance e Performance.....	13
2.6. Determinantes de Corporate Governance	15
2.6.1. Independência do CA	15
2.6.2. Dimensão do Conselho de Administração	16
2.6.3. Diversidade de Género no CA	17
2.7. Corporate Governance e Responsabilidade Social Empresarial	18
2.8. Outros determinantes de Performance.....	20
2.9. Hipóteses de investigação	22
3. Metodologia.....	24
3.1. Descrição da Amostra.....	25
3.2. Modelo Empírico	27
4. Resultados	32
4.1. Estatísticas Descritivas.....	32
4.2. Matriz de Correlação	33
4.3. Modelos Adicionais.....	37
4.4. Análise de Robustez.....	41
5. Discussão dos Resultados.....	44
6. Conclusão	50
7. Referências Bibliográficas	54
8. Anexos	68

Índice de Tabelas

Tabela I. Composição da amostra por país.....	25
Tabela II. Composição da amostra por setor de atividade	27
Tabela III. Estatísticas Descritivas.....	32
Tabela IV. Matriz de Correlação de Pearson.....	33
Tabela V. VIFS das variáveis independentes	34
Tabela VI. Sumário do Modelo Geral.....	35
Tabela VII. Resultados dos modelos de regressão	35
Tabela VIII. Resultados dos modelos de regressão 2014	38
Tabela IX. Resultados dos modelos de regressão 2019	39

Índice de Anexos

Anexo 1 – Sumário do modelo 1 da Análise de Robustez	68
Anexo 2 – Estatísticas descritivas do modelo 1 da Análise de Robustez	69
Anexo 3 – Resultados do modelo 1 da Análise de Robustez	69
Anexo 4 – Sumário do modelo 2 da Análise de Robustez	70
Anexo 5 – Estatísticas descritivas do modelo 2 da Análise de Robustez	70
Anexo 6 – Resultados do modelo 2 da Análise de Robustez	70
Anexo 7 – Sumário do modelo 3 da Análise de Robustez	71
Anexo 8 – Estatísticas descritivas do modelo 3 da Análise de Robustez	71
Anexo 9 – Resultados do modelo 3 da Análise de Robustez	71
Anexo 10 – Sumário do modelo 4 da Análise de Robustez	72
Anexo 11 – Estatísticas descritivas do modelo 4 da Análise de Robustez	72
Anexo 12 – Resultados do modelo 4 da Análise de Robustez	73
Anexo 13 – Sumário do modelo 5 da Análise de Robustez	73
Anexo 14 – Estatísticas descritivas do modelo 5 da Análise de Robustez	74
Anexo 15 – Resultados do modelo 5 da Análise de Robustez	74

Glossário de Siglas

RSE – Responsabilidade Social Empresarial

CG – Corporate Governance

CA – Conselho de Administração

ROA – Return on Assets

ROE – Return on Equity

CEO – Chief Executive Officer

1. Introdução

Atualmente, tem-se verificado mais do que nunca um aumento da importância da Responsabilidade Social Empresarial (RSE) (Heyward, 2020), revelando-se um tema por vezes polêmico e indicador de diversos debates, no entanto cada vez mais reconhecido como necessário para a sobrevivência das empresas (Mahrani, M., & Soewarno, 2018). A RSE pode ser definida como “o conjunto de políticas e práticas implementadas pelos gestores, para garantir que a sociedade ou os *stakeholders*¹, que não sejam os gestores, sejam considerados e protegidos nas suas estratégias e operações” (Carroll, 2016, p.2). Através do processo de globalização, esta importância expandiu-se e é possível admitir que a RSE já é considerada como parte da identidade de diversas empresas (Fatma & Rahman, 2014).

A RSE tem tido uma importância de tal forma nas grande empresas, que em 2020, a KPMG realizou um estudo internacional e encontrou que 96% das 250 maiores empresas a nível mundial emitiram relatórios de responsabilidade social. Quando a esta consultora realizou o seu primeiro estudo da em 1993, este valor era apenas 12%. Este contraste transmite uma grande evolução e um aumento exponencial da importância desta área. Para Rexhepi et al. (2013), é cada vez mais importante e inevitável que uma empresa seja socialmente responsável, uma vez que para além das expectativas da sociedade terem mudado no sentido em que as empresas devem contribuir para uma sociedade e mundo melhor, podemos observar que os problemas a nível ambiental e social são cada vez mais relevantes e complexos, e as empresas devem atuar para atenuar ou até resolver estas questões.

Para além disso, o conceito de *Corporate Governance* representa uma componente chave para complementar as práticas de RSE. Este é definido pela OCDE (2004) como o conjunto de relações internas da empresa, entre o seu Conselho de Administração, acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes e é responsável por alinhar os interesses de todos os *stakeholders* dentro de uma organização. Constitui também um elemento fundamental porque para além de melhorar a eficiência e o crescimento económico, aumenta a confiança dos investidores.

¹ Grupo de indivíduos que se relacionam de alguma forma com uma empresa, fornecendo recursos/contribuições para a empresa e esperando em troca ver os seus interesses satisfeitos (Hill & Jones, 1992).

Primeiramente é de salientar que a implementação das políticas de Responsabilidade Social Empresarial e de *Corporate Governance* nas empresas já constituiu um debate entre gestores e economistas; no entanto, com o passar dos anos tem-se assistido a uma mudança de paradigma no âmbito da RSE de uma visão mais tradicional para uma visão mais contemporânea. A visão mais tradicional, defendida por Friedman (1970), focava-se no lucro e afirmava que apenas é necessário a empresa cumprir as exigências legais do ponto de vista social e ambiental, pois o seu principal objetivo é maximizar os interesses dos *shareholders*². Por outro lado, a visão mais contemporânea baseia-se nos argumentos de Freeman (1994), Carroll (1999) e Donaldson (2002), que defendem a importância de desenvolver boas ligações com todos os *stakeholders*, para que as empresas tenham uma maior noção que as suas decisões têm um impacto tanto na sociedade, como na economia e no ambiente.

Atualmente é clara e evidente a importância da RSE e do *Corporate Governance* nos dias de hoje. No entanto, qual o impacto do desenvolvimento destas práticas nas empresas e até que ponto vale a pena investir em medidas de RSE e CG? É um custo que as empresas devem suportar por motivos morais ou estas práticas podem realmente ter um impacto positivo no seu desempenho financeiro?

Vários autores defendem a implementação destas medidas e que estas têm um impacto positivo no desempenho da empresa, como é o caso de Lewis (2003), que argumenta que a RSE e o *Corporate Governance* podem ser abordados como uma estratégia adicional para aumentar os lucros e fortalecer o desenvolvimento das empresas. Isto justifica-se na medida em que o crescimento económico e o aumento do desempenho só são possíveis se as estratégias competitivas empresariais estiverem interligadas e acompanharem as exigências dos consumidores, que procuram cada vez mais soluções ambientalmente sustentáveis, socialmente corretas e economicamente viáveis.

No entanto, têm sido executados inúmeros estudos empíricos, e a literatura sobre a relação entre as práticas de RSE e *Corporate Governance* e o desempenho empresarial tem apresentado resultados divergentes e contraditórios (Orlitzky, 2011), não havendo um consenso, sendo esta relação considerada como inconclusiva (Schreck et al., 2013), ou, segundo os estudos de McWilliams e Siegel (2000) feitos através de uma regressão

² Acionista de uma empresa (Berk et al., 2015).

econométrica, tendo até um impacto negativo, concluindo que ser fiel ao objetivo de maximizar os lucros dos acionistas é em si o cumprimento da responsabilidade social, uma vez que conduz à criação de empregos e desenvolve a economia.

Tendo isto em conta, devido à crescente importância da RSE e do *Corporate Governance* dos últimos anos, existiu um aumento no número de estudos desenvolvidos sobre estes temas. A RSE e o CG são temas que são gémeos e nenhuma empresa pode estar alheia hoje em dia. É uma exigência feita pela sociedade, no entanto estas medidas também têm custos para as empresas. Resta saber se tem vantagens. Com foco na relevância que estes temas trazem para o contexto empresarial atual, a presente análise tem então o objetivo de esclarecer se a nível prático as medidas de Responsabilidade Social e *Corporate Governance* tem um impacto positivo ao nível de desempenho das empresas, de modo a perceber até que ponto investir em nestas medidas pode acrescentar valor à empresa.

Este trabalho espera contribuir para a literatura de diversas formas. Para além da ausência de consenso sobre o impacto da RSE no desempenho empresarial, uma vez que os estudos existentes apresentam resultados diferentes, o principal objetivo deste estudo é contribuir para clarificar esta discordância, uma vez que teoricamente são imputadas vantagens a estas medidas, mas na prática não é assim um tema tão claro, gerando resultados e conclusões contraditórios. Por outro lado, existem ainda poucos estudos que analisem o impacto das políticas de responsabilidade social e *Corporate Governance* no desempenho destas para o contexto da Zona Euro, sendo que os estudos existentes são muito focados nos EUA ou em países em específico da UE, não avaliando a Zona Euro como um todo, o que tem uma estrutura de governação e uma postura perante a RSE e CG diferente da zona em análise.

Adicionalmente, este trabalho de investigação abrange vários fatores de diferenciação, nomeadamente: os estudos existentes concentram-se apenas num setor ou numa amostra aleatória e o objetivo deste estudo envolve vários setores e indústrias; a grande parte dos estudos concentram a sua amostra num país específico e este tem o intuito de analisar uma amostra representativa de um conjunto de vários países europeus; a amostra em questão irá focar-se em empresas de grande dimensão, que são as que mais contribuem para o crescimento económico; e por último, no que concerne ao intervalo temporal, muitos estudos apenas têm dados para um ano específico e este tem como

objetivo analisar um período de cinco anos, o que para além de ser considerado um amplo espaço de tempo, irá também ser possível identificar um crescimento ou regressão dentro de um intervalo de cinco anos.

No que diz respeito à estrutura do trabalho, este divide-se em seis secções. O capítulo seguinte apresenta a revisão de literatura relacionada com as políticas de Responsabilidade Social Empresarial, *Corporate Governance* e o desempenho da empresa, e expõe também as hipóteses em análise. No terceiro capítulo, apresenta-se a metodologia, identifica-se a amostra de investigação utilizada e o respetivo modelo empírico com a mensuração das variáveis. O quarto capítulo é composto pela apresentação dos resultados e o quinto capítulo pela discussão dos resultados obtidos e principais desfechos sobre as hipóteses. Por último, o sexto capítulo contém as principais conclusões do estudo, limitações e recomendações para investigações futuras.

2. Revisão de Literatura

Os *stakeholders* estão cada vez mais atentos aos passos das empresas e nos últimos anos, dois temas têm se vindo a destacar e a ganhar importância no mundo empresarial. Estes temas são a Responsabilidade Social Empresarial e o *Corporate Governance*, que apresentaram um crescimento significativo enquanto ferramentas prioritárias a ter em consideração na gestão empresarial e que quando aplicados potenciam o desenvolvimento corporativo (Hussain et al., 2018). Michelin e Parbonetti (2012) argumentam que o *Corporate Governance* e a Responsabilidade Social Empresarial são vistos como dois elementos que se complementam e funcionam em concordância para a mesma causa, que é promover uma sociedade mais justa.

Este capítulo destina-se a explorar o conteúdo académico em torno destes dois conceitos – Responsabilidade Social Empresarial e *Corporate Governance*. Depois de apresentados os conceitos e a respetiva evolução, são definidas as suas determinantes e a relação de cada uma com o desempenho e adicionalmente é feita uma ligação e comparação entre os dois conceitos. Por fim, serão formuladas as questões de investigação a estudar ao longo desta dissertação.

2.1. Responsabilidade Social Empresarial

Nas últimas décadas, as preocupações com a RSE cresceram significativamente e têm vindo a tornar-se num tema de interesse relevante tanto para o mundo empresarial como para o mundo académico (Kerdawy et al., 2019).

O conceito de RSE tem sido alvo de uma extensa e diversa evolução (Agudelo et al., 2019) sofrendo significativos debates. Segundo Hackett (2017), este é um conceito que passou por várias fases e que está constantemente a evoluir e por isso, a falta de um conceito consensual sempre foi um dos traços mais característicos da RSE, no entanto, atualmente parece haver um maior consenso sobre a sua importância.

Existem várias definições de RSE, mas uma que é frequentemente citada é a perspetiva da Comissão Europeia (2001), a qual descreve este conceito como uma integração das preocupações sociais e ambientais tanto na estratégia do negócio das empresas, como com os seus *stakeholders* (Comissão Europeia, 2001, p. 6).

Segundo Carroll (1999), o primeiro trabalho académico focado na RSE foi desenvolvido em 1953 por Bowen através da publicação do seu livro “*Social*

Responsibilities of the Businessman”, o que o tornou o pai da Responsabilidade Social Empresarial. Bowen (1953), define a RSE como uma obrigação social que as organizações têm de seguir de acordo com os valores e objetivos da sociedade pois as suas decisões e ações têm um impacto direto na qualidade de vida desta. Já em 1960, defende mesmo que um *businessman* não se deve limitar a apresentar apenas resultados económicos e lucrativos, mas também é seu dever assumir responsabilidades para com a sociedade (Bowen, 1960).

No entanto, o economista Milton Friedman (1970) não partilhava da mesma opinião e afirmava que a única responsabilidade social das empresas é a maximização dos lucros para os *shareholders* e que o valor social de uma empresa é maximizado quando apenas se foca no seu próprio interesse sem pensar nos *stakeholders* (Chandler & Werther, 2014). Assim, investir em políticas de responsabilidade social para além do mínimo exigido por lei seria desnecessário, pois apenas iria aumentar os custos.

Contrariamente surge a teoria dos *stakeholders* defendida por Freeman em 1984, afirmando que para além dos *shareholders*, existem outros agentes da sociedade que a organização deve ter em consideração durante a sua tomada de decisão. Estes agentes são partes interessadas, denominadas por *stakeholders*, e consistem em todos os grupos ou indivíduos que possam afetar ou ser afetados pelas decisões das organizações com fornecedores, colaboradores, clientes, acionistas, proprietários, credores, governos e sindicatos. Estes apresentam uma interdependência, ou seja, a criação de valor para um *stakeholder* irá da mesma forma favorecer a criação de valor para outro *stakeholder* (Freeman & Dmytriiev, 2017).

A definição de Carroll (1979) é das mais citadas. Inicialmente, o autor começa por diferenciar, num esquema vertical quatro dimensões da RSE: a económica, a legal, a ética e a discricionária. A dimensão económica na qual o objetivo principal de uma organização é gerar lucro. A dimensão legal onde é esperado que as organizações atinjam os seus objetivos económicos de acordo com as leis e normas vigentes. De seguida, a dimensão ética que diz respeito às atitudes e comportamentos que as organizações têm perante a sociedade e que devem estar em concordância com as suas normas e valores éticos. Por fim, a dimensão discricionária que está associada à vontade e interesse da organização em contribuir para a sociedade através de ações voluntárias, sem se sentir obrigada pela responsabilidade ética, legal e económica. Assim, o conceito fundamental deste modelo

expõe que uma organização socialmente responsável deve empenhar-se para obter lucro, cumprir a lei, ter um comportamento ético e contribuir para a sociedade através da filantropia. O autor reforça ainda que estas quatro componentes devem ser consideradas em simultâneo e não isoladamente.

Para além do já referenciado, a definição de Carroll sofre duas revisões. Em 1991, depois de muitas críticas, faz a primeira reformulação ao seu modelo onde apresenta duas grandes alterações: passa a chamar a dimensão discricionária de filantrópica e sugere que estas quatro componentes se organizem numa pirâmide, ainda que diga que estas dimensões não devem ser vistas de modo sequencial. A segunda revisão é feita em 2003 por Schwartz e Carroll que sugerem outra abordagem, propondo um diagrama de *Venn* com apenas três componentes fundamentais da RSE: a responsabilidade económica, legal e ética. As principais alterações consistiram na junção da responsabilidade filantrópica e da responsabilidade ética pois esta não deve ser vista como uma responsabilidade, segundo as críticas de L'Etang (1994). Outra alteração diferenciadora foi a aplicação de um diagrama de *Venn*, defendendo que todas as dimensões são igualmente importantes.

Elkington (1994) enfatiza a sua perspectiva, dando introdução ao conceito de “*Triple Bottom Line*” (TBL) que reconhece três fortes áreas que a empresa deve conciliar – a área social, económico e ambiental. Para o autor, uma organização com um bom desempenho nestas três áreas é uma organização socialmente responsável. Este conceito tornou-se importante pois indica que as organizações precisam de ter um comportamento social e ambientalmente responsável que pode ser positivamente influenciado com os objetivos económicos (Agudelo et al, 2019). Elkington (2018) decide fazer uma revisão do conceito, uma vez que muitas empresas viram o TBL como simples indicadores de relatórios através da criação de índices de sustentabilidade e para o autor, esta abordagem não deve ser vista como apenas mais uma ferramenta de contabilidade. Para contrariar esta tendência, o autor defende que é preciso uma “nova onda de inovação e desenvolvimento do *Triple Bottom Line*” (Elkington, 2018, p. 6), pois esta abordagem deve provocar uma reflexão mais profunda sobre o capitalismo, o seu impacto e o seu futuro, estimulando a regeneração da economia, da sociedade e do meio ambiente.

Porter e Kramer (2006) defendem o investimento em ações sociais de modo a criar valor social e a promover o contexto competitivo em que a organização se insere. Os mesmos autores em 2011 introduzem o conceito de valor partilhado, reconhecendo que a

visão da criação de valor centrada nas empresas é substituída por uma perspectiva centrada também na sociedade, cujas necessidades não são apenas económicas e que definem os mercados. A longo prazo, o valor partilhado conduz a uma cadeia de valor mais forte e sustentável, para além de que ao apostar nesta estratégia, as empresas podem transformar o capitalismo num sistema sustentável a nível económico, ambiental, social e financeiro.

2.2. Responsabilidade Social Empresarial e Performance

Uma das maiores questões relacionadas com a RSE é como esta afeta o desempenho das empresas e vários estudos indicam resultados contraditórios quanto à relação entre o cumprimento de medidas socialmente responsáveis e o desempenho das empresas (Cho et al., 2019). Segundo Cho et al. (2019) os estudos que evidenciam uma correlação positiva são baseados na teoria dos *stakeholders* e realçam o papel social que as empresas devem ter com a sociedade, defendendo que quanto maior o tamanho da empresa, maiores serão as responsabilidades sociais que devem cumprir.

Nos últimos anos, o interesse e consequentemente o investimento em responsabilidade social tem vindo a ter um grande crescimento por parte das empresas, de modo a promover um melhor relacionamento e transparência com os *stakeholders*, sendo este apenas um dos diversos possíveis motivos para investir em medidas de RSE (Baraibar-Diez & Sotorrío, 2018). Barnett e Salomon (2006) através do seu estudo empírico que incidiu sobre cerca de 60 fundos de investimento, concluem que estes têm melhores práticas de responsabilidade social e demonstram um retorno financeiro muito maior do que empresas com baixos níveis de responsabilidade social acabando por serem mais valorizados no mercado (Gregory & Whittaker, 2013).

Os resultados obtidos do estudo de Kim e Qian (2018), que apresentam como amostra 113 empresas norte-americanas cotadas, encontraram que a responsabilidade social e o desempenho empresarial têm uma relação positiva em empresas com um alto nível de competitividade, uma vez que as práticas de responsabilidade social contribuem para a reputação das empresas e um maior apoio da comunidade a que pertencem. Outros autores como Maignan e Ferrell (2004) e Ruf et al. (2001) afirmam que o crescimento das vendas pode também ser um dos efeitos das ações de responsabilidade social, demonstrando que os consumidores recompensam as empresas que são socialmente responsáveis.

Por outro lado, a visão mais tradicional defendida por Alexander e Buchholz (1978) considera a RSE mais dispendiosa. Uma vez que ser socialmente responsável acresce despesas adicionais, tal como investimentos na redução da poluição ou doações para a comunidade, que por sua vez irão prejudicar o lucro da empresa e levar a uma desvantagem competitiva. Hull e Rothenberg (2008) argumentam que no geral, os estudos que apresentam uma correlação negativa entre a RSE e o desempenho empresarial deve-se ao facto de que as empresas ao tentarem melhorar o seu desempenho social estão a retirar recursos e esforços de áreas essenciais do negócio, levando a uma redução do lucro.

2.3. Determinantes de Responsabilidade Social Empresarial

Atualmente, no mundo empresarial a RSE é vista de forma mais holística e estratégica, para além disso, este conceito ainda está fortemente associado à filantropia, na qual teve a sua origem, e mais especificamente em atos de caridade. Estes atos de caridade podem estar refletidos de diversas formas, porém uma das mais comuns são através de doações monetárias (Matten et al., 2003).

Alguns autores sugerem que as doações de caridade representam uma prática importante, aproveitando as empresas para melhorar a sua reputação o que irá levar a um aumento de vendas e posteriormente o seu desempenho financeiro (Marquis & Lee, 2013). Esta prática social pode ser vista como uma estratégia da empresa para construir uma boa imagem perante os *stakeholders* (Pan et al., 2018) e aumentar a sua visibilidade perante a sociedade e acionistas (Chan & Feng, 2019). Pode ainda levar a uma redução de impostos e aumento do acesso a subsídios adicionais (Wang & Qian, 2011).

Um estudo com uma amostra de cerca de 800 empresas que analisa a relação entre o ROA e as doações monetárias de cariz social, confirma que as doações das empresas promovem significativamente o desempenho financeiro e por sua vez aumentam o seu retorno nos mercados de capital (Cheng et al., 2016). Os autores Cheng et al. (2016), concluem assim que fazer doações é uma prática essencial de RSE, funcionando como uma ferramenta estratégica de modo a aumentar o desempenho da empresa para além de aumentar o seu desempenho futuro, uma vez que leva a um aumento das vendas e através das economias de escalas à diminuição dos custos.

No entanto, as doações de cariz social podem também ter um impacto negativo no desempenho das empresas, pois podem ser consideradas um custo de agência adicional gerado pelo conflito entre acionistas e gestores (Brown et al., 2006). Ou seja, quando os

gestores têm interesse em fazer doações, estes tendem a doar mais para a caridade, mas às custas dos interesses dos acionistas (Barnett, 2007). Assim, quando os gestores têm incentivos para realizar mais doações, estas práticas não beneficiam a empresa e os seus acionistas, pelo contrário, podem desviar recursos valiosos e prejudicar o desempenho financeiro da empresa.

Alguns estudos também revelaram que as doações têm um efeito insignificante no desempenho das empresas. Como é o caso da pesquisa de Griffin e Mahon (1997), que não encontraram suporte para a relação dos donativos de carácter social com a lucratividade empresarial através dos indicadores financeiros ROA e *Return On Equity* (ROE). Os autores Berman et al. (1999) também mostraram que as doações não afetam significativamente o desempenho financeiro medido pelo ROA.

2.4. *Corporate Governance*

O *Corporate Governance* tem vindo a adquirir destaque no mundo empresarial. Este é definido pela OCDE (2004) como o conjunto de relações de uma empresa, entre o seu Conselho de Administração e outros sujeitos com interesses relevantes, tendo como objetivo alinhar os interesses de todos os *stakeholders*. A importância com que estas medidas têm vindo a ser tratadas é crescente e é cada vez mais notório o peso deste tema para com as diversas partes interessadas de uma empresa.

O conceito de *Corporate Governance* foi introduzido nos anos 90 e é definido pela OCDE como um “Sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A estrutura do *Corporate Governance* especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades ao longo dos diferentes participantes na empresa e dita as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais. Ao fazê-lo, fornece também a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objetivos e formas de atingi-los e monitorizar o seu desempenho.”³

No meio empresarial este tema tornou-se muito debatido e começou a ganhar importância após determinados escândalos financeiros de grandes empresas, como o caso da Enron (setor energético) em 2007, e da Worldcom (setor das telecomunicações) em 2002. Com isto, todas as economias foram obrigadas a introduzir códigos de *Corporate Governance* ou a implementar novas leis nas empresas, o que permitiu uma maior preocupação na criação de mecanismos e ferramentas que levassem a uma transparência

³ A informação descrita está disponível em www.oecd.org

superior por parte da gestão das empresas (Sorensen & Miller, 2017; Toms, 2019). No meio académico este conceito tem vindo a ganhar cada vez mais atenção nos últimos anos, havendo cada vez mais trabalhos de literatura sobre este tópico (Prondetchi, 2020).

As medidas de *Corporate Governance* permitem às empresas a criação de um ambiente de maior confiança, transparência e responsabilidade, que posteriormente pode levar à criação e aumento da reputação, estabilidade e integridade financeira das mesmas. Estas práticas devem levar a um crescimento empresarial mais sólido e à criação de sociedades mais justas. (Tong & Junarsin, 2013).

Desta forma, segundo Handriani e Robiyanto (2019), as medidas de *Corporate Governance* podem ser vistas como um excelente sistema de gestão empresarial, uma vez que permitem às empresas reunir ferramentas que levem à criação de valor para a empresa a fim de serem criadas simultaneamente condições que envolvam os diversos *stakeholders*.

Adicionalmente, com o crescimento da importância destas questões, as próprias empresas já começaram a possuir comissões dedicadas ao *Corporate Governance*. Estes apoiam a boa gestão ao promover o funcionamento e desenvolvimento saudável do Conselho de Administração, da própria comissão e dos seus membros individualmente. De acordo com um estudo da EY, 48% dos Conselhos de Administração referiram que as suas comissões de CG supervisionam áreas que passam por gastos políticos, sustentabilidade ambiental, comunicações, processos de procurações, entre outros. Para além de que, 19% dos CA afirmam que os interesses dos seus *shareholders* estão bem representados e incentivam a um foco e visão a longo prazo por parte da comissão de CG.

Associado à literatura de CG está o conceito de Teoria da Agência. A Teoria da Agência é definida como “um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal), contratam outra pessoa (o agente), e lhe delegam o poder de decisão para que se cumpra um objetivo por eles definido” (Jensen & Meckling, 1976, p. 308).

Este conceito é geralmente usado para retratar a separação entre propriedade e controlo de uma empresa. Para Jensen e Meckling (1976), se ambas as partes tiverem o objetivo de maximizar utilidades, existem fortes razões para acreditar que o agente, neste caso o gestor, nem sempre atuará pelo melhor interesse do principal, neste caso o acionista, e o seu foco principal não será unicamente aumentar o lucro da empresa.

Segundo Fama e Jensen (1983), os Conselhos de Administração podem ser utilizados como ferramentas e mecanismos de controle para os interesses dos *shareholders*. Uma das perspectivas da Teoria da Agência é tentar compreender esta relação entre as características do CA e o desempenho da empresa (Carter et al., 2003).

2.5. *Corporate Governance e Performance*

Nos últimos anos, foram realizados vários estudos com o objetivo de analisar a relação entre o conceito de CG e o desempenho de uma empresa. Vários estudos defendem que práticas com níveis mais altos de CG são essenciais para o desempenho das empresas (Rosenberg, 2003; Krivogorsky, 2006; Garay & Gonzalez, 2008) tanto no curto prazo como no longo prazo. No entanto, para outros estudos esta conclusão não é tão evidente (Dagli et al., 2012).

Um estudo de McKinsey (2002) incluiu duas pesquisas. A primeira pesquisa envolveu um questionário com mais de 200 investidores na Ásia, Estados Unidos, Europa e América Latina durante os anos de 1999 a 2002. Esta concluiu que três quartos dos acionistas responderam que as práticas de *Corporate Governance* eram no mínimo tão importantes quanto o desempenho financeiro e mais de 80% dos acionistas enunciaram que pagariam mais pelas ações de uma empresa que cumprisse com práticas de CG do que uma empresa que não as cumprisse. A segunda pesquisa incidiu sobre empresas cotadas na bolsa de valores de Hong Kong, nos mesmos anos, onde foi concluído pelo autor, que empresas com níveis de CG mais altos têm um *price-to-book ratio*⁴ mais elevado, o que pode significar que os acionistas recompensam as empresas com bons níveis de *governance* ao pagar mais pelas suas ações. McKinsey afirma ainda que, no ano analisado de 2000, quando as empresas têm níveis de CG mais altos, estas podem esperar um aumento adicional de 10 a 12% no seu valor de mercado. No entanto, McKinsey em 2002, constatou que uma maioria significativa dos entrevistados indicou que está disposta a pagar até 30% a mais pelas ações das empresas que demonstrem níveis mais altos de *Corporate Governance*.

⁴ Price to book ratio é a razão entre o valor de mercado de uma empresa e o valor patrimonial da mesma, indicando se o mercado está a valorizar a empresa em relação aos seus dados contabilísticos. Quando este valor é superior a 1, significa que o mercado valoriza uma empresa mais do que está registada. Quando o valor é inferior a 1, significa que o mercado está a desvalorizar a empresa, não estando a reconhecer os valores patrimoniais da empresa (Sant'anna et al., 2015).

O estudo de Drobetz et al. (2003), concentrou a sua amostra em 253 empresas alemãs cotadas e encontrou uma relação positiva forte entre o nível de *Corporate Governance* e o valor das empresas. Adicionalmente, concluíram que empresas que apostam em medidas de CG, tendem a ser de dimensões maiores, tendem a ter retornos médios mais elevados e geralmente têm avaliações mais altas, o que consequentemente leva a um melhor desempenho financeiro das empresas. Também Ruigrok et al. (2006) defendem que a presença de comissões de CG onde a aplicação de medidas deste âmbito é mais forte, pode melhorar a eficácia do CA e por sua vez o desempenho da empresa. É também relevante referir um estudo sobre as instituições financeiras do Reino Unido que demonstrou uma relação significativamente positiva entre a existência de uma comissão de CG e o desempenho empresarial tendo como medida de desempenho o ROA (Agyemang-Mintah, 2015).

Adicionalmente, os estudos de Bauer et al. (2004), tiveram por base uma amostra superior a 250 empresas que estavam incluídas no FTSE Eurotop 300⁵ durante o período de 2000 e 2001. Os autores encontraram evidências empíricas utilizando um *ranking* de *Corporate Governance* designado Deminor, que para além de demonstrar uma relação positiva proporcional entre níveis de *Corporate Governance* e *performance*, demonstrou também que quanto mais baixos se revelarem as exigências legais sobre o cumprimento de *governance*, mais forte é a relação entre as duas variáveis, podendo incentivar as empresas a implementar estas práticas por iniciativa própria mesmo quando estas não são obrigatórias e impostas pela regulamentação.

O contrário verificou-se na pesquisa de Dagli et al. (2012), que incidiu no período de 2007 a 2009 e estudou seis índices Turcos: ISE 100 Index, ISE 50 Index, ISE 30 Index, ISE Corporate Governance Index, ISE Second National Market Index e ISE New Economy Index. Através deste estudo, os autores retiraram as seguintes conclusões: a) é menos arriscado investir em empresas que estão no índice ISE Corporate Governance; b) nos seis índices analisados, ao comparar os níveis de *performance*, o índice ISE Corporate Governance encontra-se em quarto lugar; c) não se verificou uma diferença entre a média mensal de retorno antes e após a entrada das empresas no índice ISE Corporate

⁵ Índice que apresenta as 300 maiores empresas classificadas por capitalização de mercado, da Europa.

Governance. Concluindo assim que não existe uma relação significativa entre *Corporate Governance* e *performance*.

2.6. Determinantes de *Corporate Governance*

Existem várias formas de aplicar medidas de CG no meio empresarial. A literatura prévia determinou várias características do Conselho de Administração que são importantes determinantes de CG, como por exemplo, o género dos membros que compõem o CA, a independência do CA (Hermalin & Weisbach, 1998), a rotatividade do *Chief Executive Officer* (CEO) (Dimopoulos & Wagner, 2016), a dimensão do CA (Khanchel, 2007), a dualidade entre o CEO e o presidente do CA (Brickley et al., 1997) e a quantidade de ações dos membros do CA (Bhagat & Bolton, 2008).

No entanto, entre as determinantes mais frequentemente usadas em estudos são: a independência do CA, a dimensão do CA e a diversidade de género do CA.

2.6.1. Independência do CA

A existência de administradores independentes no CA é um tópico de elevado interesse na literatura de *Corporate Governance* (Carter et al., 2003). É referido que o desempenho do CA depende do nível de independência dos administradores (Fama, 1980). Casaca (2020) afirma que um administrador é considerado independente quando não está ligado diretamente ao funcionamento da empresa, originando uma visão externa mais objetiva e focada em monitorizar o desempenho empresarial (Fuzi et al., 2015).

Assim, existem vários estudos que evidenciam a relação da independência de um CA com o desempenho das empresas. A Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) defende que os administradores independentes estão mais aptos a monitorizar e supervisionar as funções do CA, de forma a controlar as tomadas de decisão dos administradores internos com o CA a fim de salvaguardar os interesses das partes interessadas. Para além disso, Harris e Raviv (2006) indicam que um CA composto na sua maioria por administradores independentes terá mais incentivos para supervisionar e aconselhar de forma eficaz ao reduzir os conflitos de interesse entre acionistas e gestores. Para além disso, os autores (Harris & Raviv, 2006) argumentam que os administradores independentes conseguem trazer mais conhecimentos e recursos para a empresa, originando assim benefícios na tomada de decisão. Adams et al. (2007) apoiam que uma maior independência do CA melhora o desempenho da empresa pois torna as decisões mais objetivas de acordo com os interesses dos *shareholders*. Estes argumentos estão em

concordância com o estudo empírico de Handriani e Robivanto (2019) com uma amostra de 293 empresas, que concluiu que a relação entre a presença de administradores independentes e o desempenho empresarial, para além de ser positiva é também significativa.

Por outro lado, autores como Cavaco et al. (2016), estudaram o efeito que um CA independente pode ter no impacto do desempenho da empresa através de uma amostra constituída por empresas presentes no Euronext-Paris⁶ e concluíram que a proporção de administradores independentes apresenta uma relação negativa com o ROA. Também Zhou et al., (2018) ao estudarem um conjunto de empresas cotadas, constataram que as empresas com mais administradores independentes registaram um desempenho pior do que as empresas com menos administradores independentes. Outro estudo realizado por Rashid (2018) com uma amostra de 135 empresas cotadas do Bangladesh concluiu que a independência do CA e o desempenho das empresas não se influenciam positivamente, apesar de este atributo ser importante para as práticas de *Corporate Governance*. Para alguns autores, o efeito de administradores independentes e o desempenho empresarial tem uma relação negativa, visto que os mesmos podem vir a ter objetivos e uma visão diferente dos *shareholders* que possa levar a uma deterioração do valor da empresa (Bhagat & Black, 2001). Para além de que os administradores internos podem estar mais informados acerca da própria empresa, tornando as suas decisões mais adequadas (Ramdani & Witteloostuijn, 2010).

2.6.2. Dimensão do Conselho de Administração

Segundo Rodrigues (2021), uma das variáveis importantes para o cumprimento de práticas de CG é a dimensão do Conselho de Administração. Isto porque o tamanho do CA está relacionado com a capacidade de monitorização e controlo interno da empresa. Contudo, a literatura não encontra um consenso quanto ao tamanho ótimo do CA.

Um estudo com empresas na Península Ibérica, comprovou que a dimensão do CA tem uma relação estatisticamente positiva e significativa com o desempenho das empresas, sugerindo que o aumento do número de membros do CA irá aumentar a preocupação relativamente à estratégia de gestão, pretendendo melhorar alguns aspetos

⁶ Bolsa de valores europeia que opera mercados em Amesterdão, Bruxelas, Londres, Lisboa, Dublin, Oslo e Paris, que contem mais de 800 empresas cotadas.

de modo a aumentar os lucros e dessa forma, o desempenho da empresa (Santos, 2021). Um CA mais numeroso pode ser considerado mais eficaz ao ter a oportunidade de trazer membros de diversos *backgrounds* que oferecem mais experiência e conhecimento, levando a decisões melhores e mais inovadoras (Allam, 2018).

Por outro lado, um estudo com empresas italianas demonstrou uma relação negativa no desempenho empresarial para dimensões maiores do CA, deste modo, quanto maior a dimensão do CA, menor será o desempenho das empresas (Merendino & Melville 2019). Uma dimensão elevada do CA representa um desafio ao nível de maximizar a eficiência de cada membro, bem como ter uma participação individual significativa (Segal, 2020). Para além disso, um CA de grande dimensão traduz-se em mais problemas de comunicação, coordenação e menor capacidade de tomada de decisão (Eisenber et al., 1998). Outros autores, nomeadamente Eisenberg et al. (1998) que estudaram empresas finlandesas, Sanda et al. (2005) que estudaram empresas Nigerianas e Terjesen et al. (2016) que elaboraram um estudo que envolveu 47 países e 3876 empresas, encontraram uma relação negativa entre o tamanho do CA e o desempenho das empresas.

2.6.3. Diversidade de Género no CA

Ainda que as mulheres constituam cerca de 46% da população ativa na União Europeia e embora a representatividade feminina esteja a crescer, apenas 31% das mulheres ocupam lugares dos Conselhos de Administração da EU (Pordata, 2022). O tema da igualdade de género é de grande importância para as práticas de CG de modo a garantir a igualdade e uma sociedade mais inclusiva.

Atualmente, a pressão por parte dos *stakeholders* e de iniciativas de governação para ter mais membros do sexo feminino no CA está a crescer, de forma a obter igualdade de género entre os seus membros (Atena & Tiron-Tudor, 2019). Os autores Isidro e Sobral (2015), defendem que a maior representatividade feminina no CA está associada a valores éticos e sociais das empresas o que representa um meio indireto para a criação de valor e consequentemente para uma melhor *performance*.

Um estudo quantitativo de 218 empresas cotadas no Brasil (Costa et al., 2019) analisou no período de 2010 a 2016, a influência da participação feminina no CA das empresas e o seu desempenho financeiro, concluindo assim que existe uma relação positiva, isto é, a presença de mulheres no CA tende a levar uma melhor *performance* das empresas. Outro estudo realizado em empresas espanholas por Campbell e Mínguez-Vera

(2008) constatou que a diversidade de género no CA tem um efeito positivo na criação de valor e de ganhos, reforçando o facto de que é positivo ter a presença do sexo feminino no CA, mas o ideal é existir equilíbrio entre homens e mulheres ao invés de apenas ter a presença de mulheres.

No entanto, autores como O’ Reilly e Main (2012) ao testarem o desempenho das empresas através do ROA, verificaram que não existe vantagem nem *performance* superior em ter um CA com mais mulheres do que o contrário, sendo o ROA pior à medida que aumenta a proporção do sexo feminino. Outro estudo (Neves, 2013) considerou a presença de mulheres e a sua proporção num CA como variáveis diferentes. Este autor constatou que a presença de mulheres no CA tem um impacto positivo no ROA, no entanto, o mesmo não é válido para a proporção de mulheres concluindo que a representação de mulheres no CA em mais de 10% implica uma diminuição do ROA.

Os autores Adams e Ferreira (2009) reforçam que a presença de membros do género feminino tem um impacto expressivo nos Conselhos de Administração, no entanto, o aumento de mulheres nestes não deve ser feito com o intuito de aumentar o desempenho nem com o intuito de garantir o cumprimento de políticas de quotas e igualdade, mas sim baseados nos seus valores éticos e morais.

2.7. *Corporate Governance* e Responsabilidade Social Empresarial

Tanto o CG como a RSE são conceitos relacionados com as práticas empresariais que têm vindo a crescer nos últimos anos. Depois de analisar estes dois conceitos individualmente, é evidente a sobreposição clara dos objetivos entre os dois temas (Jamali & Rabbath, 2008).

A RSE distingue-se de *Corporate Governance* na medida em que o CG é um mecanismo de controlo mais amplo na qual a empresa toma decisões de gestão e a RSE é baseada no termo de “*self governance*” relacionando-se a um mecanismo legal externo. A RSE está cada vez mais visível nas práticas de *Corporate Governance*. Estes dois conceitos concentram-se nas práticas éticas dos negócios e na capacidade de responder aos *stakeholders* e ao ambiente na qual a empresa se encontra, afetando potencialmente o desempenho da mesma (Verma & Kumar, 2012).

Tanto o *Corporate Governance* como a RSE levam as empresas a assumirem as suas responsabilidades fiduciárias e morais para com os *stakeholders*. Este compromisso

de responsabilização é crucial para que as empresas mantenham a confiança dos clientes, acionistas e outras partes interessadas (Page, 2005).

Ao analisar cada determinante de *Corporate Governance* individualmente, também se verifica que há relações com o nível de responsabilidade social. Quanto maior for o nível de *Corporate Governance* haverá maior tendência a aplicar mais medidas de RSE, esta foi a conclusão da investigação de Said et al. (2009), que através do seu estudo quantitativo, encontraram uma relação positiva entre determinantes de *Corporate Governance* e o nível de RSE em empresas cotadas na Malásia. Os autores Ibranhim e Angelidis (1995) verificaram que os administradores independentes têm tendência para terem mais consciência das necessidades da sociedade e dão mais importância às questões éticas, consequentemente acabando por investir mais em medidas de RSE. O mesmo não acontece com a diversidade de idades dos membros do CA, onde devido às diferenças de idades, questões como a implementação de práticas de RSE dentro da empresa tornam-se mais difíceis de chegar a um consenso dentro do CA, uma vez que membros com idades mais baixas defendem a implementação destas medidas e membros com idades mais elevadas não vêm vantagens em investir em RSE (Hafsi & Turgut, 2013). Também quanto mais alto for o nível de diversificação do *background* dos membros do CA, maior será o interesse em medidas de RSE e por sua vez maior o investimento nestas medidas. Adicionalmente, a presença de mulheres no CA também parece influenciar os níveis de responsabilidade social das empresas. Estas, para além de serem mais inclusivas, tendem a sentir-se mais responsáveis pelo bem-estar do outro (Post et al., 2016) e estão geralmente mais ligadas a questões filantrópicas e à comunidade do que administradores de género masculino (Ibrahim, 2016).

Segundo Gonzalez (2002), o conceito de RSE está vinculado ao *Corporate Governance* na medida que um depende do outro. Para a empresa ser responsável socialmente é obrigada a praticar *Corporate Governance* e para uma empresa praticar *Corporate Governance* tem de ser responsável socialmente.

Com estes estudos verifica-se que o nível de *Corporate Governance* determina o nível de práticas de responsabilidade social, estando o nível de RSE dependente do primeiro. Há quem defenda que é a responsabilidade social a responsável pelos níveis e práticas de *Corporate Governance*. Chan et al. (2014) ao estudar os relatórios anuais do ano de 2004 de 222 empresas cotadas australianas, provaram que as empresas que fornecem mais informações de RSE têm melhores classificações de *Corporate*

Governance, ou seja, para a empresa ter melhores níveis de *Corporate Governance* terá de investir em medidas de RSE.

Assim, verifica-se que os dois conceitos são complementares e reforçam-se mutuamente no sentido em que uma boa estrutura de *Corporate Governance* protege os *shareholders* de ações ilegais, enquanto as práticas de RSE impedem várias ações que podem ser legais, mas menos corretas em relação ao seu impacto para as partes interessadas (Jamali et al., 2008).

Segundo os autores Verma e Kumar (2012), a RSE está gradualmente a fundir-se e a ser integrada nas práticas de *Corporate Governance* e ambos os conceitos estão associados a transparência, sustentabilidade e comportamentos éticos, o que vai afetar o desempenho da organização.

2.8. Outros determinantes de *Performance*

Um dos determinantes mais utilizados em estudos relacionados com o desempenho é a dimensão da empresa (Ensley et al., 2002). As empresas de grande dimensão estão sujeitas a mais avaliações feitas pelo exterior e às exigências da sociedade, desta forma é normal que procurem incluir um maior número de práticas de responsabilidade social (Ensley et al., 2002). Segundo Tsoutsoura (2004), estas práticas podem trazer benefícios para as empresas, uma vez que podem atrair mais consumidores, para além de atrair mais capital e parceiros comerciais, contribuindo assim para aumentar a dimensão da empresa. Esta dimensão empresarial pode ser analisada considerando o crescimento das vendas (Sanders & Boivie, 2004) ou o logaritmo total dos ativos (Ghozali, 2006). Segundo Peng (2004), para além de haver uma relação positiva entre o crescimento das vendas e o desempenho empresarial, este aumento das vendas significa também um aumento do ROE. Para além disso, Rahman e Yilun (2021) utilizaram os dados de todas as empresas públicas da China durante os anos de 2008 a 2018 para estudar a relação entre o tamanho da empresa e a lucratividade, concluindo que quanto maior for a empresa, maior será o seu lucro e consequentemente o seu desempenho uma vez que, grandes empresas podem gerar uma maior eficiência levando a economias de escala e a redução de custos, para além de que grandes empresas conseguem contratar talentos com um alto nível de gestão e inovação tecnológica. No entanto, há autores que defendem uma relação negativa (Campbell & Mínguez-Vera, 2008) e outros evidenciam que não há qualquer ligação (Goddar et al., 2004).

O nível de endividamento é uma medida essencial tanto para o desempenho financeiro como para o desempenho empresarial (Peni & Vähämaa, 2010). Define-se como uma agregação de operações de crédito com o objetivo de compensar as necessidades de financiamento (Mier, 2011). Aziz e Abbas (2019), defendem que o endividamento tem uma relação negativa no desempenho empresarial, uma vez que afirmam que a dívida é uma forma dispendiosa de conseguir financiamento. Segundo o estudo de Yazdanfar e Öhman (2015), que utilizou uma amostra de 15 897 empresas suecas durante o período de 2009 a 2012, os rácios de endividamento afetam negativamente o desempenho das empresas em termos de rentabilidade, ao usar o indicador financeiro ROA. Ou seja, com um rácio de endividamento elevado, os custos de agência parecem aumentar, tal como um maior risco de perder o controlo da empresa. Por outro lado, há autores que defendem que o endividamento tem um impacto positivo no desempenho da empresa, uma vez que as empresas que passam dificuldades financeiras são incentivadas a transparecer um bom desempenho (Park & Shin, 2004) e constataam que a dívida externa tem um papel significativo no crescimento futuro da produtividade empresarial, bem como nas suas expetativas de crescimento (Gomis & Khatiwada, 2017).

Uma outra determinante do desempenho de grande relevância é a escolha do auditor. Segundo inúmeros autores, as *Big4*⁷ providenciam uma auditoria de maior qualidade e transparência (Francis & Krishnan, 1999). Hermawan et al. (2012) afirmam que dado que as *Big4* se referem às quatro maiores empresas do mundo especializadas em auditoria, existe uma maior credibilidade nas informações contidas nos relatórios financeiros, o que leva a uma maior segurança para os *shareholders* de modo a obterem mais lucro e por sua vez uma maior *performance*. Os autores Rahman et al. (2019), com uma amostra de 503 empresas durante o período de 2013 a 2017 estudaram através de uma regressão linear múltipla o impacto das características do auditor no desempenho da empresa e concluíram que se uma empresa tiver como auditor uma das *Big4*, então a medida de desempenho, ROA, será maior. No entanto, uma vez que têm de pagar custos operacionais mais elevados a estas auditoras, as empresas podem tornar-se menos eficientes o que pode não compensar (Iatridis & Dimitras, 2013).

⁷ Diz-se que uma empresa é auditada por uma *Big 4* se esta for auditada por uma das seguintes auditoras: Deloitte, KPMG, EY ou PWC (Francis & Yu, 2009)

2.9. Hipóteses de investigação

Para avaliarmos a relação entre *Corporate Governance*, Responsabilidade Social Empresarial e *performance*, teremos de avaliar a relação de cada determinante isoladamente. As práticas de *Corporate Governance* remetem essencialmente para aspetos relacionados com as características de um Conselho de Administração, nomeadamente a sua percentagem de mulheres, a sua dimensão e a sua independência. Para além disto, uma das formas de medir a Responsabilidade Social das empresas é verificar as suas doações de cariz social.

Segundo a investigação efetuada anteriormente por diversos autores como Harris e Raviv (2006), Adams et al. (2007), Handriani e Robivanto (2019), a independência dos administradores é um fator chave para o desempenho das empresas uma vez que estes salvaguardam o interesse das partes interessadas ao supervisionarem e aconselharem de forma mais eficaz, por conseguirem trazer mais conhecimentos e recursos e deste modo por tornarem a tomada de decisão mais eficaz. Estes argumentos também vão de encontro com a Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976), um dos pilares do *Corporate Governance*. Deste modo pretende-se comparar a relação entre a independência dos administradores e o desempenho das empresas. Assim, a primeira hipótese que se propõe testar é a seguinte:

H1: A presença de administradores independentes está positivamente relacionada com o desempenho das empresas.

Rodrigues (2021) afirma que o tamanho do CA está relacionado com a capacidade de monitorização e de controlo interno da empresa e defende que é uma variável importante a estudar. Contudo, a literatura não encontra um consenso quanto ao tamanho ótimo do CA. Hsu e Wu (2014), afirmam que a composição do CA tem influência no sucesso da empresa, logo é benéfico clarificar este tema vista a importância desta variável surge a segunda hipótese desta dissertação:

H2: Existe uma relação significativa e negativa entre a dimensão do CA e o desempenho das empresas.

No estudo de Costa (2019), a influencia da participação feminina no CA das empresas verificou um impacto positivo no desempenho financeiro das empresas. Desta forma, pretende-se verificar a relação entre estas duas variáveis, surgindo assim a terceira hipótese desta dissertação:

H3: A presença de mulheres no CA está positivamente relacionada com o desempenho das empresas.

Adicionalmente, como determinante de RSE, para esta investigação considerou-se importante verificar a relação entre a prática de doações e o desempenho. Cheng et al. (2016) constataram que estas práticas aumentam o desempenho financeiro, podendo ser abordadas como uma ferramenta estratégica uma vez que leva ao aumento das vendas e diminuição de custos. Assim formulou-se a última hipótese de teste, com o objetivo de verificar se realmente vale a pena investir nestas práticas:

H4: A prática de doações de cariz social está positivamente relacionada com o desempenho das empresas.

3. Metodologia

De modo a estudar a relação entre *Corporate Governance* e o desempenho das empresas da zona euro, foi utilizada uma abordagem quantitativa, através da criação de diversos modelos de regressões lineares múltiplas.

Considerando a especificidade da questão principal da pesquisa, uma abordagem quantitativa parece a mais apropriada. Segundo Babbie (2010), o estudo quantitativo determina a relação entre variáveis independentes e variáveis dependentes, sendo o seu objetivo quantificar dados e generalizar os resultados obtidos através da amostra para a população alvo (Malhotra, 2004). De acordo com as hipóteses de investigação foi imperativo utilizar um método de investigação quantitativo, uma vez que existe baixa probabilidade de os resultados serem manipulados devido aos sistemas automáticos serem de maior confiança e imparciais (McCusker & Gunaydin, 2014) e que o principal objetivo é, através de instrumentos estatísticos, descrever e comparar características das amostras selecionadas, neste caso os países da Zona Euro entre os anos de 2014 e 2019, e estabelecer relações entre variáveis (Ramos, 2013).

Segundo Brites (2015), a regressão linear múltipla é um mecanismo que possibilita a análise da relação de duas ou mais variáveis independentes sobre uma dependente e permite prever o valor de uma variável dependente conhecendo o valor e o peso das variáveis independentes.

Foi adotada uma análise estatística através de regressões lineares múltiplas, uma vez que este método é útil para explorar as ligações, que podem existir ou não, entre as variáveis que foram propostas e que de alguma forma contribuem para a explicação da ligação entre a teoria e a pesquisa (Bryman & Bell, 2007). As vantagens deste tipo de análise são a possibilidade de explicar relações causais entre variáveis, a medição de conceitos quantitativamente (Wilson, 2010), a possibilidade de generalizar as conclusões da pesquisa dada a sua grande amostra (Carr, 1994), e por último, por ser um tipo de análise que consome menos tempo comparando com outros métodos (Connolly, 2007).

Assim, com recurso à plataforma de software estatístico *IBM SPSS Statistics v.28*⁸, efetuou-se uma análise estatística descritiva e multivariada adequada à finalidade do presente estudo, onde a análise dos dados se focará na medição e relação entre as

⁸ Plataforma de *software* estatístico que permite a análise de dados.

variáveis. A regressão linear foi desenvolvida com recurso ao método *Enter*, uma vez que, segundo o autor, é dos mais utilizados para testar um modelo teoricamente justificado.

3.1.Descrição da Amostra

Os dados financeiros, contabilísticos e de *Corporate Governance* que suportam as hipóteses da investigação do presente estudo foram recolhidos da base de dados Orbis Europe⁹, durante o mês de outubro de 2021.

Deste modo, foi analisado se as políticas de *Corporate Governance* têm um efeito no desempenho sobre empresas: 1) da Zona Euro, 2) de grande dimensão, 3) no período de 2014 a 2019. Segundo Doh & Guay (2006), os países da Zona Euro são países que têm vindo a desenvolver mais intensamente estas políticas e por isso o interesse para estudar esta localização. As empresas de grande dimensão apresentam uma maior mudança do paradigma, uma vez que este conjunto de empresas é acompanhado por reguladores e mais facilmente colocam em prática este tipo de medidas mais responsáveis sentindo-se incentivadas a tal e tornando-se o *Corporate Governance* mais evidente em empresas desta dimensão (Mustafa et al., 2018). Por fim, esta pesquisa analisa os anos de 2014 a 2019 devido a ser um período pós-crise que, segundo Basu & Stiglitz (2015) é um período mais estável economicamente possibilitando às empresas melhorar o seu desempenho.

Primeiramente, foram selecionadas as empresas da Zona Euro, com exceção das empresas do sector da administração pública, dado que apresentam um sistema contabilístico próprio e regulamentação específica (Iatridis & Dimitras, 2013; Cimini, 2015; Dimitras et al., 2015).

Deste modo, a amostra final é composta por 1195 empresas, de 18 países da Zona Euro.

Tabela. I. Composição da amostra por país

País	Nº de observações	Percentagem (%)
Áustria	5	0,4%
Bélgica	28	2,3%

⁹ A base de dados Orbis Europe contém informação financeira detalhada de 72 milhões de empresas privadas e banca de toda a Europa. Disponível em: <https://orbiseurope.bvdinfo.com/>

Dinamarca	12	1,0%
Estónia	7	0,6%
Finlândia	61	5,1%
França	190	15,9%
Alemanha	34	2,8%
Irlanda	2	0,2%
Itália	599	50,1%
Letónia	11	0,9%
Lituânia	2	0,2%
Luxemburgo	3	0,3%
Holanda	10	0,8%
Malta	8	0,7%
Portugal	41	3,4%
Eslováquia	28	2,3%
Eslovénia	11	0,9%
Espanha	143	12,0%
<hr/>		
Total	1 195	100,0 %
<hr/>		

A Tabela. I apresenta a composição da amostra por país. Dos Países presentes na amostra, Itália é o que apresenta um maior número de observações, cerca de 599 (50,1 %), seguido da França com 190 (15,9 %), e de Espanha com 143 (12 %).

A Tabela. II apresenta a distribuição das observações que compõem a amostra por setores de atividade. O setor que mais se destaca, com 307 observações (25,7 %), é o setor de *Wholesale and retail trade*, seguido por *Manufacturing* e *Financial and insurance activities*, que representam respetivamente 18,3 % e 11,5 % das observações.

Tabela II. Composição da amostra por setor de atividade

Setor	Nº observações	Porcentagem (%)
<i>A - Agriculture, forestry and fishing</i>	21	1,8%
<i>B - Mining and quarrying</i>	2	0,2%
<i>C - Manufacturing</i>	219	18,3%
<i>D - Electricity, gas, steam and air conditioning supply</i>	37	3,1%
<i>E - Water supply; sewerage, waste management and remediation activities</i>	20	1,7%
<i>F - Construction</i>	57	4,8%
<i>G - Wholesale and retail trade</i>	307	25,7%
<i>H - Transportation and storage</i>	82	6,9%
<i>I - Accommodation and food service activities</i>	28	2,3%
<i>J - Information and communication</i>	42	3,5%
<i>K - Financial and insurance activities</i>	138	11,5%
<i>L - Real estate activities</i>	72	6,0%
<i>M - Professional, scientific and technical activities</i>	89	7,4%
<i>N - Administrative and support service activities</i>	52	4,4%
<i>P - Education</i>	8	0,7%
<i>Q - Human health and social work activities</i>	12	1,0%
<i>R - Arts, entertainment and recreation</i>	6	0,5%
<i>S - Other service activities</i>	3	0,3%
Total	1 195	100,0 %

3.2. Modelo Empírico

Os objetivos do estudo passam por analisar a associação entre as políticas de Responsabilidade Social Empresarial e *Corporate Governance* e o seu desempenho. Assim, procurou-se proceder ao desenvolvimento de um modelo econométrico através da Regressão Linear Múltipla.

Para identificar os determinantes do desempenho, medida através do retorno sobre os ativos, estimou-se o seguinte modelo:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_5 DON_{i,t} + \beta_6 DICA_{i,t} + \beta_7 GEN_{i,t} + \beta_7 ADMD_{i,t} + \beta_1 DIM_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 BIG4_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

Onde $i=1, \dots, 1195$ e $t=1, \dots, 6$.

Sendo que o índice i diz respeito a cada empresa e o t corresponde ao ano.

Relativamente aos parâmetros do modelo, designados por β , estes referem-se aos coeficientes de estimação associados às respetivas variáveis explicativas sendo o resíduo representado por μ .

As regressões lineares foram desenvolvidas com um nível de significância aceitável de $p < 0,001$, com um intervalo de confiança de 99%.

O impacto da prática de políticas de *Corporate Governance* e de Responsabilidade Social Empresarial por parte de empresas no seu desempenho foi medido através de quatro variáveis. A variável DON que mede os donativos sociais feitos pelas empresas; a variável DICA que reflete o número de administradores de um CA; a variável designada por GEN, que mede a proporção de mulheres nos conselhos de administração; e a variável que reflete a proporção de administradores independentes ADMD. Todos os modelos de regressão linear implicam a inclusão de variáveis de controlo de forma a complementar o modelo, sendo assim as variáveis escolhidas foram a dimensão da empresa DIM, o nível de endividamento DEBT e se são ou não auditadas por uma *Big4* - BIG4.

Para modelizar o desempenho recorre-se à divisão entre os resultados líquidos e o ativo total, o que nos permite obter a variável dependente ROA (Berk et al., 2015):

$$ROA = \text{Resultados Líquidos} / \text{Ativo Total} \quad (2)$$

Segundo Tudella (2013) o ROA permite medir o desempenho financeiro empresarial e mede a eficiência com que os ativos totais são usados para gerar resultados. É através desta métrica que a empresa consegue averiguar quanto lucro líquido alcançou em relação ao seu ativo (Knapp, 2015). Ao usar o ROA como uma métrica de desempenho financeiro e de *performance* existe uma maior concentração da atenção da gestão dos ativos necessários para gerir a empresa, sendo que os executivos terão maior liberdade para gerir os ativos que estão relacionados com os negócios (Hagel et al., 2010). Quanto maior for o resultado do rácio entre resultados líquidos e ativo total melhor será o desempenho e o desempenho financeiro da empresa (Garnacho, 2013) sendo que é possível comparar empresas de tamanhos operacionais diferentes (Kimmel et al., 2018).

Este índice de rentabilidade é dos utilizados com mais frequência em estudos que testam a relação entre responsabilidade social e o desempenho financeiro (Margolis et al., 2007; Orlitzky et al., 2003).

Relativamente à variável GEN, esta representa a percentagem de mulheres no CA da empresa. É calculada através do rácio entre o número de mulheres que pertencem ao conselho de administração e o número total de membros que o constituem (Arun et al., 2015).

$$GEN = \text{Número de mulheres no board} / \text{Membros do board} \quad (3)$$

A variável DON reflete o valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social.

Quanto à existência ou não de administradores independentes (ADMD) definimos um rácio entre o número de administradores que são também *shareholders* e o número total de membros do CA, assim conseguimos analisar o efeito que a proporção de administradores independentes no CA tem no desempenho da empresa (Luo et al, 2014).

$$ADMD = \frac{\text{Número de administradores independentes}}{\text{Membros do board}} \quad (4)$$

Com o objetivo de aumentar a precisão das previsões e dos resultados obtidos e de diminuir a probabilidade de obter resultados enviesados, este estudo também considera outras características específicas das empresas que podem influenciar o desempenho das empresas e que têm sido utilizadas na literatura. Assim, utilizaram-se as seguintes variáveis de controlo:

De forma a quantificar a dimensão da empresa, referida no modelo através da variável DIM, recorremos ao logaritmo do total dos ativos (Ghozali, 2006). Assim, além de conseguirmos quantificar a dimensão da empresa, também estaremos a minimizar o valor do seu desvio padrão (Hair et al., 2006).

A análise do nível de endividamento foi feita a partir da variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total (Campbell & Mínguez-Vera, 2008).

$$DEBT = \textit{Passivo Total} / \textit{Ativo Total} \quad (5)$$

Para perceber se uma empresa é auditada por uma *Big4* recorreu-se a uma variável *dummy* (BIG_4) que assume o valor 1 quando uma empresa é auditada por uma *Big4* e 0 quando tal não acontece (Iatridis & Dimitras, 2013).

4. Resultados

Neste capítulo, irá ser primeiramente, apresentada a análise da correlação entre cada uma das variáveis de modo a estudar a relação entre as variáveis isoladamente. De seguida, a regressão desenvolvida irá permitir estudar a relação de forma agregada e induzir se as hipóteses levantadas anteriormente são válidas ou não. Posteriormente serão apresentadas regressões adicionais e por último serão efetuadas análises de robustez.

4.1. Estatísticas Descritivas

Na Tabela III apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis em estudo.

Tabela III. Estatísticas Descritivas

Variável	Média	Desvio-Padrão
ROA	0,029	0,889
DIM	3,61	1,28
DEBT	0,38	0,55
BIG_4	0,30	0,46
DON	620,37	12 087,71
DICA	8,16	8,97
GEN	0,23	0,23
ADMD	0,80	0,33

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN percentagem de mulheres no conselho de administração da empresa; ADMD Percentagem de administradores independentes no CA.

Analisando esta tabela pode constatar-se que, em média, a rentabilidade líquida do ativo (ROA) de uma empresa da Zona Euro é de 2,9%. Este resultado mostra que as empresas do presente estudo demonstram rácios financeiros saudáveis, conseguindo utilizar os seus ativos para produzir resultados.

Relativamente às variáveis de *Corporate Governance*, verifica-se que em média, cada empresa, por ano, cede donativos de cariz social de 620 Euros. Cada CA tem em média 8 administradores. Para além disso, na variável que diz respeito ao género dos administradores do CA é possível constatar que, entre 2014 e 2019, a proporção de mulheres no CA era em média de 23%. Quanto à estrutura do CA, verifica-se que, as

empresas que compõem a amostra apresentam em média uma proporção de administradores independentes no CA de 80%.

No que diz respeito às variáveis de controlo, o logaritmo das vendas apresenta um valor médio de 3,61, sendo o total de vendas das empresas da presente amostra 822 milhões de Euros e um nível de endividamento de 38%. Por último, em média 30% da amostra em estudo é auditada por uma *Big4*, durante o período de análise.

4.2. Matriz de Correlação

Através da matriz de Pearson presente na Tabela IV, encontra-se a correlação existente entre as variáveis utilizadas no modelo.

A correlação linear permite obter uma medida (coeficiente de correlação r de Pearson) através da qual é determinada a relação entre as variáveis selecionadas. O coeficiente de correlação assume valores entre -1 e 1, portanto, quanto maior for o valor de r , maior será o grau de relação linear entre as variáveis. Assim, um valor de r positivo indica uma relação linear positiva entre as variáveis, isto é, quando o valor de uma das variável aumenta existe tendência para que o valor da outra variável também aumente (Martins, 2014).

Deste modo, a presente matriz de correlação permite identificar se existe uma correlação positiva e estatisticamente significativa das variáveis em estudo.

Tabela IV. Matriz de Correlação de Pearson

	ROA	DIM	DEBT	BIG_4	DON	DICA	GEN	ADMD
ROA	1,000							
DIM	0,043	1,000						
DEBT	-0,267***	0,263***	1,000					
BIG_4	-0,132***	0,111***	-0,085**	1,000				
DON	0,008	0,134***	0,018***	0,079**	1,000			
DICA	-0,157***	0,275***	-0,074**	0,427***	0,298***	1,000		
GEN	0,028	0,026	-0,071*	0,014	0,000	0,099***	1,000	
ADMD	-0,185***	0,106***	-0,006	0,316***	0,014	0,340***	0,039	1,000

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 0,01, 0,05 e 0,1, respetivamente. Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN percentagem de mulheres no conselho de administração da empresa; ADMD Percentagem de administradores independentes no CA.

Considerando as variáveis independentes, estas apresentam, de modo geral, associações significativas. Pode constatar-se que as correlações com significância estatística a 0,01, e que são mais acentuadas, são entre a variável de *Corporate Governance* de dimensão do conselho de administração e a variável de controlo se a empresa é ou não auditada por uma *big4*, com um coeficiente positivo de 0,427 e entre duas variáveis de *Corporate Governance* ADMD e DICA cujo coeficiente é de 0,340. Isto significa que quanto maior a dimensão do conselho de administração, maior a probabilidade de uma empresa ser auditada por uma *big4* e tenderá a ter um maior numero de administradores independentes.

Como coeficientes negativos, é de destacar a correlação entre a variável do nível de endividamento e a variável dependente, ROA, cujo coeficiente é de -0,267 e também a correlação entre ROA e ADMD, uma vez que o seu coeficiente é negativo com um valor -0,185. Isto significa que quanto maior a medida de desempenho – ROA – menor será o nível de endividamento e tenderá a ter um menor número de administradores independentes.

Adicionalmente, foi efetuado um teste à multicolinearidade (Tabela V) através do cálculo dos VIF's (Variance Inflation Factors), com o objetivo de eliminar a hipótese de existir relações lineares exatas entre as variáveis e cujos valores terão de ser inferiores ao valor crítico 10 (Gujarati, 2003; Chatterjee & Hadi, 2012; Wooldridge, 2012). Pela Tabela V é possível verificar que o valor mais elevado de VIF encontra-se presente na variável DICA e é de 1,533, sendo inferior ao valor crítico. Pode concluir-se assim que não há problemas de multicolinearidade.

Tabela V. VIFS das variáveis independentes

Variáveis	DIM	DEBT	BIG_4	DON	DICA	GEN	ADMD
VIF	1,190	1,112	1,283	1,115	1,533	1,017	1,189

Procedeu-se à criação de três modelos, o primeiro modelo que consiste na média global dos dados entre 2014 e 2019. Seguidamente criou-se um segundo modelo que demonstra os dados do ano de 2014 e posteriormente criou-se um terceiro modelo que

descreve os dados do ano de 2019, o que nos permite ter uma comparação e evolução entre os anos em análise.

Através da Tabela VI pode verificar-se o sumário do primeiro modelo. Ao analisar-se a correlação entre todas as variáveis conforme demonstra, é fraca ($r = 0,399$). O coeficiente de determinação (que quantifica a percentagem de variação da variável dependente, que é explicada pela variação das variáveis independentes), também se apresenta baixo ($R^2 = 0,159$), isto significa que, apenas 15,9% da variação da determinante de *performance* (ROA) é explicada pela variação das variáveis independentes escolhidas para a análise.

Tabela VI. Sumário do Modelo Geral

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Erro Padrão da Estimativa
1	0,399	0,159	0,154	0,818

Tabela VII. Resultados dos modelos de regressão

Modelo 1	Sinal Esperado	(2) Coeficientes Padronizados				
		(1) Coeficientes não Padronizados				
		B	Erro Padrão	Beta	t	Sig
Constante		0,044	0,009		4,823	<0,001
DIM	+/-	0,014	0,002	0,195	6,713	<0,001
DEBT	+/-	-0,054	0,005	-0,336	-11,966	<0,001
BIG_4	+/-	-0,014	0,006	-0,070	-2,331	0,020
DON	+	0,003	0,000	0,035	1,259	0,208
DICA	+/-	-0,002	0,000	-0,175	-5,307	<0,001
GEN	+	0,009	0,011	0,023	0,841	0,401
ADMD	+	-0,034	0,008	-0,127	-4,388	<0,001

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN percentagem de mulheres no conselho de administração da empresa; ADMD Percentagem de administradores independentes no CA.

Com os dados dos coeficientes de regressão da Tabela VII, é possível escrever a reta de regressão:

$$ROA = 0,044 + 0,003DON - 0,002DIBOARD + 0,009GEN \\ - 0,034ADMD + 0,014DIM - 0,054DEBT - 0,014BIG4 \quad (6)$$

Através da análise dos valores absolutos dos coeficientes da regressão é possível concluir que todas as variáveis apresentam coeficientes relativamente baixos, existindo, quatro variáveis estatisticamente significativas (valor $p < 0,001$) que são: a dimensão da empresa, o nível de endividamento das empresas, a dimensão do CA de uma empresa e a independência dos administradores. Para além disso, é possível verificar que as o nível de endividamento e a percentagem de administradores independentes apresentam as maiores contribuições relativas para explicar o comportamento de ROA, uma vez que demonstram os coeficientes de valores mais altos.

Constata-se que os sinais dos coeficientes estimados são positivos para as variáveis de dimensão da empresa, volume de doações de cariz social e percentagem de mulheres no CA. No entanto, as variáveis do nível de endividamento, ser auditado por uma *big4* ou não, dimensão do CA e a percentagem de administradores independentes apresentam um coeficiente de sinal negativo.

Analisando estes resultados individualmente é possível retirar os seguintes pressupostos:

Relativamente às variáveis de *Corporate Governance*, apenas se observam duas variáveis com um coeficiente positivo, que é o caso das variáveis do volume de doações e percentagem de mulheres no CA. A variável do volume de doações, que reflete o montante gasto pelas empresas em ações de cariz social, apresenta um coeficiente positivo, o que sugere que quanto mais uma empresa doar com finalidade social, maior vai ser o seu desempenho. Adicionalmente, apesar do seu valor relativamente baixo, é possível verificar que a variável que representa a percentagem de mulheres no CA apresenta uma relação positiva com a variável dependente. Esta variável foi calculada através do rácio entre o número de mulheres que pertencem ao CA e o número total de membros que o constituem. Isto significa que a presença de mulheres no CA tem um impacto positivo no desempenho das empresas. Desta forma, constata-se que os resultados apresentados fornecem evidencia estatística de uma relação positiva entre a

percentagem de mulheres no CA e o desempenho da empresa, confirmando assim a hipótese três.

Quanto às restantes variáveis de *Corporate Governance*, estas apresentam valores negativos e estatisticamente significativos (valor $p < 0,001$). Estas variáveis são a dimensão do CA e a percentagem de administradores independentes.

A última variável de *Corporate Governance*, a dimensão do CA apresenta uma relação negativa com a variável dependente, isto significa que quanto maior for o tamanho do CA e quantos mais membros este tiver, menor irá ser o desempenho da empresa. Para além disto, podemos observar que esta variável é estatisticamente significativa (valor $p < 0,001$), o que valida a hipótese dois desta dissertação.

O coeficiente negativo da variável ADMD, indica que empresas no qual os administradores ocupam também o lugar de *shareholders* tem um impacto estatisticamente negativo na variável dependente. Assim, não é possível validar a hipótese um.

Quanto às variáveis de controlo, constata-se que, a relação entre ROA e a dimensão da empresa é positiva, ou seja, empresas de maior dimensão têm tendencialmente uma melhor *performance*.

A relação entre o desempenho da empresa e a variável que reflete se o auditor é uma das *big4* é negativa, isto é, empresas que sejam auditadas por *Big4* apresentam uma menor *performance* quando comparadas com empresas que não são auditadas pelas quatro maiores empresas internacionais de auditoria. Isto está em ordem com os argumentos de Iatridis e Dimitras (2013) que dizem que estas empresas cobram *fees* de auditoria de tal forma tão altas que levam a uma diminuição do desempenho financeiro.

Por último, a relação entre o nível de endividamento e a variável dependente, apresenta um coeficiente negativo, sugerindo que empresas menos endividadas conseguem uma melhor *performance*, uma vez que uma maior dívida implica custos superiores aos benefícios que a mesma pode trazer.

4.3. Modelos Adicionais

Para além da regressão global obtida, foi de interesse analisar a evolução do período em causa. Deste modo, foram desenvolvidas mais duas regressões adicionais e

individuais, uma regressão linear múltipla do ano de 2014 e outra regressão linear múltipla do ano de 2019, apresentadas nas seguintes tabelas:

Tabela VIII. Resultados dos modelos de regressão 2014

Modelo 2	Sinal Esperado	(2) Coeficientes Padronizados				
		(1) Coeficientes não Padronizados				
		B	Erro Padrão	Beta	t	Sig
Constante		0,019	0,017		1,092	0,275
DIM	+/-	0,024	0,004	0,204	5,838	<0,001
DEBT	+/-	-0,068	0,008	-0,291	-8,904	<0,001
BIG_4	+/-	-0,027	0,011	-0,092	-2,492	0,013
DON	+	-0,002	0,000	-0,037	-1,100	0,271
DICA	+/-	0,000	0,0010	0,014	-0,349	0,727
GEN	+	-0,007	0,020	-0,012	-0,363	0,717
ADMD	+	-0,046	0,015	-0,112	-3,169	0,002

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN percentagem de mulheres no conselho de administração da empresa; ADMD Percentagem de administradores independentes no CA.

Com os dados dos coeficientes de regressão da Tabela VIII, é possível escrever a reta de regressão:

$$ROA = 0,019 - 0,002DON + 0,000DICA - 0,007GEN - 0,046ADMD + 0,024DIM - 0,068DEBT - 0,027BIG4 \quad (7)$$

Constata-se que, para o ano de 2014, os sinais dos coeficientes estimados são negativos para as variáveis de nível de endividamento, ser auditado ou não por uma *Big4*, volume de doações sociais e a percentagem de administradores independentes. No entanto, a variável que reflete a dimensão da empresa é a única que apresenta um coeficiente de sinal positivo. A variável da dimensão do CA demonstra um coeficiente nulo, não podendo retirar conclusões acerca desta variável.

Quanto à existência de variáveis estatisticamente significativas apenas identificamos duas variáveis que correspondem ambas a variáveis de controlo, sendo estas a dimensão da empresa e o nível de endividamento.

Tabela IX. Resultados dos modelos de regressão 2019

Modelo 3	Sinal Esperado	(2) Coeficientes Padronizados				
		(1) Coeficientes não Padronizados				
		B	Erro Padrão	Beta	t	Sig
Constante		-0,007	0,018		-0,388	0,698
DIM	+/-	0,028	0,004	0,200	6,934	<0,001
DEBT	+/-	-0,081	0,005	-0,441	-16,405	<0,001
BIG_4	+/-	-0,009	0,007	-0,039	-1,287	0,198
DON	+	0,002	0,000	0,045	1,621	0,105
DICA	+/-	-0,003	0,000	0,220	-6,677	<0,001
GEN	+	0,012	0,013	0,026	0,984	0,325
ADMD	+	-0,021	0,009	-0,065	-2,244	0,025

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN percentagem de mulheres no conselho de administração da empresa; ADMD Percentagem de administradores independentes no CA.

Com os dados dos coeficientes de regressão da Tabela IX, é possível escrever a seguinte reta de regressão:

$$ROA = -0,007 + 0,002DON - 0,003DICA + 0,012GEN - 0,021ADMD + 0,028DIM - 0,081DEBT - 0,009BIG4 \quad (8)$$

É possível verificar que, para o ano de 2019, os sinais dos coeficientes estimados são negativos para as variáveis do nível de endividamento, ser auditado ou não por uma *Big4*, a dimensão do CA e a percentagem de administradores independentes. No entanto, a dimensão da empresa e a percentagem de mulheres no CA apresentam um coeficiente de sinal positivo.

Quanto à existência de variáveis estatisticamente significativas identificamos três variáveis, são elas a dimensão da empresa, o nível de endividamento e a dimensão do board.

Ao fazer a comparação da evolução dos anos de 2014 para 2019, verifica-se a mudança de sinal do coeficiente da variável da percentagem de mulheres no CA, trocando de sinal negativo para positivo, o que revela uma inversão no impacto das mulheres presentes no CA para o desempenho da empresa. Ou seja, em 2014 o coeficiente era negativo, o que refletia um impacto positivo no desempenho da empresa caso o CA fosse maioritariamente constituído por homens, e em 2019, verificamos o oposto, tendo um impacto positivo a presença de mulheres no CA para o desempenho da empresa.

Para além disso, é possível verificar o mesmo comportamento com a variável de dimensão do CA. Esta em 2014 apresentava um coeficiente nulo, no entanto em 2019 revelou-se negativo. Em 2014, uma vez que o coeficiente era nulo verificava-se que a dimensão do CA não tinha qualquer impacto no desempenho da empresa. Com esta evolução, verifica-se que em 2019, quanto maior for a dimensão do CA menor será o desempenho da empresa.

O mesmo acontece com a variável de donativos, uma vez que em 2014 a variável que representa as doações com cariz social verifica um coeficiente negativo e em 2019 este verifica-se positivo. Assim, em 2014 as doações das empresas prejudicavam o desempenho das mesmas e em 2019 verifica-se uma inversão deste comportamento, concluindo que as doações têm um impacto positivo, contribuindo e melhorando o desempenho das empresas.

Quanto às variáveis de controlo, verifica-se que os sinais dos coeficientes são os mesmos em 2014 e 2019, mantendo o mesmo comportamento em relação à variável ROA com a evolução dos anos.

Adicionalmente, em 2014 apenas se verifica a existência de duas variáveis estatisticamente significativas, a dimensão da empresa e o nível de endividamento, e em 2019 verifica-se que juntamente com as anteriores, a variável DICA também é estatisticamente significativa.

4.4. Análise de Robustez

De forma a garantir a solidez dos resultados apresentados foram realizadas algumas análises de robustez através de regressões alternativas. As análises realizadas foram: substituir a variável percentagem de mulheres no CA por uma *dummy*, que assume o valor 1 quando existem mulheres no CA e 0 no caso contrário; substituir a variável de donativos sociais por uma *dummy*, que assume o valor 1 quando existem donativos com esta natureza e 0 no caso contrário; substituir a variável percentagem administradores independentes por uma *dummy*, que assume o valor 1 quando existem administradores independentes com esta natureza e 0 no caso contrário; excluir da amostra as empresas do país de maior representatividade, ou seja, Itália; e por último retirar da amostra as empresas do setor com maior representatividade, ou seja *Wholesale and retail trade*.

Em relação aos resultados obtidos ao substituir a variável de percentagem de mulheres no CA por uma *dummy* e aos resultados que substituem a variável de donativos sociais por uma *dummy*, verifica-se que os sinais dos coeficientes e as variáveis estatisticamente significativas correspondem aos resultados obtidos no modelo base. Apresentando resultados consistentes ao modelo base. Os resultados destas duas análises encontram-se, respetivamente, no Anexo 3 e no Anexo 6.

Em relação aos resultados obtidos para a regressão adicional que substitui a variável administradores independentes por uma *dummy*, verifica-se que as variáveis estatisticamente significativas são as mesmas observadas no modelo inicialmente desenvolvido, para além da consistência verificada nos sinais dos coeficientes. Os resultados desta análise encontram-se no Anexo 9.

Posteriormente, foi excluído da amostra o país com maior peso, que neste caso era a Itália e verifica-se que os resultados são consistentes com as conclusões obtidas no modelo base. Ver anexo 12.

Por último, ao retirar da amostra as empresas do setor com maior proporção, *Wholesale and retail trade*, verifica-se que os sinais dos coeficientes se mantêm em ordem com os apresentados no modelo inicial exposto. Quanto à significância, é de notar que a variável do nível de endividamento, a variável que mede a dimensão da empresa e a variável que mede a dimensão do CA apresentam-se estatisticamente significativas a um nível de 0,01. No entanto, a variável que tem em conta a percentagem dos administradores independentes verifica-se estatisticamente significativa a 5%,

contrariamente ao modelo inicial que se verifica estatisticamente significativo ao nível de 0,01. Com isto, não é de considerar esta diferença como relevante, uma vez que continua a ser uma variável estatisticamente significativa, apenas com níveis de confiança diferentes. Os resultados desta análise encontram-se no anexo 15.

Após as análises de robustez efetuadas, verifica-se robustez na regressão desenvolvida, uma vez que os resultados apurados são consistentes com as conclusões retiradas do modelo desenvolvido. Desta forma obtém-se uma maior segurança e confiança nos resultados obtidos e interpretação dos mesmos.

5. Discussão dos Resultados

Analisando os resultados apresentados nas tabelas acima e considerando os sinais dos coeficientes das variáveis apresentadas nos modelos de regressão utilizados, é possível fazer algumas interpretações da relação entre os determinantes de *Corporate Governance* estabelecidas e o nível de *performance* das grandes empresas dos países da Zona Euro nos anos em análise. É de reforçar o facto de os coeficientes obtidos serem de valores baixos para se obter uma análise ideal e interpretação da influência das medidas de *Corporate Governance* no desempenho, contudo, segue-se uma observação de cada uma das variáveis.

O coeficiente associado à variável que relaciona a independência do CA e o desempenho da empresa, verifica-se que tem um sinal constante nos três modelos das regressões, sendo este negativo. Isto significa que uma maior proporção de administradores independentes no CA impacta negativamente o desempenho das empresas, onde para além disso, verifica-se que a variável é estatisticamente significativa. Este resultado não era o mais esperado devido à importância dada das recomendações por parte de entidades europeias nos últimos anos que afirmam que ter administradores independentes é um indicador de um bom nível de CG. Isto reforça os estudos e argumentos de Cavaco et al. (2016), Zhou et al., (2018) e Rashid (2018) que afirmam que administradores independentes estão menos envolvidos na empresa. Este resultado pode dever-se ao facto de os administradores internos terem mais acesso a informação sobre a empresa e tal como Nicholson e Kiel (2007), defendem que “administradores internos vivem na empresa que governam, estes entendem melhor o negócio do que administradores independentes e, portanto, tomam melhores decisões” (p. 588). Esta relação negativa pode também estar relacionada com o facto dos administradores independentes não possuírem como foco principal o lucro da empresa e por sua vez, o desempenho desta, pois não são acionistas e não têm tanto a perder. No entanto o facto de só ter ou ter na sua maioria administradores internos num CA pode não compensar o risco que a empresa está sujeita, o que pode até levar as empresas à falência por escândalos financeiros, como temos assistido nos últimos anos. Assim, é importante referir que por muito que as empresas não queiram optar por administradores independentes e por muito que isso traga um maior desempenho financeiro, o risco da possibilidade de ter escândalos financeiros que se poderiam ter evitado ao ter um CA com administradores independentes pode não compensar.

Na regressão global onde se reflete o período de 2014 a 2019, verificamos que a dimensão do CA tem um efeito negativo no desempenho das empresas. Segundo Santos (2021) o efeito negativo pode ser baseado no facto de quanto maior for o número de membros do CA, para além de haver uma difusão da responsabilidade e maior dificuldade em tomar decisões, também maior tenderá a ser a probabilidade de estes terem outros compromissos externos e de não se focarem na estratégia da empresa como deveriam, afetando assim negativamente o desempenho da empresa. Estes resultados validam as conclusões de autores como Merendino e Melville (2019), Terjesen, Couto e Francisco (2016), Sanda et al. (2005) e Eisenberg et al. (1998).

Ao analisar as duas regressões anuais que permitem comparar a evolução entre o período em análise, verifica-se que o sinal do coeficiente é positivo em 2014 e em 2019 este torna-se negativo, o que pode estar ligado à associação de quantos mais membros um CA for composto, maior será a expectativa de pagamento de dividendos, o que pode diminuir o desempenho financeiro da empresa (Leite et al., 2017).

Quanto à variável de *Corporate Governance* que representa a presença de mulheres no CA, verifica-se que na regressão global o coeficiente associado a esta variável é positivo. Desta forma, constata-se que os resultados apresentados fornecem evidência estatística de uma relação positiva entre a percentagem de mulheres no CA e o desempenho da empresa. Este resultado valida as conclusões de autores como Campbell e Minguez-Vera (2008) e Costa (2019), que a presença de mulheres no CA leva a um aumento do desempenho da empresa.

No entanto, com a análise individual das duas regressões anuais, é de constatar uma evolução nesta variável. Em 2014, o coeficiente associado era negativo refletindo uma relação inversamente proporcional com a percentagem de mulheres no CA e o seu desempenho, ou seja, à medida que aumentava a percentagem de mulheres no CA diminuía o desempenho da empresa. Os resultados obtidos com os dados de 2014 estão de acordo com os estudos de O'Reilly e Main (2012) e Neves (2013), corroborando que uma maior diversidade de género tinha impactos negativos no desempenho financeiro de uma empresa. No entanto, em 2019, verifica-se o contrário ao existir uma mudança de sinal do coeficiente, passando este a ser positivo, validando os argumentos de que a presença feminina tem um impacto positivo nas estruturas dos Conselhos de administração. Este resultado vem confirmar a mudança de paradigma que há muito se fala sobre a presença das mulheres e o seu papel no meio empresarial.

Esta transição, principalmente entre o período analisado, pode estar relacionada com a lei das quotas e da paridade. O meio empresarial tem sentido pressão sobre a inclusão de mulheres em cargos elevados, deste modo começou a existir legislação que suporta estas práticas. É o caso de Portugal que em 2018 viu um aumento significativo na proporção de mulheres no mundo empresarial depois da entrada em vigor da Lei n.º 62/2017, mais conhecida por “Lei das Quotas”, definindo que a percentagem de mulheres no CA deve ser obrigatoriamente no mínimo 20%. A nível europeu, no período em análise também foram vistos vários esforços para a igualdade de género, sendo um deles a criação do Compromisso Estratégico para a Igualdade de Género 2016-2019 - “*Strategic Engagement for Gender Equality 2016-2019*”, tendo como alguns objetivos aumentar a participação das mulheres no mercado laboral e a redução das disparidades de género em termos de remuneração. Assim, conclui-se a eficácia de todo o apelo, legislação e incentivos efetuados, uma vez que estes levaram ao aumento de mulheres no CA das empresas e uma visão diferente pela sociedade. É possível então afirmar que, o desempenho das empresas é maior na presença de mulheres no CA.

Relativamente à determinante que define o nível de responsabilidade social, a variável de doações com cariz social, verifica-se que no primeiro modelo, onde se reflete os resultados entre os períodos de 2014 e 2019, o coeficiente desta variável tem um sinal positivo e vai ao encontro com os estudos e argumentos de Marquis & Lee (2013), Cheng et al. (2016), Pan et al. (2018) e Chan e Feng (2019). Isto sugere que quanto maior for a quantidade monetária doada de cariz social, maior será o desempenho da empresa, uma vez que esta prática melhora a reputação da empresa, aumenta a sua visibilidade tanto pela sociedade como pelos acionistas e investidores e assim provoca um aumento consequente das vendas. Este resultado verifica-se no modelo geral e no modelo que reflete o ano de 2019, no entanto quando é analisado individualmente o ano de 2014, é possível verificar que o coeficiente tem um sinal negativo. Esta é uma outra variável que apresenta uma evolução ao longo do período em análise, verificando-se um sinal contrário comparando com o ano inicial do período. Em 2014, a variável mostra-se negativamente relacionada com o ROA, indo de encontro com os estudos de Brown et al. (2006) e Barnett, (2007) que sugerem que o retorno esperado das doações não é suficiente para compensar os gastos, prejudicando o lucro e desempenho financeiro da empresa. A mudança de sinal deste coeficiente ao longo dos anos, pode estar relacionada com a

evolução do nível de exigência dos *stakeholders*, exigindo que as empresas tenham um compromisso para com a sociedade.

No que diz respeito às variáveis de controlo nomeadamente, dimensão da empresa, nível de endividamento e ser auditada ou não por uma *Big4*, em primeiro lugar verifica-se que cada variável apresenta um valor consistente tanto na análise do modelo geral, como nos modelos onde é permitido fazer uma comparação entre períodos. Em segundo lugar, constata-se que das três variáveis, apenas duas se apresentam estatisticamente significativas, sendo estas o nível de endividamento e a dimensão da empresa, ambas com um valor $p < 0,001$.

Analisando cada variável individualmente é possível retirar as seguintes conclusões:

Quanto à variável dimensão da empresa, esta apresenta coeficientes estatisticamente significativos e com valores positivos para todos os modelos. Isto demonstra que a dimensão das empresas tem uma relação forte e positiva com o desempenho das empresas, logo quanto maior a dimensão das empresas e o nível das suas vendas, maior será o desempenho financeiro das mesmas, indo de encontro com os estudos de Peng (2004) e Rahman e Yilun (2021), alegando que grandes empresas conseguem implementar economias de escala com maior facilidade, diminuindo os custos com cada unidade adicional produzida, o que leva a um aumento da margem de lucro e consequentemente ao aumento do desempenho financeiro.

O nível de endividamento tem, segundo os métodos utilizados, um efeito negativo e estatisticamente significativo nos três modelos apresentados. Esta relação negativa entre a variável END e a variável dependente aponta para a ideia de que empresas mais endividadas tenham uma menor *performance* indo de encontro com os estudos de Aziz & Abbas (2019) e Yazdanfar e Öhman (2015), uma vez que uma maior dívida implica custos superiores aos benefícios que a mesma pode trazer.

Por último, a variável Big4 apresenta em todos os modelos, coeficientes negativos para a medida de *performance* ROA, o que indica que empresas auditadas pelas quatro maiores firmas de auditoria a nível mundial têm tendência a ter uma menor *performance* quando comparadas com empresas que não auditadas por uma *Big4*. Estes resultados estão de acordo com os argumentos de Iatridis e Dimitras (2013), que sugerem que os custos e honorários de auditoria são de tal forma tão elevados que reduzem o resultado

líquido de uma forma drástica ao comparar com empresas que não são auditadas por estas firmas de auditoria.

6. Conclusão

A RSE e o *Corporate Governance* têm representado temas muito abordados na última década, devido à sua complexidade e crescente relevância associada às exigências e necessidades dos consumidores, sociedade e acionistas (Barauskaite & Streimikiene, 2021). Nos últimos tempos houve uma mudança de paradigma, onde inicialmente todos os recursos das empresas apenas estavam focados na maximização do lucro, no entanto, atualmente, se uma empresa quiser ter sucesso terá de ir também ao encontro dos interesses dos seus *stakeholders* (Philips et al., 2019).

O principal objetivo deste estudo era investigar e esclarecer o impacto da RSE e do *Corporate Governance* no desempenho empresarial na Zona Euro, uma vez que os estudos existentes apresentam resultados diferentes, não existindo um consenso final. Para este propósito analisou-se a relação de alguns determinantes de RSE e de *Corporate Governance* com o desempenho da empresa, nomeadamente a existência de administradores independentes, a dimensão do CA, a presença de mulheres no CA e doações de cariz social feitas pela empresa. A investigação incidiu sobre empresas consideradas de grande dimensão, no período de 2014 a 2019, presentes na Zona Euro.

Através dos modelos de regressão múltipla desenvolvidos, os resultados empíricos obtidos mostram evidência de uma relação estatisticamente significativa e negativa entre a percentagem de administradores independentes presentes no CA e o desempenho da empresa. Estes resultados vão de encontro aos estudos de Nicholson e Kiel (2007) que defendem que os administradores internos entendem melhor e estão mais informados sobre o seu negócio, logo ter administradores independentes apenas iria piorar o desempenho das empresas. No entanto, é importante considerar que possuir administradores independentes faz parte das práticas de *Corporate Governance* e que por muito que as empresas não queiram optar por administradores independentes e por muito que isso traga um maior desempenho financeiro, o risco da possibilidade de ter escândalos financeiros que se poderiam ter evitado ao ter um CA com administradores independentes pode não compensar.

Este estudo fornece também evidência estatística de uma relação negativa entre a dimensão do CA e o desempenho da empresa, sendo esta uma relação estatisticamente significativa. Este resultado é consistente com os argumentos de Eisenberg et al. (1998),

uma vez que um CA de maior dimensão pode estar associado a problemas de comunicação mais frequentes do que um CA de menor tamanho, que se acabam por refletir no desempenho.

Quanto ao impacto das doações de cariz social e da presença de membros de sexo feminino no CA, não se obteve uma relação significativa entre estas variáveis e o desempenho da empresa. No entanto, apesar de não existir uma relação estatisticamente significativa, é possível retirar conclusões acerca do seu impacto no desempenho. Verifica-se que o desempenho da empresa está positivamente relacionado com a prática de doações de cariz social, o que significa que se uma empresa apoiar e suportar este tipo de doações, irá causar uma melhor impressão e reputação da empresa. Assim, esta conclusão é consistente com o estudo de Cheng et al. (2016) que afirma que o retorno que as empresas terão em apoio da sociedade, nomeadamente que se refletirá num maior volume de vendas, por exemplo, irá suportar e compensar os gastos que foram alocados a doações. Relativamente à variável que diz respeito à presença de mulheres no CA, é possível afirmar que esta variável tem um impacto positivo no desempenho da empresa. Este resultado sugere que as empresas podem beneficiar com uma maior representatividade de mulheres no CA, corroborando os estudos de Costa (2019) e Campbell e Mínguez-Vera (2008).

Para além disso, é possível retirar conclusões acerca da evolução do período em análise. É de verificar que as variáveis que permitem estudar a presença de mulheres no CA e as doações de cariz social, em 2014 tinham um impacto negativo no desempenho empresarial. Em 2019, verifica-se que estas duas variáveis contêm coeficientes contrários ao período inicial e que estas têm recentemente um comportamento positivo que levam ao aumento do desempenho, o que significa que as medidas de *governance* e RSE apresentam uma evolução positiva no período em análise. É também possível identificar que, inicialmente, a dimensão do CA não tinha qualquer impacto no desempenho da empresa e em 2019 esta relação já se verifica negativa e estatisticamente significativa.

As análises adicionais de robustez suportam as hipóteses de investigação e as conclusões apresentadas, pois os mesmos resultados são alcançados com alterações na regressão inicial.

A RSE e o *Corporate Governance* são temas que têm vindo a ganhar um grande interesse e atenção a nível internacional e que têm vindo a ganhar cada vez mais força

dentro das empresas. A contribuição deste estudo a nível teórico estende-se na medida em que permite formar conclusões sobre uma amostra representativa de empresas da Zona Euro, enquanto que grande parte dos estudos existentes apenas se refletiam sobre determinados países ou sobre os Estados Unidos da América.

Este estudo tem também uma importante contribuição em termos práticos, uma vez que os resultados obtidos permitem aos gestores e *shareholders* definir as melhores estratégias a implementar na tomada de decisão. Desta forma, fornecem aos administradores informações que podem influenciar a escolha das práticas de *Corporate Governance* e RSE a implementar, como por exemplo a composição do CA e o tipo de medidas de responsabilidade social a executar. Os gestores ficam com um melhor conhecimento sobre que tipos de práticas de *Corporate Governance* são mais relevantes para melhorar o desempenho das empresas, nomeadamente: Investir em doações de cariz social, ocupar lugares de topo com a presença do sexo feminino, possuir um board de preferência de menor dimensão e refletir bem sobre a presença de administradores independentes. Outra contribuição deste estudo que pode ser considerada é o facto de potenciais investidores poderem utilizar as conclusões deste estudo para a escolha e avaliação de onde aplicam os seus investimentos, na medida em que podem preferir investir em empresas que estejam alinhadas com os resultados apresentados neste estudo. Deste modo, uma das contribuições da presente investigação pode ser a capacidade de motivar as empresas a apostar neste tipo de políticas com o objetivo de melhorar o desempenho das empresas.

Como em todas as pesquisas, este estudo tem limitações que devem ser levadas em consideração ao analisar e discutir os resultados.

Em primeiro lugar, a amostra deste estudo é constituída apenas por grandes empresas, o que não permite que os resultados obtidos possam ser generalizados e aplicáveis para pequenas e médias empresas. Em segundo lugar, a amostra foi retirada da base de dados Orbis Europe, o que significa que apenas houve acesso a dados de países europeus, sendo o foco deste estudo a Zona Euro. Isto faz com que os resultados obtidos não possam necessariamente ser generalizados para empresas de outros países e continentes. Em terceiro lugar, o facto de o período temporal utilizado seja considerado a níveis macroeconómicos como “pós-crise”, não permite retirar as mesmas conclusões em períodos de instabilidade económica e financeira, não sendo possível prever o impacto das práticas de RSE e *Corporate Governance* em tempos de contingência de custos e

maiores níveis de políticas fiscais de contração. Por último lugar, apesar da amostra em estudo ser de tamanho considerável, é notória a quantidade de observações que se perderam com o número limitado de empresas que disponibilizam informações relativamente a variáveis de *Corporate Governance* e de responsabilidade social. Para além de que a base de dados fornece insuficiência de informação relacionada com esta temática, estando apenas disponíveis para um número reduzido de empresas.

As limitações anteriormente referidas oferecem oportunidades para futuras pesquisas. Por exemplo, uma sugestão de pesquisa futura seria considerar uma amostra de empresas de menor dimensão (pequenas e médias empresas), com o objetivo de avaliar se os resultados encontrados são ou não estritamente específicos das grandes empresas.

Para além disso, seria interessante alargar-se a amostra para outras zonas que não a Europa, de forma a realizar estudos com uma amostra de continentes diferentes, e para outros períodos amostrais, como por exemplo, períodos de crise, ou até incluir dados de 2020 e 2021 para analisar novas tendências que estejam associadas com a crise pandémica ou a guerra entre a Rússia e a Ucrânia.

Outra pista de investigação futura seria incluir outras variáveis de *Corporate Governance*, como a remuneração dos membros do CA e a sua disparidade de género, a dualidade entre o CEO e presidente do CA e uma maior variedade de variáveis de responsabilidade social, que não foram abordadas neste estudo.

7. Referências Bibliográficas

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly CAs. *The journal of finance*, 62(1), 217-250.
- Adams, R. B., and D. Ferreira (2009), ‘Women in the CAroom and their Impact on Governance and Performance’, *Journal of Financial Economics*, 94, 291–309.
- Agudelo, M. A. L., Jóhannsdóttir, L., & Davídsdóttir, B. (2019). A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1), 1–23.
- Agyemang-Mintah, P. (2015). The nomination committee and firm performance: An empirical investigation of UK financial institutions during the pre/post financial crisis. *Corporate CA: role, duties and Composition*, 11(3), 176-190.
- Alexander, G. J., & Buchholz, R. A. (1978). Corporate social responsibility and stock market performance. *Academy of Management journal*, 21(3), 479-486.
- Allam, B. S. (2018). The impact of CA characteristics and ownership identity on agency costs and firm performance: UK evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Atena, F. W., & Tiron-Tudor, A. (2019). Gender as a dimension of inequality in accounting organizations and developmental HR strategies. *Administrative Sciences*, 10(1), 1.
- Ayuso, S., Roca, M., & Colomé, R. (2013). SMEs as “transmitters” of CSR requirements in the supply chain. *Supply Chain Management: An International Journal*, 18(5), 497–508.
- Aziz, S., & Abbas, U. (2019). Effect of debt financing on firm performance: A study on non-financial sector of Pakistan. *Open Journal of Economics and Commerce*, 2(1), 8-15.
- Baraibar-Diez, E., & Sotorrió, L. L. (2018). The mediating effect of transparency in the relationship between corporate social responsibility and corporate reputation. *Revista brasileira de gestão de negócios*, 20, 05-21.
- Barauskaite, G., & Streimikiene, D. (2021). Corporate social responsibility and financial performance of companies: The puzzle of concepts, definitions and

assessment methods. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(1), 278-287.

Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic management journal*, 27(11), 1101-1122.

Barnett, M. L. (2007). Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility. *Academy of management review*, 32(3), 794-816.

Basu, K., & Stiglitz, J. E. (2015). Sovereign debt and joint liability: An economic theory model for amending the treaty of Lisbon. *The Economic Journal*, 125(586), 115-130.

Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset management*, 5(2), 91-104.

Bell, E., Bryman, A., & Harley, B. (2007). *Business Research Methods* (5th ed.). Oxford: Oxford University Press.

Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management journal*, 42(5), 488-506.

Bhagat, S., & Black, B. (2001). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *J. CorP. l.*, 27, 231.

Bhagat, Sanjai and Brian Bolton, 2008, corporate governance and firm performance, *J. Corp. Finan.*, 2008, v 14, 257–273.

Bowen, H. R. (1953). Graduate education in economics. *The American Economic Review*, 43(4), iv-223.

Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the CA. *Journal of corporate Finance*, 3(3), 189-220.

- Brites, R. (2015) *Análise de dados com IBM SPSS. Mix essencial para relatórios profissionais e teses académicas*. Módulo I-Básico. Centro de Estudos de Gestão. Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Brown, W. O., Helland, E., & Smith, J. K. (2006). Corporate philanthropic practices. *Journal of corporate finance*, 12(5), 855-877.
- Byron, K., & Post, C. (2016). Women on CAs of directors and corporate social performance: A meta-analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 24(4), 428-442.
- Campbell, K. & Mínguez-Vera, A., (2008). Gender Diversity in the CAroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), pp.435–451.
- Carr, L. T. (1994). The strengths and weaknesses of quantitative and qualitative research: What method for nursing? *Journal of Advanced Nursing*, 20(4), 716-721.
- Carroll, A. (2016). Carroll's pyramid of CSR: Taking another look. *International Journal of Corporate Social Responsibility* 1(1): 1-8.
- Carroll, A. B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *The Academy of Management Review*, 4(4), 497.
- Carroll, A. B. (1999). Corporate social responsibility - evolution of a definitional construct. *Business & Society*, 38(3), 268–295.
- Carroll, A. B. (2015). Corporate social responsibility: The centerpiece of competing and complementary frameworks. *Organizational Dynamics*, 44(2), 87–96.
- Carroll, A. B., & Shabana, K. M. (2010). The Business Case for Corporate Social Responsibility: A Review of Concepts, Research and Practice. *International Journal of Management Reviews*.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, CA diversity, and firm value. *Financial review*, 38(1), 33-53.
- Casaca, S. D. S. (2020). *O Impacto dos diretores independentes na performance das empresas cotadas no PSI20* (Doctoral dissertation).
- Caseirão, M. R. (2012). Responsabilidade Social Empresarial. *Revista OTOC* nº 147

Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Rebérioux, A., & Roudaut, G. (2016). CA Independence And Operating Performance: Analysis On (French) Company And Individual Data. *Applied Economics*, 48(52), 5093-5105.

Chan, K. C., & Feng, X. (2019). Corporate philanthropy in a politically uncertain environment: does it bring tangible benefits to a firm? *The European Journal of Finance*, 25(3), 256–278.

Chandler, D., & Werther, W. B. (2013). *Strategic corporate social responsibility: stakeholders, globalization, and sustainable value creation*. 3ª edição, SAGE Publications.

Chandler, B., & Werther, Jr., (2014). *Strategic Corporate Social Responsibility*. Califronia.

Chatterjee, S. & Hadi, A., (2012). *Regression analysis by example*. 5a Edição., New Jersey: John Wiley & Sons, pp. 1-734.

Cheng, S., Lin, K. Z., & Wong, W. (2016). Corporate social responsibility reporting and firm performance: evidence from China. *Journal of Management & Governance*, 20(3), 503-523.

Cho, M., Ibrahim, S., & Yan, Y. (2019). The use of nonfinancial performance measures in CEO bonus compensation. *Corporate Governance: An International Review*, 27(4), 301-316.

Comissão Europeia (2001). *Green Paper: Promoting a European framework for corporate social responsibility*. Brussels, COM(2001) 366 final.

Connolly, P. (2007). *Quantitative data analysis in education: A critical introduction using SPSS*. London: Routledge.

Costa, I. C. P. (2015). *A responsabilidade social empresarial na gestão dos recursos humanos seniores*.

Costa, L., Sampaio, J. O., FLlores, E., (2019) Diversidade de gênero nos conselhos administrativos e sua relação com desempenho e risco financeiro nas empresas familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 23, p. 723-745.

Dagli, H., Eyuboglu, K. & Ayaydin, G. (2012). Performance Evaluation of Corporate Governance Index in Turkey. *Journal of Accounting and Finance* 12(2), 163-172.

De Sant'Anna, D. P., claudio Louzada, L., Queiroz, E., & Ferreira, B. P. (2015). Valor de mercado e valor contábil e sua relação com os resultados anormais no mercado de capitais no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(23), 3-13.

Dimopoulos, T., & Wagner, H. F. (2016). Corporate governance and CEO turnover decisions. *Swiss Finance Institute Research Paper*, (12-16).

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-65.

Donaldson, T. (2002) 'The stakeholder revolution and the clarkson principles', *Business Ethics Quarterly* 12(2): 107.

Drobetz, W., Schillhofer, A., and Zimmermann, H., (2003). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. ECGI Working Paper Series in Finance, University of Basel.

Eisenberg, T., Sundgren, S. and Well, M.T. (1998), "Larger CA size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 342-353.

Elkington, J. (1994). Towards the sustainable corporation: Win-win-win business strategies for sustainable development. *California management review*, 36(2), 90-100.

Elkington, J. (2018). 25 years ago I coined the phrase "triple bottom line." Here's why it's time to rethink it. *Harvard Business Review*, 25, 2-5.

Ensley, M. D., Pearson, A. W., & Amason, A. C. (2002). Understanding the dynamics of new venture top management teams: Cohesion, conflict, and new venture performance. *Journal of business venturing*, 17(4), 365-386.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.

- Fatma, M. and Rahman, Z. (2014), "Building a corporate identity using corporate social responsibility: a website based study of Indian banks", *Social Responsibility Journal*, Vol. 10 No. 4, pp. 591-601.
- Francis, J. R., & Krishnan, J. (1999). Accounting accruals and auditor reporting conservatism. *Contemporary accounting research*, 16(1), 135-165.
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business ethics quarterly*, 4(4), 409-421.
- Freeman, R. E., & Dmytriiev, S. (2017). Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other. *Symphonya. Emerging Issues in Management*, 1, 7-15.
- Friedman, M. (1970). A Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, 13, 32-33.
- Fuente, J. A., García-Sánchez, I. M., & Lozano, M. B. (2017). The role of the CA of directors in the adoption of GRI guidelines for the disclosure of CSR information. *Journal of Cleaner Production*, 141, 737-750.
- Fuzi, N. M., Habidin, N. F., Hibadullah, S. N., Zamri, F. I. M., & Desa, A. F. N. C. (2015). Critical success factors of corporate social responsibility practices for the Malaysian automotive industry. *International Journal of Critical Accounting*, 7(2), 142-156.
- Garay, U. & Gonzalez, M. (2008). Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. Blackwell Publishing Ltd 16 (3), 194-209.
- Garnacho, A. D. D. C. (2013). *Determinantes da rentabilidade dos capitais próprios de empresas do índice Euronext 100* (Doctoral dissertation).
- Ghozali, Imam. (2006). Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS. BP Universitas Diponegoro. Yogyakarta.
- Goddard, R. D., LoGerfo, L., & Hoy, W. K. (2004). High school accountability: The role of perceived collective efficacy. *Educational Policy*, 18(3), 403-425.

Gomis, R. M., & Khatiwada, S. (2017). Debt and productivity: Evidence from firm-level data (No. 04-2017). Graduate Institute of International and Development Studies *Working Paper*.

Gonzalez, R. S. (2002). Ação social corporativa agrega valor aos acionistas. *Agência Estado-Setorial*. São Paulo, 6.

Gregory, A., & Whittaker, J. (2013). Exploring the valuation of corporate social responsibility—A comparison of research methods. *Journal of Business Ethics*, 116(1), 1-20.

Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business & society*, 36(1), 5-31.

Gujarati, D., (2003). Basic Econometrics, 4.a Edição, New York: McGraw-Hill.

Hackett, C. (2017). The Evolution of the CSR Concept: From Sharing to Caring. In *Development in an Era of Capital Control* (pp. 6-24). Palgrave Macmillan, London.

Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). Boardroom diversity and its effect on social performance: Conceptualization and empirical evidence. *Journal of Business Ethics*, 112(3), 463-479. Harjoto, M., Laksmana, I., & Lee, R. (2015). Board diversity and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 132(4), 641-660.

Handriani, E., & Robiyanto, R. (2019). Institutional ownership, independent CA, the CA size, and firm performance: Evidence from Indonesia. *Contaduría y administración*, 64(3).

Harris, M., & Raviv, A. (2006). A theory of CA control and size. *The Review of Financial Studies*, 21(4), pp.1797-1832.

Hermalin, Benjamin E., Weisbach, Michael S., 1998. Endogenously chosen CAs of directors and their monitoring of the CEO. *Am. Econ. Rev.* 88, 96–118.

Hermawan, A. A., & Adinda, G. (2012). The effect of board characteristics and audit committee existence on earnings quality of Indonesian state-owned enterprises.

Heyward, Chastity - The Growing Importance Of Social Responsibility In Business. In Forbes Business Council.

Hsu, H.-H. & Wu, Y.-H., (2014). CA composition, grey directors and corporate failure in the UK. *The British Accounting Review*, 46(3), pp.215–227.

Hull, C. E., & Rothenberg, S. (2008). Firm performance: The interactions of corporate social performance with innovation and industry differentiation. *Strategic management journal*, 29(7), 781-789.

Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. *Journal of business ethics*, 149(2), 411-432.

Iatridis, G., & Dimitras, A. I. (2013). Financial crisis and accounting quality: evidence from five European countries. *Advances in Accounting*, 29(1), 154-160.

Ibrahim, A. H., & Hanefah, M. M. (2016). CA diversity and corporate social responsibility in Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.

Isidro, H., & Sobral, M., (2015) The effects of women on corporate CAs on firm value, financial performance, and ethical and social compliance. *J Bus Ethics*, v. 132, p. 1-19.

Jamali, D., Safieddine, A. M., & Rabbath, M. (2008). Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationships. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 443-459.

Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Kerdawy, M. M. A. (2019). The role of corporate support for employee volunteering in strengthening the impact of green human resource management practices on corporate social responsibility in the Egyptian firms. *European Management Review*, 16(4), 1079-1095.

- Khanchel, I. (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis. *Managerial Auditing Journal*.
- Kim, K. H., Kim, M., & Qian, C. (2018). Effects of corporate social responsibility on corporate financial performance: A competitive-action perspective. *Journal of management*, 44(3), 1097-1118.
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, CA structure, and performance in continental Europe. *The International Journal of Accounting* 41(2), 176-197.
- Leite, M., Bambino, A. C., & Hein, N. (2017). Relação entre política de dividendos e desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 205-221.
- L'etang, J. (1994). Public relations and corporate social responsibility: Some issues arising. *Journal of Business Ethics*, 13(2), 111-123.
- Lewis, S. (2003). Reputation and corporate responsibility. *Journal of Communication Management*.
- Mahrani, M., & Soewarno, N. (2018). The effect of good corporate governance mechanism and corporate social responsibility on financial performance with earnings management as mediating variable. *Asian Journal of Accounting Research*.
- Maignan, I., & Ferrell, O. C. (2004). Corporate social responsibility and marketing: An integrative framework. *Journal of the Academy of Marketing science*, 32(1), 3-19.
- Malhotra, N. K. (Ed.). (2004). *Review of marketing research*. ME Sharpe.
- Marquis, C., & Lee, M. (2013). Who is governing whom? Executives, governance, and the structure of generosity in large US firms. *Strategic Management Journal*, 34(4), 483–497.
- Matten, D., Crane, A., & Chapple, W. (2003). Behind the mask: Revealing the true face of corporate citizenship. *Journal of business ethics*, 45(1), 109-120.
- McCusker, K. & Gunaydin, S. (2014). Research Using Qualitative, Quantitative or Mixed Methods and Choice Based on the Research, Perfusion.
- McKinsey & Company, J. (2002). Global investor opinion survey: Key findings.

- McWilliams, A., & Siegel, D., (2000) Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strat. Manag. J.* 21, 603–609.
- Merendino, A., & Melville, R. (2019). The CA of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of management & governance*, 16(3), 477-509.
- Moliner-Tena, M. A., Monferrer-Tirado, D., & Estrada-Guillén, M. (2019). Customer engagement, non-transactional behaviors and experience in services: A study in the bank sector. *International Journal of Bank Marketing*.
- Moser, E. M., da Gama Silva, P. V. J., & de Oliveira, F. N. (2017). Dualidade de CEO em Empresas Brasileiras. In *VIII Congresso Nacional de Administração e Contabilidade-AdCont 2017*.
- Mustafa, S., Berisha, H., & Llaci, S. (2018). The impact of corporate governance on company performance: a study among medium and large enterprises in Kosovo. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 9(6), 207.
- Neves, J. M. S. D. S. (2013). *A composição do Conselho de Administração e o desempenho no sector dos seguros: o caso Português* (Doctoral dissertation, Instituto Superior de Economia e Gestão).
- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate governance: An international review*, 15(4), 585-608.
- O’ Reilly, C., & Main, B., 2012, “Women in the CAroom: Symbols or Substance?”, Stanford Graduate School of Business Research Paper n.º 2098, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, (Working Paper n.º 117).
- OCDE (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das sociedades, disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>
- OCDE. (2016). Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-p>

Orlitzky, M. (2011). Institutional logics in the study of organizations: The social construction of the relationship between corporate social and financial performance. *Business Ethics Quarterly*, 21(3), pp. 409–444.

Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441.

Page, J. P. (2005) Corporate Governance and Value Creation. University of Sherbrooke, Research Foundation of CFA Institute. Parsa, S., Kouhy, R. and Tzovas, C. (2007) Governance and social information disclosure – Evidence from the UK, *International Journal of Business Governance and Ethics*, 3: 205–22.

Pan, Y., Weng, R., Xu, N., & Chan, K. C. (2018). The role of corporate philanthropy in family firm succession: A social outreach perspective. *Journal of Banking & Finance*, 88, 423–441.

Park, Y.W. and Shin, H.H. (2004), “Board composition and earnings management in Canada”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10 No. 3, pp. 431-457.

Peni, E., & Vähämaa, S. (2010). Female executives and earnings management. *Managerial finance*.

Phillips, S., Thai, V. V., & Halim, Z. (2019). Airline value chain capabilities and CSR performance: the connection between CSR leadership and CSR culture with CSR performance, customer satisfaction and financial performance. *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 35(1), 30-40.

Porter, M., & Kramer, M. (2006). Estrategia y sociedad. *Harvard business review*, 84(12), 42-56.

Post, C., Rahman, N., & Rubow, E. (2011). Green governance: CAs of directors' composition and environmental corporate social responsibility. *Business & society*, 50(1), 189-223.

Prondetchi, Emilia (2020). "Corporate governance and financial performance". Dissertação de Mestrado. Universidade de Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão.

- Rahman, J. M., & Yilun, L. (2021). Firm size, firm age, and firm profitability: evidence from China. *Journal of Accounting, Business and Management*, 28(1), 101-115.
- Rahman, M. M., Meah, M. R., & Chaudhory, N. U. (2019). The impact of audit characteristics on firm performance: an empirical study from an emerging economy. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(1), 59-69.
- Rahman, S. (2011). Evaluation of definitions: ten dimensions of Corporate Social Responsibility. *World review business research*, 1(1), 166-176.
- Ramdani, D., & Witteloostuijn, A. (2010). CA Independence, CEO Duality and Firm Performance: A Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand. *British Journal of Management* 21(3), 607-627.
- Ramos, M. (2013). Métodos Quantitativos e Pesquisa em Ciências Sociais: Lógica e Utilidade do uso da Quantificação nas Explicações dos Fenómenos Sociais, *Mediações* 18 (1), 55-65.
- Rao, K., & Tilt, C. (2015, November). CA Diversity and CSR Reporting: Australian Evidence. In *A-CSEAR 2015-Proceedings of the 14th Australasian Centre on Social and Environmental Accounting Research Conference: A-CSEAR* (p. 116).
- Rashid, A. (2018). CA independence and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*, 4(1), 34-49.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
- Reimão, C. (2011). A presença da ética nas empresas. *Lusíada. Economia & Empresa* 12, 85- 94.
- Rexhepi, G., Kurtishi, S., & Bexheti, G. (2013). Corporate social responsibility (CSR) and innovation—the drivers of business growth?. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 75, 532-541.
- Rodrigues, D. R. (2021). O Impacto das Medidas de Corporate Governance na Remuneração dos Auditores-Caso Português.

Rosenberg, M. (2003). Corporate governance mechanisms and firm performance: evidence from Finland. Swedish School of Economics and Business Administration, Working Papers –497.

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

Ruigrok, W., Peck, S., Tacheva, S., Greve, P., & Hu, Y. (2006). The determinants and effects of CA nomination committees. *Journal of Management & Governance*, 10(2), 119-148.

Sánchez Mier, M. (2011). Endeudamiento y ciclo politico-presupuestario: aplicación a los municipios asturianos. *Presupuesto y Gasto Público*, 65, 75-96.

Sanda, A., Mikailu, A. S., & Garba, T. (2005). Corporate governance mechanisms and firm financial performance in Nigeria.

Sanders, W. G., & Boivie, S. (2004). Sorting things out: Valuation of new firms in uncertain markets. *Strategic Management Journal*, 25(2), 167-186.

Santos, A. V. R. (2021). *A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility no desempenho das empresas: uma análise ibérica* (Doctoral dissertation).

Schreck, P., Van Aaken, D., & Donaldson, T. (2013). Positive economics and the normativistic fallacy: Bridging the two sides of CSR. *Business Ethics Quarterly*, 23(2), 297-329.

Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. (2003). Corporate social responsibility: A three-domain approach. *Business ethics quarterly*, 13(4), 503-530.

Segal, T. R. O. Y. (2020). Evaluating the CA of directors.

Silva, P. C. D. (2019). *As políticas de responsabilidade social das empresas na promoção dos direitos humanos: a construção de um quadro jurídico internacional vinculativo como condição sine qua non para a reconciliação entre os interesses empresariais e a sociedade civil* (Dissertação de Doutoramento).

Sorensen, D. P., & Miller, S. E. (2017). Financial accounting scandals and the reform of corporate governance in the United States and in Italy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.

Tenório, O. F. G. (2015). *Responsabilidade social empresarial: teoria e prática*, 2a Ed. Rio de Janeiro: Editora FGV.

Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of CA diversity. *Journal of Management and Governance*, 20(3), 447–483.

The World Business Council for Sustainable Development. (2012). The business case for sustainable development: Making a difference (p. 6).

Thiry-Cherques, H. R. (2003). Responsabilidade moral e identidade empresarial. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(SPE), 31-50.

Toms, S. (2019). Financial scandals: a historical overview. *Accounting and Business Research*, 49(5), 477-499.

Tong, S., & Junarsin, E. (2013). Do Private Firms Outperform Soe Firms After Going Public In China Given Their Different Governance Characteristics? *Gadjah Mada International Journal Of Business*, 15(2).

Tsoutsoura, M. (2004). Corporate social responsibility and financial performance.

Verma, D. P., & Kumar, R. (2012). Relationship between corporate social responsibility and corporate governance. *Journal of Business and Management*, 3, 24-26.

Wang, H., & Qian, C. (2011). Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access. *Academy of Management Journal*, 54(6), 1159–1181.

Webb, E. (2004). An examination of socially responsible firms' CA structure. *Journal of management and governance*, 8(3), 255-277.

Wieczorek-Szymańska, A. (2020). Gender diversity in academic sector—Case study. *Administrative Sciences*, 10(3), 41.

Wilson, J. (2014). *Essentials of Business Research: A Guide to Doing Your Research Project* (2nd ed.). London: Sage.

Wooldridge, J.M., (2012). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. 5.a Edição, South-Western.

Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data. *The Journal of Risk Finance*.

Zhou, H., Owusu-Ansah, S., & Maggina, A. (2018). CA of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 20-36.

8. Anexos

Anexo 1 – Sumário do modelo 1 da Análise de Robustez

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa
1	0,400	0,160	0,155	0,818

Anexo 2 – Estatísticas descritivas do modelo 1 da Análise de Robustez

Variável	Média	Desvio-Padrão
ROA	0,029	0,889
DIM	3,61	1,28
DEBT	0,38	0,55
BIG_4	0,30	0,46
DON	620,37	12 087,71
DICA	8,16	8,97
GEN	0,67	0,47
ADMD	0,80	0,33

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. Variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN *Dummy* assume o valor 1 se existem mulheres no CA e 0, caso contrário; ADMD Percentagem de administradores independentes no CA.

Anexo 3 – Resultados do modelo 1 da Análise de Robustez

Modelo 1	Sinal Esperado	(1) Coeficientes não Padronizados					(2) Coeficientes Padronizados	
		B	Erro Padrão	Beta	t	Sig		
Constante		0,043	0,009		4,788	<0,001		
DIM	+/-	0,014	0,002	0,194	6,680	<0,001		
DEBT	+/-	-0,054	0,005	-0,336	-11,997	<0,001		
BIG_4	+/-	-0,014	0,006	-0,071	-2,357	0,019		
DON	+/-	0,003	0,000	0,038	1,340	0,180		
DICA	+/-	-0,002	0,000	-0,175	-5,307	<0,001		
GEN	+/-	0,008	0,006	0,042	1,415	0,157		
ADMD	+/-	-0,036	0,008	-0,133	-4,545	<0,001		

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário; DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON *Dummy* assume o valor 1 se a empresa realiza doações de cariz social e 0, caso contrário; DICA número de administradores presentes no CA; GEN

Dummy assume o valor 1 se existem mulheres no *CA* e 0, caso contrário; ADMD Percentagem de administradores independentes no *CA*.

Anexo 4 – Sumário do modelo 2 da Análise de Robustez

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa
2	0,402	0,162	0,157	0,817

Anexo 5 – Estatísticas descritivas do modelo 2 da Análise de Robustez

Variável	Média	Desvio-Padrão
ROA	0,029	0,889
DIM	3,61	1,28
DEBT	0,38	0,55
BIG_4	0,30	0,46
DON	0,01	0,115
DICA	8,16	8,97
GEN	0,23	0,23
ADMD	0,80	0,33

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário; DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON *Dummy* assume o valor 1 se a empresa realiza doações de cariz social e 0, caso contrário; DICA número de administradores presentes no *CA*; GEN percentagem de mulheres no *CA* e 0, caso contrário; ADMD Percentagem de administradores independentes no *CA*.

Anexo 6 – Resultados do modelo 2 da Análise de Robustez

Modelo 2	Sinal Esperado	(1) Coeficientes não Padronizados		(2) Coeficientes Padronizados		
		B	Erro Padrão	Beta	t	Sig
Constante		0,043	0,009		4,721	<0,001
DIM	+/-	0,014	0,002	0,201	6,928	<0,001
DEBT	+/-	-0,055	0,005	-0,340	-12,125	<0,001
BIG_4	+/-	-0,014	0,006	-0,071	-2,331	0,020

DON	+/-	0,0049	0,002	0,063	2,237	0,025
DICA	+/-	-0,001	0,000	-0,144	-4,399	<0,001
GEN	+/-	0,008	0,010	0,021	0,767	0,443
ADMD	+/-	-0,001	0,000	-0,135	-4,669	<0,001

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário; DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON *Dummy* assume o valor 1 se a empresa realiza doações de cariz social e 0, caso contrário; DICA número de administradores presentes no CA; GEN percentagem de mulheres no CA; ADMD Percentagem de administradores independentes no CA.

Anexo 7 – Sumário do modelo 3 da Análise de Robustez

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa
3	0,388	0,150	0,145	0,822

Anexo 8 – Estatísticas descritivas do modelo 3 da Análise de Robustez

Variável	Média	Desvio-Padrão
ROA	0,029	0,889
DIM	3,61	1,28
DEBT	0,38	0,55
BIG_4	0,30	0,46
DON	620,37	12 087,71
DICA	8,16	8,97
GEN	0,23	0,23
ADMD	0,89	0,309

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. Variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN percentagem de mulheres no CA; ADMD *Dummy* assume o valor 1 se o CA tiver administradores independentes.

Anexo 9 – Resultados do modelo 3 da Análise de Robustez

Modelo 3	Sinal Esperado	(1) Coeficientes não Padronizados	(2) Coeficientes Padronizados
----------	----------------	-----------------------------------	-------------------------------

		B	Erro Padrão	Beta	t	Sig
Constante		0,037	0,010		3,799	<0,001
DIM	+/-	0,014	0,002	0,196	6,702	<0,001
DEBT	+/-	-0,055	0,005	-0,337	-11,957	<0,001
BIG_4	+/-	-0,017	0,006	-0,088	-2,925	0,004
DON	+/-	0,003	0,000	0,042	1,497	0,135
DICA	+/-	-0,002	0,000	-0,195	-5,976	<0,001
GEN	+/-	0,010	0,011	0,026	0,944	0,345
ADMD	+/-	-0,021	0,008	-0,171	-2,546	<0,001

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. Variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN percentagem de mulheres no CA; ADMD *Dummy* assume o valor 1 se o CA tiver administradores independentes.

Anexo 10 – Sumário do modelo 4 da Análise de Robustez

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa
4	0,401	0,161	0,151	0,095

Anexo 11 – Estatísticas descritivas do modelo 4 da Análise de Robustez

Variável	Média	Desvio-Padrão
ROA	0,03	0,10
DIM	3,73	1,25
DEBT	0,32	0,57
BIG_4	0,39	0,49
DON	1 194,11	17 061,62
DICA	7,67	8,59
GEN	0,23	0,22
ADMD	0,87	0,28

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. Variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN Percentagem de mulheres no CA e 0, caso contrário; ADMD Percentagem de administradores independentes no CA.

Anexo 12 – Resultados do modelo 4 da Análise de Robustez

Modelo 4	Sinal Esperado	(1) Coeficientes não Padronizados		(2) Coeficientes Padronizados		
		B	Erro Padrão	Beta	t	Sig
Constante		0,039	0,017		2,227	0,026
DIM	+/-	0,019	0,003	0,231	5,573	<0,001
DEBT	+/-	-0,058	0,007	-0,320	-8,174	<0,001
BIG_4	+/-	-0,019	0,009	-0,090	-2,159	0,031
DON	+/-	0,002	0,000	0,037	0,873	0,383
DICA	+/-	-0,002	0,001	-0,158	-3,298	0,001
GEN	+/-	0,002	0,018	0,005	0,127	0,899
ADMD	+/-	-0,044	0,015	-0,118	-3,946	<0,001

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. Variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN Percentagem de mulheres no CA e 0, caso contrário; ADMD Percentagem de administradores independentes no CA.

Anexo 13 – Sumário do modelo 5 da Análise de Robustez

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa
4	0,364	0,133	0,126	0,081

Anexo 14 – Estatísticas descritivas do modelo 5 da Análise de Robustez

Variável	Média	Desvio-Padrão
ROA	0,025	0,087
DIM	3,44	1,39
DEBT	0,33	0,58
BIG_4	0,33	0,47
DON	781,78	13 931,49
DICA	8,80	9,203
GEN	0,23	0,22
ADMD	0,83	0,30

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. Variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN Percentagem de mulheres no CA e 0, caso contrário; ADMD Percentagem de administradores independentes no CA.

Anexo 15 – Resultados do modelo 5 da Análise de Robustez

Modelo 4	Sinal Esperado	(1) Coeficientes não Padronizados					(2) Coeficientes Padronizados				
		B	Erro Padrão	Beta	t	Sig					
Constante		0,043	0,010		4,216	<0,001					
DIM	+/-	0,011	0,002	0,183	5,275	<0,001					
DEBT	+/-	-0,045	0,005	-0,303	-9,138	<0,001					
BIG_4	+/-	-0,011	0,007	-0,058	-1,641	0,101					
DON	+/-	0,002	0,000	0,040	1,210	0,227					
DICA	+/-	-0,002	0,000	-0,170	-4,391	<0,001					
GEN	+/-	0,010	0,012	0,025	0,799	0,424					
ADMD	+/-	-0,032	0,010	-0,058	-3,268	0,001					

Variáveis: ROA Rácio entre resultados líquidos e o ativo total; DIM Logaritmo natural do total dos ativos; DEBT rácio entre o passivo total e o ativo total; BIG_4 *Dummy* assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma BIG_4 e 0, caso contrário. Variável DEBT através do rácio entre o passivo total e o ativo total; DON valor monetário que as empresas cedem para doações de carácter social; DICA número de administradores presentes no CA; GEN Percentagem de mulheres no CA e 0, caso contrário; ADMD Percentagem de administradores independentes no CA.