

iscte

INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

IMPACTO DAS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA DIVULGAÇÃO DA RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA

Margarida Grave de Almeida

Mestrado em Gestão de Empresas

Orientadora:

Doutora Inna Choban de Sousa Paiva, Professora Auxiliar, ISCTE Business School

Abril 2021



**BUSINESS
SCHOOL**

Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

**IMPACTO DAS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA DIVULGAÇÃO DA
RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA**

Margarida Grave de Almeida

Mestrado em Gestão de Empresas

Orientadora:

Doutora Inna Choban de Sousa Paiva, Professora Auxiliar, ISCTE Business School

Abril 2021

Agradecimentos

Quero agradecer a todas as pessoas que me acompanharam ao longo deste percurso, e que contribuíram para a finalização deste objetivo.

Obrigada à Professora Inna Paiva pela sua disponibilidade, conhecimento, exigência, profissionalismo e constante entusiasmo.

Obrigada ao Professor Dias Curto por estar sempre pronto a ajudar em Estatística.

Obrigada à família e amigos pelo apoio constante.

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo analisar o impacto das características do Conselho de Administração ao nível da divulgação da responsabilidade social corporativa, baseando-se numa amostra de 383 empresas britânicas cotadas na *London Stock Exchange*, entre 2014 e 2018. É utilizado o modelo *random effects*, com a variável dependente *Environmental, Social e Governance (ESG) score* de divulgação da responsabilidade social corporativa. As variáveis independentes são potenciais características do Conselho de Administração, determinantes para a *performance* da divulgação da responsabilidade social corporativa. Os resultados encontrados fornecem evidências empíricas de um impacto positivo na divulgação da responsabilidade social corporativa das seguintes características do Conselho de Administração: competências específicas, divulgação da experiência profissional, presenças dos membros nas reuniões, proporção de membros não-executivos, o CEO ser membro do Conselho de Administração, diversidade de género, e independência do comité de auditoria. Os resultados sugerem também que existem diferenças nas características do Conselho de Administração que têm influência sobre os diferentes pilares ambiental, social e *governance*, da divulgação não financeira individualmente. Foi demonstrado que empresas com melhor *performance* de divulgação da responsabilidade social corporativa são mais influenciadas pela presença de membros não-executivos no Conselho de Administração. Empresas com mais experiência são mais influenciadas pela presença de membros não-executivos no Conselho de Administração, por competências específicas dos membros do conselho e pela diversidade de género no mesmo. Conclui-se que os resultados deste estudo, vão de encontro às teorias que dão base e suporte à compreensão e explicação do comportamento da divulgação da responsabilidade social corporativa.

Palavras-chave: Divulgação Voluntária; Conselho de Administração; Responsabilidade Social Corporativa; ESG Score.

JEL Classification System:

G34: Fusões, Aquisições, Restruturações, Governo das Sociedades

M14: Cultura Corporativa; Diversidade; Responsabilidade Social

Abstract

This study analyses the impact of board characteristics on corporate social responsibility disclosure, using a sample of 383 British companies listed on the London Stock Exchange between 2014 and 2018. A random effects model analysis is performed with the Environmental, Social e Governance (ESG) score of corporate social responsibility disclosure, as a dependent variable. The independent variables are potential board characteristics determinants for corporate social responsibility disclosure performance. The board of director's characteristics that provide an empirical evidence of a positive impact on corporate social responsibility disclosure are: specific skills, professional experience disclosure, presence in board meetings, proportion of non-executive members, CEO as a member of the board, gender diversity, audit committee independence. Results also suggest that there are differences in board of director's characteristics that influence the environmental, social and governance pillars individually of non-financial disclosure. It was demonstrated that the companies with the best performance in disclosing corporate social responsibility are also the ones which are the most influenced by the presence of non-executive members of the board. Experienced companies are the most influenced by the presence of non-executive members of the board, members specific skills and gender diversity. The study findings are in line with the theories that provide a basis for the understanding and explanation of the behavior of corporate social responsibility disclosure.

Keywords: Voluntary Disclosure; Board of Directors; Corporate Social Responsibility; ESG Score.

JEL Classification System:

G34: Mergers; Acquisitions; Restructuring; Corporate Governance

M14: Corporate Culture; Diversity; Social Responsibility

Índice

1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura e Hipóteses.....	5
2.1. Conselho de Administração e teorias.....	5
2.2. Responsabilidade Social Corporativa e a sua divulgação.....	6
2.3. Contexto do Reino Unido	9
2.4. Conselho de Administração e a divulgação da Responsabilidade Social Corporativa	10
2.4.1. Dimensão.....	12
2.4.2. Competências específicas	12
2.4.3. Divulgação da experiência profissional.....	13
2.4.4. Nível de atividade.....	14
2.4.5. Membros Não-Executivos	15
2.4.6. Nível de envolvimento do CEO.....	17
2.4.7. Diversidade de género	18
2.4.8. Comité de Auditoria	19
3. Metodologia	21
3.1. Base de dados e amostra	21
3.2. Variável Dependente.....	22
3.3. Variáveis Independentes.....	24
3.4. Variáveis de Controlo	25
3.5. Modelo Empírico	26
4. Resultados	29
4.1. Estatísticas Descritivas	29
4.2. Resultados das regressões	33
4.3. Testes de Robustez.....	42
5. Discussão e Conclusão.....	43
6. Fontes.....	47
7. Referências Bibliográficas	49
8. Anexos	55
Anexo A – Categorias dos <i>scores</i> e definições	55
Anexo B - Cálculo do ESG <i>Score</i> pela <i>Refinitiv</i>	56
Anexo C - Matriz de correlações das variáveis do modelo	57
Anexo D – Estatísticas de colinearidade do modelo	58

Índice de Tabelas

Tabela 2.1 - Resumo dos estudos das características do CA e ESG Score.....	11
Tabela 3.1 – Distribuição das observações por setor de atividade.....	22
Tabela 3.2 – Variáveis dependentes e método de cálculo.....	24
Tabela 3.3 – Variáveis independentes e método de cálculo.....	24
Tabela 3.4 – Variáveis de controlo e método de cálculo	26
Tabela 4.1 – Estatísticas descritivas das variáveis do modelo empírico	29
Tabela 4.2 – Descrição variável dependente ESG_DISCLOSURE total anual.....	30
Tabela 4.3 – Resultados da regressão <i>random effects</i> (score total, e score individual E, S e G)	34
Tabela 4.4 – Validação das hipóteses.....	37
Tabela 4.5 – Resultados das regressões <i>random effects</i> ESG_DISCLOSURE e FIRM_AGE	39
Tabela 4.6 - Resultados das regressões dos testes de robustez	42

Índice de Gráficos

Gráfico 4.1 – Representação da tendência anual da média do ESG Score total 2014-2018.....	30
---	----

Abreviaturas

RSC - Responsabilidade Social Corporativa

CA - Conselho de Administração

CEO - *Chief Executive Officer*

ESG - *Environmental, Social and Governance*

GRI - *Global Reporting Initiative*

OECD - *Organization for Economic Co-operation and Development*

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

ISO - *International Organization for Standardization*

ICAEW - *Institute of Chartered Accountants in England and Wales*

FRC - *Financial Reporting Council*

EU - *European Union*

UK – *United Kingdom*

CA - *Companies Act*

CCA - *Climate Change Act*

SIC - *Standard industrial classification*

1. Introdução

Este estudo é baseado em duas observações fundamentais. Em primeiro lugar, a importância da existência de um governo de sociedades e da sua incorporação na estratégia das empresas, que tem vindo a crescer nos últimos anos devido aos escândalos empresariais e ao consequente crescimento da importância da imagem e reputação das mesmas junto dos seus *stakeholders* (Brammer et al., 2007). Em segundo lugar, as partes interessadas, especialmente acionistas e mercados de ações, exigem maior transparência corporativa em relação à divulgação ESG (Haque, 2017).

Consequentemente, em 2001 (European Commission, 2001), a Comissão Europeia expressou-se sobre a responsabilidade social corporativa (RSC), "por meio da qual as empresas integram preocupações sociais e ambientais nas suas operações comerciais, e na sua interação com as partes interessadas de forma voluntária". Essa visão cria novas responsabilidades para os conselhos e diretores individualmente, tanto em termos de atividades corporativas quanto de responsabilidade, o que levanta a questão de uma possível ligação entre as características do Conselho de Administração (CA) e a divulgação ESG de uma empresa.

Organizações internacionais (OECD, 2004; OECD, 2010) e investidores institucionais afirmaram, principalmente após a crise financeira global, que as empresas deveriam incorporar responsabilidades sociais e ambientais nos seus principais processos de tomada de decisão. Também foi sugerido que as empresas fornecessem uma direção estratégica bem informada, o que seria crucial para o seu desempenho financeiro de longo prazo, e para o desenvolvimento de novas oportunidades de negócios.

Adicionalmente desde 2019, a IFRS (International Financial Reporting Standards) Foundation está a desenvolver o projeto "*IFRS Foundation Consultation Paper on Sustainability Reporting*" de uniformização da divulgação da informação não financeira emitida pelas empresas. A mudança ocorre num momento em que cinco organizações de sustentabilidade - o *Sustainability Accounting Standards Board*, a *Global Reporting Initiative* (GRI), o *International Integrated Reporting Council*, o *Carbon Disclosure Project* e o *Carbon Disclosure Standards Board* - anunciaram um plano para trabalhar em conjunto com o objetivo de desenvolver um sistema de relatórios uniformizado e comum (IFRS Foundation, 2020).

Ao longo da última década, os estudos desenvolvidos na área de RSC investigaram possíveis fatores determinantes para a divulgação de informação não-financeira. Focaram-se em características corporativas como o tamanho da empresa, tipo de indústria (Bonsón & Bednárová, 2015; Wanderley et al., 2008; Young & Marais, 2012), e desempenho financeiro, ou em fatores externos como o país de origem e o contexto sócio-político e cultural (Jensen & Berg, 2012; Young & Marais, 2012). Segundo

Galbreath (2013), a literatura sobre estudos de ESG é limitada, pois grande parte da pesquisa tenta comprovar relações entre ESG e o desempenho financeiro da empresa.

Apesar da importância do papel do governo de sociedades na RSC, pouco se sabe sobre as características do CA que podem influenciar a divulgação de informações não-financeiras (Adams, 2002; Frias-Aceituno et al., 2012; Guerrero-Villegas et al., 2018; Liao et al., 2015; Manita et al., 2018; Michelon & Parbonetti, 2012). Com base em estudos anteriores onde se afirma que as políticas de divulgação advêm do CA (Cerbioni & Parbonetti, 2007; Cheng & Courtenay, 2006; Haniffa & Cooke, 2005), é importante desenvolver que características deste mecanismo interno de *corporate governance* das empresas explicam, ou determinam, a existência de divulgação voluntária destes relatórios. A abordagem de questões ambientais, sociais e de *governance* tornou-se crítica para a estratégia de negócios e para os organismos de regulamentação (Camilleri, 2015). Consequentemente, o estudo do impacto do CA nas divulgações ambientais, sociais e de *governance*, é fundamental para as empresas, tendo impacto para os reguladores e para os académicos (Giannarakis, 2014).

A presente dissertação tem como objetivo analisar o impacto das características do CA ao nível da divulgação da responsabilidade social corporativa, tendo por referência empresas britânicas cotadas na *London Stock Exchange* entre 2014 e 2018. Visa assim, contribuir para a literatura existente em divulgação de RSC (Giannarakis, 2014; Giannarakis, 2014a; Guerrero-Villegas et al., 2018; Lagasio & Cucari, 2018; Michelon & Parbonetti, 2012; Stacchezzinni et al., 2016), assim como para a que tem por base esta análise em empresas do Reino Unido (Frias-Aceituno et al., 2012; Haque, 2017; Helfaya & Moussa, 2017; Michelon et al., 2015; Shaukat et al., 2016), aumentando o conhecimento em relação a características de *corporate governance* e a divulgação de RSC.

O Reino Unido fornece um cenário ideal para analisar a RSC e as características do CA. É um país com uma vasta tradição de *Corporate Governance* (FRC, 2018; ICAEW, 2021) e tem diversas diretivas e regulamentações na divulgação da RSC, como a *UK Companies Act 2006* (CA, 2006) e a *Climate Change Act 2008* (CCA, 2008). Foi o primeiro país a desenvolver um código de *corporate governance* e o primeiro a ter um Ministro de RSC no departamento da Indústria e do Comércio (Wanderley et al., 2008). As diferentes características do CA da maioria das empresas do Reino Unido, marcam a diferenciação entre o Reino Unido e os Estados Unidos, e entre o Reino Unido e o resto da Europa. Segundo a KPMG (2017) está no *top* dos *rankings* da divulgação de relatórios de RSC, e criou o compromisso de reduzir as suas emissões de carbono em 50% dos níveis de 1990 até 2025 (Camilleri, 2015).

Foi utilizado o modelo *random effects*, para os dados constituídos em painel, com a variável dependente *score* de divulgação da RSC (*ESG score*) atribuído pela *Refinitiv* (Refinitiv, 2020). As variáveis independentes são potenciais características do CA, determinantes para a *performance* da divulgação da RSC.

Os resultados encontrados fornecem evidências empíricas em que a maioria das características analisadas têm um impacto positivo sobre o *score* da divulgação. As características que têm maior impacto são a proporção de membros não-executivos no CA, independência do comitê de auditoria, competências específicas e a diversidade de gênero no CA, sendo este positivo. Ao contrário do esperado, o grau de envolvimento do *Chief Executive Officer* (CEO) no CA tem um impacto positivo na transparência da empresa. Os resultados sugerem também que existem diferenças nas características do CA que têm influência sobre os diferentes pilares ambiental, social e *governance* da divulgação não financeira individualmente.

O estudo demonstra também, que empresas com melhor *performance* de divulgação da RSC são mais influenciadas pela presença de membros não-executivos no CA. Outro dos resultados foi que empresas com mais experiência, são mais influenciadas pela presença de membros não executivos no CA, por competências específicas dos membros do conselho, e pela diversidade de gênero no mesmo.

Este estudo contribui para a literatura sobre a divulgação da RSC por várias razões, sendo que as conclusões obtidas são relevantes para a comunidade científica. Incorpora um período de cinco anos, mais recente e amplo que a maioria dos estudos citados, englobando empresas do Reino Unido, que é um país com uma forte tradição em matérias de *corporate governance*. Utiliza o *score* da divulgação ambiental, social e de *governance* (ESG *Score*), amplamente aceite e internacionalmente reconhecido pela maioria dos *stakeholders* em questões de investimento e de *performance* das empresas em RSC, não existindo ainda muitos estudos utilizando esta variável dependente.

O presente trabalho é apresentado com a seguinte ordem de estrutura: ponto 2. trata a revisão de literatura que incide sobre as temáticas de CA e teorias, RSC e a sua divulgação, contexto do Reino Unido, características do CA e a divulgação da RSC. No ponto 3. é descrita a metodologia, no ponto 4. são apresentados os resultados, e no ponto 5. as respetivas discussões e conclusões.

2. Revisão de Literatura e Hipóteses

2.1. Conselho de Administração e teorias

A OECD, existente desde 1961, da qual fazem parte desde o início Portugal e o Reino Unido, afirma que o sistema de *Corporate Governance* ou governo de sociedades de uma empresa, é um sistema de relações entre os órgãos de gestão, o CA, os acionistas e os restantes *stakeholders*. Para esta relação ser eficaz, será necessário que o governo das sociedades seja responsável pelo estabelecimento dos objectivos das empresas assim como os meios necessários para os alcançar (OECD, 2015).

Corporate Governance é definido como o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas (Cadbury, 2000). Representa a forma como os órgãos administrativos operam e estabelecem os valores organizacionais, tendo como objetivo uma gestão eficaz, empreendedora e prudente, tendo em vista a criação de valor a longo prazo respeitando simultaneamente as expectativas dos restantes *stakeholders*.

Os mecanismos de governo de sociedades podem ser caracterizados como sendo internos ou externos à empresa. Os mecanismos internos primários são o CA e a estrutura acionista da empresa. Os mecanismos externos primários são o mercado de capitais e o sistema legal. A conjugação destes mecanismos leva à existência de um governo de sociedades eficaz (Denis & McConnell, 2003; García-Castro et al., 2013), e o equilíbrio entre os mesmos tem o objetivo de criar valor e contribuir para a sustentabilidade das empresas. Garantem que todas as partes envolvidas atuam de acordo com os interesses dos acionistas (Shaukat et al, 2016), contribuindo para uma correta, credível e adequada divulgação de resultados (Helfaya & Moussa, 2017).

O CA é um mecanismo interno fundamental do governo de sociedades, sendo o elo de ligação entre gestores, acionistas e *stakeholders*, representando os interesses dos acionistas. Assegura que os gestores defendem os interesses dos *shareholders*, para além de supervisionar e disciplinar as equipas de gestores (Denis & McConnell, 2003). O papel do CA é monitorizar toda a estratégia e os seus gestores (Denis & McConnell, 2003). A sua eficiência passa por bons processos de controlo e monitorização dos gestores (Frias-Aceituno et al., 2012). Segundo os princípios de *Corporate Governance* da OECD, a estrutura de governo de sociedades deve garantir a orientação estratégica da empresa, a supervisão dos gestores pelo CA, e a responsabilidade ética e legal do CA perante a empresa e os seus acionistas (OECD, 2015).

A teoria dos *stakeholders* e a teoria da agência são as mais utilizadas no contexto de governo das sociedades. A teoria dos *stakeholders*, verifica que existem diversos *stakeholders* interessados nas práticas de responsabilidade social das empresas, para além dos acionistas e dos credores. Assim, os efeitos ambientais e sociais que advêm das ações económicas das empresas são comunicados a estes

grupos através do relatório de RSC, fazendo com que os *stakeholders* sejam “participativos” na gestão destas questões (Frias-Aceituno et al., 2012). O CA, assim como a sua estrutura, têm um papel importante na existência de boas práticas de RSC, assim como nos processos que levam à sua transparência e qualidade da divulgação, revelando ser um ponto-chave na implementação de estratégias de compromisso e legitimidade com os seus *stakeholders* (Adams 2002; Frias-Aceituno et al., 2012; Michelon e Parbonetti, 2012).

Na teoria da agência, em contexto de governo de sociedades, o grau de poder de um CEO (em termos de estrutura de liderança e nível de diretores independentes), determina o seu nível de envolvimento nas práticas de divulgação de RSC. Esta teoria preconiza que um conselho mais submisso, leva a uma diminuição tanto da transparência como da divulgação de uma organização, resultando em menores esforços estratégicos de RSC, assim como em assimetrias de informação (Guerrero-Villegas et al., 2018).

O aumento do grau de envolvimento do CEO está relacionado com a diminuição da defesa dos interesses dos acionistas e um aumento da defesa de interesses próprios (Tamimi & Sebastianelli, 2017). Ou seja, os membros do CA deixam de ter a função primária de serem um sistema de informação dos acionistas, devido à sua função de monitorização e supervisão da gestão (Fama & Jensen, 1983). Na mesma linha da teoria, os diretores não-executivos são necessários nos conselhos, para monitorizar e controlar as ações dos membros executivos devido ao seu comportamento oportunista (Jensen & Meckling, 1976). Têm um papel de monitorização das ações e desempenho dos gestores, e podem ser considerados especialistas para decisões independentes e não intimidadas pelo CEO (Fama & Jensen, 1983).

2.2. Responsabilidade Social Corporativa e a sua divulgação

O tema surgiu com Howard Bowen em 1953, fundador da responsabilidade social corporativa moderna, quando lançou o livro “*Social Responsibilities of the Businessman*”. Desde então, a RSC tem-se tornado uma decisão estratégica crucial (Sharma & Khanna, 2014), devido à importância que hoje em dia se dá às questões ambientais, sociais e económicas, principalmente por parte da sociedade e entre os *stakeholders*. A adoção da respetiva estratégia foi fruto de reações das empresas às questões morais, de reputação, de licença para atuar e de sustentabilidade, cujo objetivo é alcançar a vantagem competitiva (Porter & Kramer, 2006). É uma resposta às circunstâncias da globalização, nas quais se espera que o capitalismo desempenhe um papel social e de melhoria, e não apenas focado em obter lucro.

Atualmente, a RSC é descrita como a responsabilidade das empresas pelos seus impactos na sociedade (Camilleri, 2015). É um conjunto de práticas de gestão que assegura que a organização

maximiza os impactos positivos das suas operações na sociedade, e em que esta, atende e até excede as expectativas legais, éticas, comerciais e públicas, que a sociedade tem das empresas (Business for Social Responsibility, 2001 in Jamali & Mirshak, 2007). Estas práticas estão relacionadas com questões de direitos do trabalhador, ética das organizações, comunitárias, ambientais, de atitude/comportamento nos negócios, questões financeiras e de governo de sociedades (Young & Marais, 2012).

Como indicado pelos princípios de *Corporate Governance* da OECD, as empresas devem ser transparentes nas suas práticas (OECD, 2015). Como tal, a estrutura de governo de sociedades deve garantir a realização de divulgações oportunas e precisas sobre todos os assuntos materiais relacionados com a empresa, incluindo a situação financeira, a sua *performance*, os seus acionistas e o CA (OECD, 2015).

Nos locais onde a divulgação não-financeira não é obrigatória, como em alguns países europeus (Camilleri, 2015), a maioria das empresas divulga voluntariamente informações de RSC em troca de benefícios corporativos. Esses benefícios englobam uma melhor imagem corporativa, um melhor relacionamento com os *stakeholders*, um melhor recrutamento e retenção de colaboradores, uma melhoria nas tomadas de decisão internas e na redução de custos, e um aumento do retorno financeiro (Manita et al., 2018). A decisão de divulgar informações adicionais é tipicamente tomada em termos da relação custo-benefício (Camilleri, 2015). É também influenciada pela Sociedade, Indústria, e por fatores inerentes à própria empresa, como a sua cultura e pelo seu impacto no meio ambiente (Lee & Hutchison, 2005).

Com esse intuito, é elaborado um relatório de RSC (integrado no relatório anual ou isoladamente em relatórios específicos), normalmente disponível no *website* corporativo, cujo objetivo é criar transparência sobre o compromisso de sustentabilidade das empresas, desde que sejam elaborados com integridade, comparabilidade, confiabilidade e utilidade. Nestes relatórios, encontram-se reportadas as ações e comportamentos adotados pela empresa para melhorar a sua eficiência e eficácia ambiental, social e económica (Daub, 2007), assim como a sua *performance* nestas questões. Sugere-se que sejam divulgados os principais indicadores de sustentabilidade, incluindo os seus *drivers* de desempenho que têm maior influência na conquista dos principais objetivos estratégicos (Figge et al., 2002), assim como as ações desenvolvidas para alcançá-los (IIRC, 2013).

Segundo o estudo da KPMG (2017), 93% das 250 maiores empresas mundiais divulgam anualmente informação de RSC. Em termos de taxas nacionais de divulgação deste relatório, o Reino Unido, a par do Japão e da Índia, foram os três países com a maior taxa a nível mundial, sendo esta de 99%. Entre 2015 e 2017, o Reino Unido subiu de 98% para 99% das empresas que elaboram estes relatórios. Foi o país europeu com a taxa mais elevada. O Reino Unido, assim como a Índia e o Japão, possuem regulamentações tanto voluntárias como governamentais, para a elaboração dos relatórios.

Apesar das várias iniciativas a nível global, como o *UN Global Principles*, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, GRI ou as normas ISO 26000 (Noronha et al., 2012), existe uma grande lacuna na uniformização na elaboração dos relatórios não-financeiros. Este problema está relacionado com a quantificação dos dados, uniformização dos dados qualitativos, comparabilidade de resultados, e uniformização dos princípios na elaboração dos relatórios (Michalczuk & Konarzewska, 2019). As empresas têm quase total liberdade em relação à forma como preparam o relatório, e o âmbito das informações que contém, causando dificuldades na avaliação e comparação do nível de responsabilidade social das empresas individualmente.

Em 2017, 89% das 250 maiores empresas mundiais utilizavam algum tipo de orientação ou estrutura na elaboração dos seus relatórios, tendo sido o GRI o mais utilizado, por 75% destas empresas. Outras 12% estavam a utilizar *stock exchange guidelines* (KPMG, 2017). A auditoria externa dos dados de RSC era uma prática padrão nas 250 maiores empresas mundiais, tendo sido praticada por 67% das mesmas (KPMG, 2017).

Existe também uma tendência para a atribuição de *scores* à divulgação da RSC das empresas, para estes serem melhor compreendidos e avaliados pelos *stakeholders*. Estes *scores* são atribuídos por consultoras, sendo avaliada a legitimidade das empresas. Aqui, são analisadas e avaliadas as atividades de RSC desenvolvidas pelas organizações, através da avaliação da divulgação da informação de RS (Refinitiv, 2020). Estas atividades são medidas através de métricas ambientais, sociais e de *governance*, como a mensuração das emissões de carbono, dos direitos humanos, ou independência do CA respetivamente (Galbreath, 2013).

As métricas são vistas como essenciais para compreender os objetivos corporativos, a estratégia e a qualidade da gestão das empresas, e tornaram-se indicadores chave de competências de gestão, de gestão de risco e de *performance* não-financeira das mesmas (Boerner, 2011). São reconhecidas e aceites internacionalmente, funcionando como *benchmark* para a sua *performance* nesta área e para melhorias futuras (Tamimi & Sebastianelli, 2017), tanto para decisões de investimento como de colaboração (Rajesh, 2020).

A *performance* ambiental, social e de *governance*, é utilizada como um marcador de avaliação essencial para os investidores, uma vez que é vista como um indicador com “materialidade financeira”. Estes três fatores, são utilizados para avaliar as empresas em termos de sustentabilidade por parte dos investidores e acionistas socialmente conscientes, uma vez que demonstram a maneira como as empresas irão utilizar os fundos de investimento “socialmente responsáveis” (Richardson, 2009).

2.3. Contexto do Reino Unido

O Reino Unido oferece uma oportunidade interessante para investigar a influência do Conselho de Administração na divulgação da RSC. As diferentes características do CA da maioria das empresas do Reino Unido marcam as distinções entre o Reino Unido e os Estados Unidos, e entre o Reino Unido e o resto da Europa. De seguida, demonstram-se as características das empresas do Reino Unido, e comparam-se com as dos Estados Unidos e de outros países europeus: a proteção dos investidores e a forma como o controlo corporativo é exercido são de particular importância.

No trabalho científico relevante de La Porta et al. (1998), o Reino Unido é classificado como um país de origem legal de direito comum. O sistema legal de direito comum é caracterizado principalmente pela separação entre os sistemas executivo e judicial. As leis são desenvolvidas por juizes ao invés de estatutos legislativos. Por outro lado, no sistema legal de direito civil, as leis são escritas em códigos e não determinadas pelos juizes. Essas leis são fundamentalmente desenvolvidas de acordo com as prioridades dos governos.

A proteção legal dos investidores é parte integrante de qualquer sistema jurídico. Por meio de regulamentos e leis, os investidores obtêm certos direitos ou poderes que os protegem contra a expropriação por informação privilegiada. Num país de direito comum como o Reino Unido, as normas de divulgação da informação financeira são tradicionalmente definidas por organizações privadas, e o seu principal objetivo é atender aos objetivos de informação dos investidores (La Porta et al., 1999; La Porta et al., 2006).

No que respeita ao governo de sociedades, o primeiro código foi desenvolvido pelo Reino Unido em 1992, tendo este sido seguido por diversos países no mundo, que desenvolveram os seus próprios códigos. No Reino Unido, o *UK Corporate Governance Code*, foi pioneiramente publicado pelo *Cadbury Committee*. Este relatório abordou diversas questões relevantes para o governo de sociedades, tais como a estrutura dos órgãos de administração, a separação de funções entre o CEO e o presidente do CA (dualidade do CEO), a independência dos membros dos órgãos de administração, entre outros (Cadbury, 2000).

Contrariamente, no sistema unilateral como nos Estados Unidos, o CA é responsável tanto pela administração como pelo controlo da empresa. Normalmente, o CEO também ocupa a posição de presidente do conselho. No sistema unilateral existe uma distinção importante entre diretores internos, diretores externos afiliados, e diretores externos independentes. Consequentemente, os presidentes não executivos são muito mais frequentes no Reino Unido (95% de todas as empresas FTSE 350 em 2004), na Alemanha e na Holanda (100% em ambos os países) (Denis and Sarin, 1999; Tirole, 2006).

Ao longo dos anos, foram emitidas pela União Europeia várias diretivas (2003/51, 2013/34/EU, ou 2013/50/EU), que regulamentam a divulgação não-financeira, e a maioria dos países europeus são seus adotantes (Camilleri, 2015). O Reino Unido é um destes países, tendo algumas diretivas próprias como a *UK Companies Act 2006* (CA, 2006) e a *Climate Change Act* (CCA, 2008), tendo também criado um compromisso de reduzir as suas emissões de carbono em 50% dos níveis, de 1990 até 2025. A maioria dos países da União Europeia adotou uma abordagem de “cumprir ou explicar” (“*comply or explain*”) em vez de oferecer a opção às empresas de não divulgar estes dados (Camilleri, 2015).

Uma estrutura e estratégia eficaz de *Corporate Governance* em RSC tem um impacto relevante na qualidade e divulgação da sustentabilidade ambiental (Helfaya & Moussa, 2017; Kolk, 2008), desempenha um papel importante na garantia da legitimidade e da responsabilidade das empresas em relação aos *stakeholders*, e na divulgação dessas práticas (Helfaya & Moussa, 2017). Assim, as características distintas do contexto do Reino Unido fornecem uma oportunidade única para investigar o efeito do Conselho Administração na divulgação da RSC.

2.4. Conselho de Administração e a divulgação da Responsabilidade Social Corporativa

Estudos prévios revelaram que as políticas de divulgação advêm do CA (Cerbioni & Parbonetti 2007; Cheng & Courtenay 2006; Haniffa & Cooke 2005), assim como decisões sobre a escolha e o critério do tipo de informação divulgada (Cheng & Courtenay, 2006; Bennet et al., 2013). Têm surgido estudos que identificam quais são as características do governo das sociedades das empresas que explicam, ou são determinantes, para a existência de divulgação voluntária não-financeira (Al-Shaer & Zaman, 2018; Bravo & Requera-Alvarado, 2018; de Villiers et al., 2011; Frias-Aceituno et al., 2012; Giannarakis, 2014; Giannarakis, 2014a; Guerrero-Villegas et al., 2018; Haque, 2017; Lagasio & Cucari, 2018; Manita et al., 2018; Michelon & Parbonetti, 2012; Stacchezzinni et al., 2016; Tamimi & Sebastianelli, 2017).

Os mecanismos de *Corporate Governance*, como o próprio CA, têm um papel importante tanto na existência de boas práticas de RSC, como nos processos que levam à sua transparência, revelando ser um ponto-chave na implementação de estratégias de compromisso com os seus *stakeholders* (Adams 2002; Frias-Aceituno et al., 2012; Michelon & Parbonetti, 2012). Resultados empíricos têm demonstrado que a estrutura e composição do CA, melhoram a qualidade da divulgação das organizações, em organizações dos Estados Unidos e Europeias (Michelon & Parbonetti, 2012).

Existem evidências de uma relação positiva entre características de *corporate governance* e *performance* ambiental corporativa, ou seja, boas práticas de *corporate governance*, conduzem a uma melhor *performance* ambiental. Uma boa *performance* ambiental, melhora a reputação corporativa, melhora o acesso a recursos, e reduz custos operacionais de litígios, levando a uma melhor *performance* financeira. Assim, empresas com melhor *performance* ambiental tiram melhor proveito

de novas oportunidades de mercado, o que permite a redução de passivos relacionados com o meio ambiente (de Villiers et al., 2011), aumentando o retorno aos seus *shareholders*, entre outros benefícios não-financeiros (de Villiers et al., 2011; Haque, 2017).

A Tabela 2.1 apresenta estudos que utilizam a relação entre o ESG Score e características do CA (Arayssi et al., 2019; Bravo & Requera-Alvarado, 2018; Giannarakis, 2014a; Giannarakis et al., 2019; Manita et al., 2018; Tamimi & Sebastianelli, 2017). A maioria dos estudos analisou a dimensão do CA, diversidade de género do CA, independência do CA, CEO *duality* (CEO ser também *chairman* do CA).

Tabela 2.1 - Resumo dos estudos das características do CA e ESG Score

Autores	Nome do Artigo	Amostra e País	Ano Amostra	Metodologia	Relação com ESG Score
Arayssi et al. (2019)	The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries	184 obs. - Países do Golfo Pérsico	2008-2017	Random effects	B_ind +; spec_skills 0; Gender +; B_size 0; CEO_duality -
Baraibar-Diez et al. (2019)	Sustainable compensation policies and its effect on environmental, social, and governance scores	197 empresas, 1693 obs. Espanha, França, Alemanha, Reino Unido	2005-2015	Fixed effects	Resultados Reino Unido: N_exec_B_member 0; diret_ind 0; B_size +; CEO_duality 0
Bravo & Reguera-Alvarado (2018)	Sustainable development disclosure: Environmental, social, and governance reporting and gender diversity in the audit committee	375 observações - Espanha	2012-2015	Fixed effects	Gender +; Audit_com_ind 0
Crifo et al. (2019)	Corporate Governance as a Key Driver of Corporate Sustainability in France: The Role of Board Members and Investor Relations	120 empresas - França	2013	Regressão OLS	% diret_n_ind + (E score); % diret_ind + (G_score); spec_skills 0
Giannarakis (2014a)	Financial, Governance and Environmental determinants of Corporate Social Responsible Disclosure	83 empresas - EUA	2009-2012	Fixed effects LSDV	Gender 0; CEO_duality 0; Gender 0
Giannarakis et al. (2019)	Determinants of environmental disclosure: investigating new and conventional corporate governance characteristics	278 empresas - EUA	2017	Regressão logit	CEO_duality -; % Diretores ind +; Lead ind diretor +; idade diret mais novo -
Haque (2017)	The effects of board characteristics and sustainable compensation policy on carbon performance of UK firms	256 empresas e 2315 obs. - Reino Unido	2002-2014	Fixed effects	Gender +; B_indep +; Board size 0; CEO_duality 0
Manita et al. (2018)	Board gender diversity and ESG disclosure: Evidence from the US	379 empresas e 2002 obs. - EUA	2010-2015	Fixed effects	Gender 0; <3 Female_diretoras 0
Tamimi & Sebastianelli (2017)	Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores	334 empresas - EUA	?	Regressões	Board_size +; CEO_duality +; Gender +; Exec_compensation +

O presente estudo, aborda em pormenor as características do CA tais como: a divulgação por parte da empresa da experiência profissional de cada membro do CA, competências específicas dos membros do CA, diversidade de género e independência do CA. Assim, visa determinar quais são as características do CA, que têm impacto na divulgação da informação sobre responsabilidade social corporativa nas suas três dimensões: ambiental, social e governamental.

2.4.1. Dimensão

A dimensão do CA tem sido considerada como um aspeto crucial de governo de sociedades em diversos estudos (Frias-Aceituno et al., 2012; Giannarakis, 2014; Guerrero-Villegas et al, 2018; Lagasio e Cucari, 2018; Tamimi & Sebastianelli, 2017). É caracterizada pelo número de diretores que constituem o CA. Existem duas posições opostas na literatura quanto à questão da dimensão do conselho de diretores e a sua eficiência.

Uma linha de investigação defende que CA maiores, são mais eficazes na monitorização dos gestores, reduzindo o seu poder discricionário (de Andres & Vallelado, 2008). Ajudam na criação de melhores ligações com o seu ambiente exterior (Hillman et al., 2009), e assim a construir relações externas com os seus *stakeholders*. Em contrapartida, outra linha defende que CA maiores demoram mais tempo a tomar decisões, na troca de ideias e a chegar a um consenso, o que poderá gerar conflitos dentro do grupo, reduzindo a sua eficiência na monitorização dos gestores (de Andres & Vallelado, 2008). Conselhos maiores são menos coordenados e mais susceptíveis ao controlo pelo CEO (Jensen, 1993).

Com base nos estudos efetuados, não existe um consenso relativamente à dimensão do CA e a divulgação de RSC. Existem estudos que encontraram uma relação positiva (Frias-Aceituno et al., 2012; Guerrero-Villegas et al., 2018; Jizi et al., 2013; Lagasio & Cucari, 2018; Majumder et al., 2017; Tamimi & Sebastianelli, 2017) e outros não encontraram nenhuma relação (Cheng & Courtenay, 2006; Giannarakis, 2014). Como tal, ainda não é possível tirar conclusões sobre a influência da dimensão do CA na divulgação da RSC. No entanto, existem evidências de relação positiva entre a dimensão do CA e a *performance* ambiental corporativa (de Villiers et al., 2011). O estudo de Tamimi and Sebastianelli (2017), encontrou uma relação positiva e estatisticamente significativa na influência da dimensão do CA no *ESG Score* em empresas americanas.

De acordo com os estudos empíricos realizados, espera-se que a dimensão do CA tenha uma influência positiva na divulgação da RSC. Esta relação positiva traduz-se em quanto maior for o CA, maior o *score* da divulgação da RSC. Como tal, é proposta a seguinte hipótese:

- H1: Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a dimensão do CA e o *score* da divulgação da RSC.

2.4.2. Competências específicas

As competências específicas dos membros do CA, são normalmente definidas como a proporção de membros do CA com experiência profissional numa indústria específica, e/ou possuem uma forte experiência na área financeira (Arayssi et al., 2019; Crifo et al., 2019).

Conselhos com maior diversidade de conhecimento, competências e antecedentes, contribuem de forma positiva na discussão de ideias e estratégia da empresa (Bear et al., 2010; Haji, 2013; Haque, 2017), assim como numa monitorização mais eficaz (Bear et al., 2010).

Os recursos do capital humano dos CA, são baseados na experiência e nas competências específicas (*expertise*) coletivas dos seus membros. Essa experiência inclui colaboradores com conhecimento da estratégia e operações das empresas, especialistas em negócios e de suporte, com conhecimento da estratégia corporativa. Assim, quanto maior a diversidade dos recursos do CA, maior será o potencial para uma melhor e mais eficaz estratégia de RSC (Bear et al., 2010).

Frias-Aceituno et al. (2012) preconizaram que CA maiores, tinham um efeito positivo na amplitude e integração na divulgação corporativa, pois este tipo de divulgação requer a contribuição de profissionais com diferentes tipos de especializações, quer seja em contabilidade, finanças, sustentabilidade, ou na indústria onde as empresas operam. A presença de uma maior variedade de pontos de vista de especialistas, é mais comum em conselhos maiores. No entanto, para além da dimensão do CA, é também importante a experiência profissional (Bear et al., 2010).

Conselhos de administração maiores, com maior experiência e diversidade das suas formações, promovem positivamente a existência de relatórios integrados, sejam obrigatórios ou voluntários (Frias-Aceituno et al., 2012). Por outro lado, no estudo de Bear et al. (2010) não houve uma relação estatisticamente significativa entre a *performance* da RSC e a experiência e competências dos membros do CA.

Haniffa and Cooke (2002), também colocaram esta questão, uma vez que os autores defenderam que se um CA tiver diretores com uma formação académica em gestão e/ou contabilidade, eles iriam divulgar mais informações para demonstrar responsabilidade, melhorar a imagem corporativa da empresa, e também aumentar a credibilidade da equipa de gestão. No entanto, os resultados embora positivos, não foram estatisticamente significativos. Resultados similares foram encontrados nos estudos de Arayssi et al. (2019) e Crifo et al. (2019).

De acordo com os estudos empíricos realizados, espera-se que as competências específicas dos membros do CA tenham uma influência positiva na divulgação RSC. Como tal, é proposta a seguinte hipótese:

- H2: Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a existência de competências específicas dos membros do CA e o *score* da divulgação da RSC.

2.4.3. Divulgação da experiência profissional

O Código de *Corporate Governance* do Reino Unido reitera que é importante as empresas elaborarem uma divulgação significativa aplicando os princípios por eles definidos (FRC, 2018). Os relatórios com

elevada qualidade, incluem informações e referências cruzadas entre as várias partes do relatório anual, de maneira a demonstrar que estes princípios foram aplicados (FRC, 2018; OECD, 2015).

Assim, sugere-se que os relatórios de *Corporate Governance* sigam estes princípios, relacionando a informação contida na sua divulgação com o relatório estratégico e outras informações complementares. Esta boa prática de divulgação, permite aos acionistas avaliarem de uma forma eficaz a qualidade da organização do governo de sociedades das empresas, e as atividades e contribuições do CA.

Os princípios referidos, relacionam-se pelo facto de o conselho garantir que as políticas e práticas da força de trabalho sejam consistentes com os valores da empresa, e contribuam de uma forma sustentável para o seu sucesso a longo prazo. As nomeações para o CA devem ser sujeitas a um procedimento formal, rigoroso e transparente. Deve ser elaborado um plano de sucessão para o conselho e alta administração, promovendo a diversidade de género, origens sociais e étnicas, qualidades cognitivas e pessoais (FRC, 2018).

O CA e os seus comités devem ter uma combinação de competências, experiência e conhecimento. A avaliação anual do CA deve considerar a sua composição, diversidade e a eficácia dos seus membros em relação aos objetivos atingidos (FRC, 2018; OECD, 2015). A avaliação individual deve demonstrar se cada diretor continua a contribuir efetivamente para essa eficácia. Estas informações devem estar incluídas no relatório anual (FRC, 2018).

Ainda não existem estudos que relacionem a divulgação por parte da empresa da experiência profissional de cada membro do CA com o *ESG Score*. Esta divulgação faz parte das práticas de divulgação de *Corporate Governance* por parte das organizações.

De acordo com os factos apresentados, espera-se que a divulgação por parte da empresa da experiência profissional de cada membro do CA, tenha uma influência positiva na divulgação da RSC. Como tal, é proposta a seguinte hipótese:

- H3: Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a divulgação por parte da empresa da experiência profissional de cada membro do CA e o *score* da divulgação da RSC.

2.4.4. Nível de atividade

O nível de atividade do CA traduz-se no número de reuniões realizadas por ano. Pode ser interpretada como um fator de zelo por parte do CA e como um fator que traduz o nível de monitorização da empresa (Vafeas, 1999). Existem duas opiniões opostas na literatura quanto ao efeito desta variável no nível de transparência corporativa.

Por um lado, reuniões frequentes do CA podem ser um sinal da sua ineficácia ou um sinal que os seus diretores estão a exceder as suas funções, estando a prejudicar o desempenho das organizações

(Vafeas, 1999). Estas reuniões consomem o pouco tempo que os diretores têm, não sendo propícias à troca significativa de ideias entre eles (Vafeas, 1999; Lipton & Lorsch, 1992).

Por outro lado, alguns investigadores defendem que um CA mais ativo é mais eficaz, pois um maior número de reuniões traduz-se numa melhor monitorização da empresa, assim como numa maior troca de informação e distribuição de tarefas. Assim, existe um aumento do interesse do CA em divulgar informações, mantendo os seus *stakeholders* mais informados sobre as suas ações e esforços (Giannarakis, 2014; Lipton & Lorsch, 1992). É considerado também uma maneira pouco dispendiosa para aumentar o valor da empresa. Giannarakis (2014) defende que a maior frequência de reuniões permite gerir melhor a empresa, levando a um maior cuidado relativamente à informação de RSC divulgada aos *stakeholders* internos e externos por iniciativa do CA.

Os estudos efetuados também não chegaram a consenso, e existem poucos que incluam esta variável (Giannarakis, 2014). Nestes estudos, alguns resultados revelaram uma relação positiva (Majumder et al., 2017) entre o nível de atividade do CA e a divulgação de RSC. Outros revelaram uma relação positiva (Giannarakis, 2014) ou negativa (Frias-Aceituno et al., 2012), mas não estatisticamente significativa, e outros não chegaram a resultados conclusivos, quanto ao efeito do número de reuniões do CA e o nível de divulgação (Lagasio & Cucari, 2018).

Adams and Ferreira (2009) deram ênfase não apenas ao número de reuniões efetuadas anualmente pelo CA, mas também à presença dos seus membros nas mesmas. Estes autores consideraram que o comportamento de comparecimento nas reuniões é importante do ponto de vista de governo de sociedades, uma vez que é principalmente através da presença nestas reuniões, que os membros do CA obtêm a informação necessária para o desempenho das suas funções como referido anteriormente. Para além disso, é a única medida de comportamento individual dos diretores divulgada publicamente. Verificaram ainda que a taxa de presença nas reuniões aumentava, com o aumento na percentagem de mulheres presentes no CA.

Apesar das opiniões díspares, e dos resultados inconclusivos encontrados em estudos prévios, e para além de não haver nenhum estudo que relacione o *ESG Score* e a presença dos membros do CA em reuniões do mesmo, espera-se que a taxa de presença dos membros em reuniões do CA tenha uma influência positiva na divulgação da RSC. Como tal, é proposta a seguinte hipótese:

- H4: Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa, entre a média de presenças dos membros em reuniões do CA e o *score* da divulgação da RSC.

2.4.5. Membros Não-Executivos

Segundo o *UK Corporate Governance Code* (FRC, 2018), pelo menos metade do conselho (exceto o *chairman*) deve ser composto por diretores não-executivos que o conselho considere independentes.

Assim, o conselho deve ter uma combinação adequada de diretores executivos e não-executivos (e em particular não-executivos independentes), com o objetivo de não haver grupos dominantes na tomada de decisões do conselho. Deve haver uma divisão clara de responsabilidades entre a liderança do conselho e a liderança executiva da empresa.

Para um diretor ser considerado independente, deverá cumprir alguns requisitos, como por exemplo não representar ou ter representado um acionista relevante nos últimos três anos, ou se foi funcionário da empresa ou grupo nos últimos cinco anos. Assim, todos os diretores independentes são não-executivos, no entanto nem sempre se verifica a mesma relação inversa, pois nem todos os diretores não executivos cumprem os requisitos necessários para serem independentes.

Quando as empresas têm um governo de sociedades mais fraco (existência de um CA menos independente), estas não vão ser capazes de mitigar tão eficazmente o oportunismo dos gestores. Estes têm maior influência sobre a informação contida no relatório, reportando mais ações do que informações de *performance* relativamente à RSC (normalmente em empresas com fraco desempenho nestas práticas). Esta informação não é tão relevante para os *stakeholders*, havendo manipulação de resultados e a divulgação de uma imagem falsa perante os *stakeholders* (Stacchezzinni et al., 2016).

A existência de membros não-executivos no CA é fundamental, pois estes não fazem parte da gestão do dia-a-dia da empresa, e têm conhecimento e competências para julgar melhor as questões que surgem nas reuniões (Majumder et al., 2017). Os membros não executivos podem supervisionar o CA, quando observarem que os atos dos membros executivos vão contra os interesses dos acionistas (Forker, 1992). Funcionam como um mecanismo de supervisão e equilíbrio, não apenas para garantir os interesses dos proprietários, mas também de outros *stakeholders*, aumentando a eficácia do CA. Assim, podem pressionar as empresas para divulgar as informações da RSC para garantir a coerência entre as ações organizacionais, e os valores sociais ou legitimidade organizacional (Haniffa & Cooke, 2005).

Um CA diversificado, independente e representativo, tem maior probabilidade de resolver conflitos, pois existe um maior equilíbrio entre os objetivos financeiros e não-financeiros de uma empresa (Haque, 2017), diminuindo o conflito de interesses entre os vários *stakeholders* (Ibrahim & Angelidis, 1994; Liao et al., 2015).

O estudo de Majumder et al. (2017) encontrou uma relação positiva, mas não estatisticamente significativa entre a proporção de membros não-executivos no CA e a divulgação da RSC. O de Haniffa and Cooke (2005) e Liao et al. (2015), encontraram uma relação negativa e estatisticamente significativa ao contrário do esperado. No estudo de Baraibar-Diez et al. (2019) foi encontrada uma relação negativa, mas não estatisticamente significativa. O estudo de Khan (2010) encontrou uma relação positiva e estatisticamente significativa em empresas do Bangladesh.

Existem estudos (Cheng & Courtenay, 2006) onde foi documentado que os conselhos independentes estão fortemente comprometidos na divulgação da RSC, para promover os interesses dos *stakeholders* e para elevar o nível de transparência e divulgação da RSC. Assim, Helfaya and Moussa (2017), defenderam também que diretores independentes são mais propensos a focar-se em objetivos financeiros de longo prazo e numa monitorização eficaz em questões ambientais, o que leva a uma melhor sustentabilidade das empresas a longo prazo.

Assim, os conselhos que têm maioritariamente diretores não-executivos devem ter maior influência na divulgação da RSC, pois supostamente representam melhor os interesses de outros *stakeholders*.

Com os factos apresentados, e em conjunto com os estudos empíricos realizados em que foi demonstrada uma relação positiva (Khan, 2010; Majumder et al., 2017), espera-se que a percentagem de membros não-executivos do CA tenha uma influência positiva na divulgação da RSC. Como tal, é proposta a seguinte hipótese:

- H5: Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a percentagem de membros não-executivos do CA e o *score* da divulgação da RSC.

2.4.6. Nível de envolvimento do CEO

O grau de poder de um CEO (em termos de estrutura de liderança e nível de diretores independentes), determina a tendência da sua envolvimento nas práticas de divulgação de RSC. Um conselho mais submisso leva a uma diminuição tanto da transparência como da divulgação de uma organização, resultando em esforços menores na estratégia de RSC (Guerrero-Villegas et al., 2018).

Em estudos prévios (Arayssi et al., 2019; Giannarakis et al., 2019; Guerrero-Villegas et al., 2018), a questão do CEO ser também membro do CA, foi normalmente discutida através da variável *CEO Duality*. Esta situação ocorre quando a mesma pessoa ocupa simultaneamente o cargo de CEO e de *Chairman* do CA, não garantindo a independência do CA. Esta situação leva a conflitos de interesse, uma vez que o/a CEO está a ser supervisionado por ele/ela próprio/a, pois concentra o poder de gestão apenas numa pessoa, potenciando comportamentos oportunistas (Rechner & Dalton, 1989). Pode também utilizar a RSC para melhorar a sua imagem pública (Barnea & Rubin, 2010), em detrimento de visões divergentes de outros grupos de *stakeholders*. Assim, este comportamento irá ser prejudicial na defesa dos interesses dos acionistas, não influenciando também pela positiva a divulgação da RSC, nem a representação dos *stakeholders* no CA (Forker, 1992).

Existem estudos que revelaram uma relação positiva (Jizi et al., 2013; Tamimi & Sebastianelli, 2017) na dualidade do CEO e a divulgação de RSC, e outros revelaram uma relação negativa (Arayssi et al., 2019; Giannarakis et al., 2019; Guerrero-Villegas et al., 2018). Alguns revelaram uma relação

positiva (Giannarakis, 2014; Khan et al., 2013) ou negativa (Lagasio & Cucari, 2018; Majumder et al., 2017) mas não estatisticamente significativa, enquanto outros, não revelaram qualquer relação (Cheng & Courtenay, 2006; Michelon & Parbonetti, 2012).

Guerrero-Villegas et al. (2018) argumentaram que estes resultados inconclusivos se podiam dever ao impacto e significado deste mecanismo de governo de sociedades nos diferentes países. Na Índia, Turquia e Bangladesh esta prática provavelmente não tem implicações significativas, uma vez que estas duas posições são frequentemente ocupadas por familiares (Khan et al., 2013).

Guerrero-Villegas et al. (2018) constataram que os resultados diferiam consoante o compromisso do próprio país com práticas de sustentabilidade. A dualidade do CEO tinha menos influência (apesar de negativa) na divulgação destas questões, quando o próprio país estava mais comprometido com objetivos de sustentabilidade das empresas.

Motivações egoístas, como melhoria da reputação, perspectivas de remuneração e de trabalho, menor averiguação por parte dos mercados financeiros, dos reguladores e conselhos de administração, podem explicar a relação positiva encontrada por Jizi et al. (2013).

Os factos apresentados, e em conjunto com os estudos empíricos realizados, em que foi demonstrada uma relação negativa (Arayssi et al., 2019; Giannarakis et al., 2019; Guerrero-Villegas et al., 2018), espera-se que quando o CEO é também membro do CA, esta situação tenha uma influência negativa na divulgação da RSC. Como tal, é proposta a seguinte hipótese:

- H6: Existe uma relação negativa e estatisticamente significativa quando o CEO é também membro do CA e o *score* da divulgação da RSC.

2.4.7. Diversidade de género

Esta característica é mensurada através da percentagem de mulheres no CA (Burke, 1997; Burgess & Tharenou, 2002; Adams & Ferreira, 2009). A literatura tem revelado que o fator género resulta numa maior eficiência dos CA (Adams & Ferreira, 2009), e num melhor desempenho social e ambiental das organizações (Bear et al., 2010; Haque 2017). Assim sendo, tem sido considerada uma variável importante nos resultados de RSC (Guerrero-Villegas et al., 2018).

Considera-se que as mulheres possuem competências que favorecem o *problem-solving*, a liderança e as relações globais de uma maneira mais eficiente (Robinson & Dechant, 1997), sendo menos interessadas nelas próprias e no dinheiro que os homens.

Burke (1997), salientou o facto de a presença de mulheres enriquecer o CA, pois favorece o aumento de informações do CA, de perspectivas, de debates e tomadas de decisão. Estes comportamentos costumam estar associados a uma maior transparência de informações, principalmente em questões de sustentabilidade. Este fator transparência foi constatado por Liao et

al. (2015) e por Manita et al. (2018), sendo que no primeiro estudo foi observado que com o aumento do número de diretoras em empresas britânicas, havia uma tendência crescente para a empresa ser ecológica e transparente.

Está demonstrado que as mulheres desempenham um papel significativo na reputação corporativa e contribuem para uma melhor relação, comunicação e defesa dos interesses dos *stakeholders* (Bear et al., 2010), e à promoção da divulgação da responsabilidade social (Frias-Aceituno et al., 2012; Helfaya & Moussa, 2017). Este facto é devido às mulheres terem um maior compromisso e orientação em questões de responsabilidade social e ambiental corporativa (Burgess e Tharenou, 2002; Ibrahim & Angelidis, 1994). A literatura também sugere que as diretoras têm maior probabilidade de aceitar funções relacionadas com a supervisão de questões ambientais e de desenvolvimento sustentável (Liao et al., 2015).

Estudos existentes revelaram uma relação positiva (Arayssi et al., 2019; Bravo & Requera-Alvarado, 2018; Fernandez-Feijoo et al., 2012; Frias-Aceituno et al., 2012; Guerrero-Villegas et al., 2018; Haque, 2017; Helfaya & Moussa, 2017; Lagasio & Cucari, 2018; Tamimi & Sebastianelli, 2017) na presença de mulheres nos CA e a divulgação de RSC, e outros revelaram uma relação negativa (Majeed et al., 2015). Alguns estudos não encontraram relações estatisticamente significativas (Giannarakis, 2014; Giannarakis, 2014a; Majumder et al., 2017; Manita et al., 2018).

Apesar dos resultados encontrados em estudos prévios, espera-se que a presença de mulheres no CA tenha uma influência positiva na divulgação da RSC. Como tal, é proposta a seguinte hipótese:

- H7: Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a diversidade de género no CA e o *score* da divulgação da RSC.

2.4.8. Comité de Auditoria

O Comité de Auditoria consiste num órgão fundado pelo CA, composto por um conjunto de diretores. É responsável pelo suporte ao CA no processo das divulgações financeiras das empresas (FRC, 2018). Têm havido debates relacionados com a necessidade da supervisão das divulgações de RSC pelo comité de auditoria.

Existe também, pressão académica e entre profissionais, para que seja o comité de auditoria a responsabilizar-se pelas informações não-financeiras, principalmente nas divulgações de RSC (Al-Shaer & Zaman, 2018; KPMG, 2017a). Na perspetiva da agência, os comités de auditoria são um importante sistema de controlo, monitorização interna e de proteção dos acionistas, sendo que a sua independência vai contribuir para a sua eficácia nestas funções (Fama & Jensen, 1983, FRC, 2018).

Na perspetiva da teoria dos *stakeholders* (Hill & Jones, 1992), os comités deveriam contribuir para o comportamento sustentável das empresas e a sua responsabilidade perante os seus *stakeholders*.

Como tal, os *stakeholders* esperam cada vez mais que estes comités contribuam para a transparência das empresas em RSC, e que os comités assumam a responsabilidade pela sua divulgação (Bravo & Requera-Alvarado, 2018).

Existem poucos estudos onde tenha sido analisado o impacto do comité de auditoria na divulgação da RSC (Al-Shaer & Zaman, 2018; Bravo & Requera-Alvarado, 2018). No estudo de Khan et al. (2013) em empresas do Bangladesh, foi demonstrado que a existência de um comité de auditoria no CA tem um impacto positivo e estatisticamente significativo na divulgação da RSC.

Al-Shaer and Zaman (2018), analisaram o impacto do comité de auditoria na credibilidade dos relatórios de RSC em empresas cotadas na *London Stock Exchange*. Encontraram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a independência e a *expertise* do comité, e a credibilidade destes relatórios. No estudo de Bravo and Requera-Alvarado (2018), numa amostra de empresas cotadas na *Madrid Stock Exchange*, não foram encontradas evidências estatísticas da relação entre o *ESG Score* atribuído pela DEVA e a independência do comité de auditoria.

Considerando os factos apresentados e os resultados dos estudos prévios, onde foi encontrada uma relação positiva (Al-Shaer & Zaman, 2018; Khan et al., 2013), espera-se que a independência do comité de auditoria tenha uma influência positiva na divulgação da RSC. Como tal, é proposta a seguinte hipótese:

- H8: Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a percentagem de membros do CA independentes no comité de auditoria e o *score* da divulgação da RSC.

3. Metodologia

3.1. Base de dados e amostra

O objetivo do presente estudo é analisar as características do CA ao nível da divulgação de relatórios de RSC, em empresas cotadas na *London Stock Exchange* entre 2014 e 2018. O Reino Unido fornece um cenário ideal para analisar a RSC e as características do CA. É um país com uma vasta tradição em questões de *corporate governance* (FRC, 2018; ICAEW, 2021), tendo também um compromisso elevado em questões de RSC.

A amostra utilizada tem origem na base de dados *Worldscope* de *Corporate Governance UK 2014-2018*. A base de dados utiliza os *ESG Scores* atribuídos pela *Refinitiv*, e os dados das variáveis independentes são obtidos da mesma fonte. Os dados financeiros utilizados provêm da *Thomson Reuters Datastream*.

Adicionalmente foi realizada uma pesquisa aos *websites* das respetivas empresas, onde foram recolhidas à mão as observações em falta na base de dados original, devido à ausência de um número elevado de observações na variável CEO membro do CA (98 observações) e idade da empresa (1117 observações). Em empresas que surgiram de fusões e/ou aquisições de empresas pré-existentes, foi considerada a data de fundação da empresa resultante apenas a partir da data dessas mesmas fusões e/ou aquisições.

A seleção da amostra final, engloba dados de empresas que mantiveram atividade no período compreendido entre 2014 e 2018, e tinham os dados completos em todas as variáveis financeiras e não-financeiras nesse mesmo período. Inicialmente a base de dados era constituída por 1654 observações. Selecionando apenas as observações completas em todos os anos, a amostra passou a ser constituída por 1562 observações, equivalentes a 383 empresas, sendo esta a quantidade de empresas e de observações representadas na amostra final. Em 2014 o número de observações foi 251, 300 em 2015, 317 em 2016, 331 em 2017 e 363 em 2018, tendo resultado uma amostra organizada em *unbalanced panel data*.

Na Tabela 3.1 pode ser observado a distribuição do número de observações pelos vários setores de atividade. A amostra selecionada contém empresas da maioria dos setores industriais. O setor mais representativo é o de Finanças, Seguros, Imóveis (SIC Code 60-69) (SIC, 2020). A maioria das observações deste setor estão dentro do grupo do Imobiliário (SIC Code 65) com 108 observações, do grupo de Corretores, Revendedores, Trocas e Serviços de Segurança e Comodidades (SIC Code 62) com 101 observações, do grupo de Companhias *Holding* e de Outros Investimentos (SIC Code 67) com 59 observações. O segundo setor mais representativo é o de Operações de Fabrico (SIC Code 20-39). A maioria das observações deste setor estão dentro do grupo de Produtos Químicos e Produtos Afins

(SIC Code 28) com 84 observações, do grupo de Alimentos e Produtos Afins (SIC Code 20) com 50 observações e do grupo de Equipamento de Transporte (SIC Code 37) com 41 observações. O terceiro setor mais representativo é o de Serviços (SIC Code 70-99). A maioria das observações deste setor estão dentro do grupo de Serviços Prestados às Empresas (SIC Code 73) com 128 observações, do grupo de Serviços de Engenharia, Contabilidade, Investigação, Gestão e Afins (SIC Code 87) com 43 observações.

Tabela 3.1 – Distribuição das observações por setor de atividade

SIC Code	Descrição	Nº Observações	%
Oct-14	Atividades Mineiras	128	8,20%
15-17	Construção	62	3,97%
20-39	Operações de Fabrico	386	24,71%
40-49	Transporte e Utilidades Públicas	143	9,15%
50-51	Comércio Grossista	40	2,56%
52-59	Comércio de Retalho	185	11,84%
60-69	Finanças, Seguros, Imóveis	392	25,10%
70-89	Serviços	226	14,47%
Total		1562	100%

3.2. Variável Dependente

A variável dependente utilizada é o *ESG Score* (ESG_DISCLOSURE), que varia entre 0% (mau) e 100% (bom). Foi utilizada em estudos como por exemplo no de Rajesh (2020), que avaliou a relação entre a *performance* em sustentabilidade de empresas indianas e o *ESG Score* da *Refinitiv*. Foi também utilizada no estudo de Arayssi et al. (2019), onde se analisou o impacto da composição do CA no mesmo *score*, em empresas do Golfo Pérsico.

São também utilizados os *scores* individuais das três dimensões: Ambiental (E_DISCLOSURE), Social (S_DISCLOSURE) e *Governance* (G_DISCLOSURE), numa análise equivalente ao *score* total em relação às variáveis dependentes. Os *scores* das três dimensões da RSC foram também utilizados nos estudos de Tamimi and Sebastianelli (2017), que utilizou o *score* da *Bloomberg* (Bloomberg, 2020) em empresas americanas, e no estudo de Baraibar-Diez et al. (2019) em empresas europeias, incluindo o Reino Unido.

As métricas são vistas como essenciais para compreender os objetivos corporativos, a estratégia e a qualidade da gestão das empresas, e tornaram-se indicadores chave de competências de gestão, de gestão de risco e de *performance* não-financeira das mesmas (Boerner, 2011). A *performance* ambiental, social e de *governance* é utilizada como um marcador de avaliação essencial para os investidores, uma vez que é vista como um indicador com “materialidade financeira”. Estes três fatores

são utilizados para avaliar as empresas em termos de sustentabilidade por parte dos investidores e acionistas socialmente conscientes, uma vez que demonstram a maneira como as empresas irão utilizar os fundos de investimento “socialmente responsáveis” (Richardson, 2009).

Segundo a literatura existente, os *scores* são uma medida de desempenho em RSC por parte das empresas amplamente aceite e credível (Tamimi & Sebastianelli, 2017).

Os ESG *scores* são desenhados para medir de uma forma transparente e objetiva o desempenho, compromisso e eficácia da RSC das empresas através de 10 indicadores principais abrangendo os três pilares da RSC (Anexo A):

- Dimensão ambiental (E): métricas de utilização de recursos, emissões, inovação;
- Dimensão social (S): métricas dos colaboradores, direitos humanos, comunidade, responsabilidade pelo produto;
- Dimensão *Governance* (G): métricas de gestão, *shareholders*, estratégia de RSC.

Os *scores* são projetados com base em dados divulgados publicamente pelas organizações. A origem dos dados provém dos relatórios anuais, relatórios de RSC, *websites* corporativos, *websites* de organizações não-governamentais, registos das bolsas de valores e novas fontes.

Os dados são avaliados pelas métricas mais importantes para o respetivo setor industrial da empresa, integrando e contabilizando a materialidade do setor, e os enviesamentos derivados do tamanho da empresa e respetiva transparência. Assim, são reivindicados como sendo *scores* menos tendenciosos, uma vez que consideram várias variáveis de controlo como o tamanho da empresa, tipo de empresa, número de funcionários, entre outros. As dimensões E e S são pontuadas de acordo com o desempenho relativo ao setor industrial em que a organização se insere, e a G de acordo com o país de incorporação, para facilitar a comparação com os seus pares.

São internacionalmente reconhecidos, sendo uma das mais abrangentes base de dados de todo o mundo, englobando mais de 70% do mercado global. Tem mais de 450 métricas diferentes para avaliar os três pilares ambiental, social e *governance* ao nível das empresas. Opera neste setor desde 2002. Dentro destas 450 métricas, existe um subgrupo de 186 métricas, que são as mais comparáveis e que representam maior materialidade para a potência do setor industrial da empresa, no processo geral da avaliação e pontuação da mesma. As medidas subjacentes são baseadas em considerações sobre comparabilidade, impacto, disponibilidade de dados e relevância do setor, que variam em cada grupo do setor.

Estas métricas são relativas aos três pilares E (ambiental), S (social) e G (*governance*). Após a recolha de dados é dada uma pontuação a cada dimensão. A pontuação de cada dimensão do *score* (E, S, G) é uma soma relativa dos pesos das 10 categorias mencionadas anteriormente, que varia de setor para setor para as dimensões ambiental e social. Para a dimensão *Governance*, os pesos permanecem os mesmos em todos os setores. A pontuação de cada dimensão é normalizada em percentagens que

variam entre 0% e 100%. O *score* total será a soma do *score* individual das três dimensões E, S e G (Refinitiv, 2020), também representado em percentagem (Anexo B).

O resumo das variáveis dependentes encontra-se na Tabela 3.2.

Tabela 3.2 – Variáveis dependentes e método de cálculo

Variável (Rótulo)	Método de cálculo
Score Total (ESG_DISCLOSURE)	Pontuação geral com base nas informações divulgadas dos três pilares ambiental, social e de <i>governance</i> .
Score Ambiental (E_DISCLOSURE)	Média ponderada com base nas informações ambientais divulgadas e nas pontuações resultantes das três categorias ambientais.
Score Social (S_DISCLOSURE)	Média ponderada com base nas informações sociais divulgadas e nas pontuações resultantes das quatro categorias sociais.
Score Governance (G_DISCLOSURE)	Média ponderada com base nas informações de <i>governance</i> divulgadas e nas pontuações resultantes das três categorias de <i>governance</i> .

3.3. Variáveis Independentes

Para determinar a influência das características do CA na divulgação da RSC, são utilizadas variáveis que representam as características descritas na revisão de literatura para testar as hipóteses formuladas. As variáveis independentes e o respetivo método de cálculo são apresentados na Tabela 3.3.

Tabela 3.3 – Variáveis independentes e método de cálculo

Variável (Rótulo)	Método de cálculo
Dimensão do CA (BOARD_SIZE)	Número total de membros que constituem o CA no final do ano fiscal
Competências específicas (SKILLS_SPEC)	% membros do CA que possuem experiência profissional numa indústria específica e/ou possuem uma forte experiência financeira
Divulgação experiência Profissional (BACKGRD_SKILLS)	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa descreve a experiência profissional de cada membro do CA e 0 caso contrário
Média de presenças em reuniões do CA (BOARD_MEET)	% média geral de participação nas reuniões do CA, conforme divulgado pela empresa
Membros não-executivos do CA (N_EXEC_B_MEMBER)	% membros não-executivos do CA
CEO membro do CA (CEO_B_MEMBER)	CEO é também membro do CA - variável <i>dummy</i> que assume valor 1 quando esta situação ocorre e valor 0 quando não ocorre
Diversidade de género no CA (GENDER)	% mulheres existentes no CA
Independência do Comité de Auditoria (AUDIT_COM_IND)	% membros do CA independentes no comité de auditoria conforme estipulado pela empresa

3.4. Variáveis de Controlo

De acordo com estudos prévios, foram implementadas as variáveis de controlo dimensão da empresa, *leverage*, retorno sobre os ativos, idade da empresa, ano e indústria, uma vez que a literatura existente afirma que podem influenciar a divulgação da RSC apresentadas na Tabela 3.4.

A dimensão da empresa foi utilizada em estudos como o de Frias-Aceituno et al. (2012) e Manita et al. (2018), uma vez que existe a tendência para empresas maiores serem organizações normalmente sujeitas a maior pressão por parte dos *stakeholders* em divulgar informações de RSC. Assim, espera-se também que sejam organizações que tenham maior iniciativa de divulgação de RSC (Giannarakis, 2014a), para além de que normalmente são organizações com mais recursos que permitem uma maior divulgação. Existe evidência de uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a divulgação da RSC (Manita et al., 2018).

A variável *leverage* é também uma variável de controlo bastante utilizada, uma vez que se preconiza que uma empresa com maior dívida tem maior pressão por parte dos *stakeholders*. Assim, existe um maior esforço por parte dos *stakeholders* na melhoria das atividades de RSC, e consequentemente na sua *performance* e divulgação destas métricas, como forma de redução de risco. Desta forma, os investidores poderiam usar estas métricas para obter informações financeiras para a suas decisões de investimento (Giannarakis, 2014a).

No entanto, as opiniões diferem (Giannarakis, 2014a; Michelon & Parbonetti, 2012). Existe também a opinião que esta associação seria negativa, uma vez que empresas mais endividadas divulgam menos, devido à exposição da sua posição. Foram encontrados resultados estatisticamente significativos e positivos no estudo de Crifo et al. (2018) e Haque (2017), entre *leverage* e a *performance* ambiental em empresas do Reino Unido. Nos estudos de Alsaeed (2006), Giannarakis (2014a), Helfaya and Moussa, (2017) e Michelon and Parbonetti (2012), não foram encontrados resultados estatisticamente significativos.

O retorno sobre os ativos é uma medida da rentabilidade financeira da empresa, e como tal, acredita-se que empresas com uma melhor *performance* tenham melhores resultados na divulgação da RSC. Tal acontece no estudo de Arayssi et al. (2019), em que foi encontrada uma relação positiva e estatisticamente significativa entre esta variável e o ESG Score da *Refinitiv*, em empresas do Golfo Pérsico. No entanto, no estudo de Crifo et al. (2018) e Helfaya and Moussa (2017), não foram encontrados resultados estatisticamente significativos.

A variável idade da empresa é também incluída, uma vez que é identificada como uma possível variável que influencia a divulgação da RSC (Alsaeed, 2006; Arayssi et al., 2019; Michelon & Parbonetti, 2012). A justificação reside na possibilidade de empresas mais antigas terem melhorado a sua divulgação ao longo dos anos devido à sua experiência. No estudo de Alsaeed (2006) e Michelon and

Parbonetti (2012), não houve evidência de uma influência estatisticamente significativa, enquanto que no estudo de Arayssi et al. (2019) a associação foi positiva e estatisticamente significativa.

As variáveis retorno sobre os ativos e *leverage* foram submetidas a uma *winsorização*, de maneira a suavizar os valores mínimos e máximos apresentados, sendo um método estatisticamente aceite (Baltagi, 2013).

São ainda incluídas variáveis *dummy* de indústria e de anos, de maneira a controlar possíveis variações do contexto regulamentar de divulgação, e da indústria em que cada empresa se insere ao longo dos anos. A variável indústria tem como base o código da classificação *Standard Industrial Classification of Economic Activities* (SIC).

Segue-se uma breve explicação das variáveis de controlo mencionadas e os métodos de cálculo na Tabela 3.4.

Tabela 3.4 – Variáveis de controlo e método de cálculo

Variável (Rótulo)	Método de cálculo
Dimensão da empresa (FIRM_SIZE)	Logaritmo natural do total dos ativos da empresa
<i>Leverage</i> (LEVERAGE)	Rácio entre o passivo total e o capital social
Retorno sobre os Ativos (ROA)	Rácio entre o resultado líquido e o total dos ativos
Idade da empresa (FIRM_AGE)	Idade da empresa em anos desde a sua fundação
Ano (D_YEAR)	Variáveis <i>dummy</i> que assumem o valor 1 se a observação for do ano em causa e 0 caso contrário
Indústria (INDUSTRY_X000)	Variáveis <i>dummy</i> que assumem o valor 1 se a observação for do SIC Code com o número inicial em causa e 0 caso contrário

3.5. Modelo Empírico

Para analisar o impacto das características de governo de sociedades ao nível do *ESG Score*, recorreu-se ao modelo *random effects unbalanced panel data* para testar as hipóteses apresentadas, utilizando o *software* estatístico R.

O modelo empírico é representado por:

$$ESG_DISCLOSURE_{i,t} = A + (\beta_1 - \beta_8) \text{Características de CA}_{i,t} + (\beta_9 - \beta_{14}) \text{Variáveis de controlo}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

onde A é a interseção, β os coeficientes de regressão, i a empresa individual, t o período e ϵ o erro.

As características de CA são: dimensão do CA, competências específicas, divulgação da experiência profissional, média de presenças em reuniões do CA, membros não-executivos do CA, CEO membro

do CA, diversidade de género no CA, e independência do comité de auditoria. As variáveis de controlo são: dimensão da empresa, *leverage*, ROA, idade da empresa, ano e indústria.

A relação positiva deste modelo, traduz-se em quanto maior for cada uma das características do CA, maior o *score* da divulgação da RSC e vice-versa.

4. Resultados

4.1. Estatísticas Descritivas

Serão descritas as características da variável dependente (*ESG Score*), das variáveis independentes (características do CA) e das variáveis de controlo. O comportamento das variáveis analisadas presentes na amostra é apresentado na Tabela 4.1, onde figuram as respetivas estatísticas descritivas.

Tabela 4.1 – Estatísticas descritivas das variáveis do modelo empírico

	N	Mediana	Média	Desvio Padrão	Percentil 25	Percentil 75	Mínimo	Máximo
<i>Variáveis Dependentes</i>								
ESG_DISCLOSURE	1562	49,33	49,83	19,49	36,51	63,33	0,9	94,74
E_DISCLOSURE	1562	38,72	41,52	25,98	20,96	61,48	0	96,33
S_DISCLOSURE	1562	51,37	51,16	21,84	34,40	67,29	0	97,77
G_DISCLOSURE	1562	55,61	54,47	22,20	37,57	72,26	0,71	96,96
<i>Variáveis Independentes</i>								
BOARD_SIZE	1562	9	8,85	2,34	7	10	3	20
SKILLS_SPEC	1562	60	59,88	17,70	50	72,35	0	100
BACKGRD_SKILLS	1562	1	0,99	0,12	1	1	0	1
BOARD_MEET	1562	98	96,70	5,82	96	100	0	100
N_EXEC_B_MEMBER	1562	71,43	70,19	11,55	62,5	77,78	28,57	100
CEO_B_MEMBER	1562	1	0,96	0,19	1	1	0	1
GENDER	1562	14,29	15,47	15,51	0	25	0	100
AUDIT_COM_IND	1562	100	92,32	14,77	85,71	100	0	100
<i>Variáveis de Controlo</i>								
FIRM_SIZE	1562	14,35	14,64	1,79	13,49	15,43	10,56	21,42
LEVERAGE	1562	44,04	77,13	91,99	10,54	103,09	0	328,86
ROA	1562	6,18	7,12	7,26	2,48	11,05	-6,9	23,27
FIRM_AGE	1562	43	72,24	68,82	22	110	0	502

A variável dependente *Score Total (ESG_DISCLOSURE)* varia entre 0,9% e 94,74%, sendo que 75% das observações têm valores iguais ou inferiores a 63,33%. A sua média é de 49,83%.

Os valores são um pouco discrepantes do estudo de Arayssi et al. (2019), que utiliza o mesmo *score* em empresas do Golfo Pérsico, onde se apresentam valores mínimos de 11%, máximo de 78,1% e uma média de 37,2%. O mesmo acontece em relação ao estudo de Manita et al. (2018), que utiliza o

score da *Bloomberg* (Bloomberg, 2020) em empresas americanas, em que o resultado mínimo é de 8,68%, o máximo de 76,76% e a média de 30,46%.

Assim, verifica-se que o Reino Unido é um país superior em termos de divulgação de RSC, como também foi verificado no estudo da KPMG (2017). No entanto, uma média abaixo dos 50% revela que as empresas divulgam menos de metade da informação considerada relevante pelas consultoras, sendo que as empresas deveriam investir no aumento da sua divulgação nesta área (Giannarakis, 2014a).

Na Tabela 4.2 encontra-se a descrição da variável dependente ao longo dos anos analisados no estudo. O valor mínimo e máximo verificado, encontra-se no ano de 2018 com 0,9% e 94,74% respetivamente.

Verifica-se que a média anual tende a ter valores similares ao longo dos anos, como se pode observar no Gráfico 4.1, variando entre 49,50% em 2016 e 50,29% em 2017. Verificam-se assim resultados similares e consistentes ao longo dos anos do estudo em análise, revelando um compromisso em divulgar informações de RSC.

Tabela 4.2 – Descrição variável dependente ESG_DISCLOSURE total anual

ESG_DISCLOSURE	N	Mediana	Média	Desvio Padrão	Percentil 25	Percentil 75	Mínimo	Máximo
Ano								
5 anos	1562	49,33	49,83	19,49	36,51	63,33	0,9	94,74
2014	251	49,08	49,97	18,26	38,13	63,27	7,63	92,27
2015	300	49,16	49,84	19,46	36,64	64,26	6,34	93,24
2016	317	49,56	49,50	19,49	36,05	62,56	3,17	90,09
2017	331	49,32	50,29	19,51	36,81	64,35	6,88	93,82
2018	363	49,84	49,60	20,41	34,45	63,33	0,9	94,74

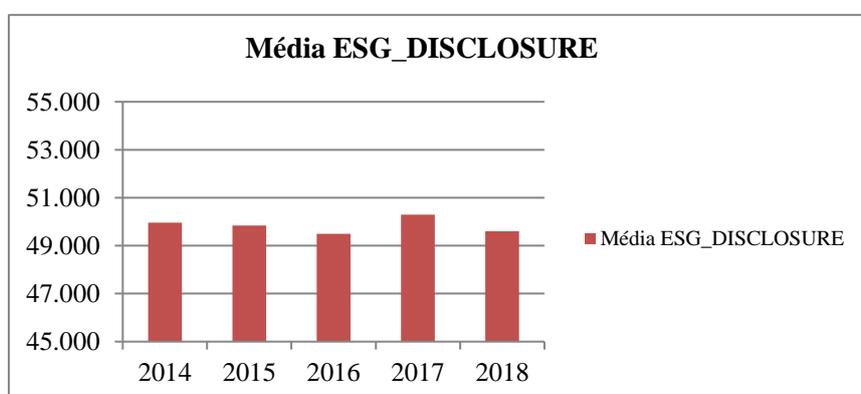


Gráfico 4.1 – Representação da tendência anual da média do ESG Score total 2014-2018

As variáveis *Score* ambiental, social e de *governance* individuais, variam entre 0% e 96,33% para o *score* ambiental, entre 0% e 97,77% para o *score* social e 0,71% e 96,96% para o *score* *governance*. Verifica-se que o *score* *governance* é o que tem a média superior entre os três pilares, com um valor de 54,47%, e o *score* ambiental o que tem a média inferior de 41,52%. Os mesmos resultados foram observados no estudo de Tamimi and Sebastianelli (2017) que utilizou o *score* da *Bloomberg* (Bloomberg, 2020) em empresas americanas. Observa-se também que 75% das empresas apresentam *scores* ambientais de 61,46%, sociais de 67,29% e de *governance* de 72,26%, identificando-se assim uma tendência das empresas divulgarem mais informação relacionada com o seu governo de sociedades, do que informação ambiental ou social.

No estudo de Baraibar-Diez et al. (2019), verificaram-se médias no *score* ambiental de 81,68%, de 83,67% no social, e de 71,57% no *governance* em empresas europeias, incluindo o Reino Unido. Não foi observada a mesma tendência em divulgar mais informação social e de *governance* do que ambiental.

Podemos verificar que a dimensão do CA varia entre 3 e 20 membros, 75% das empresas têm 10 ou menos membros, e a média é de 8,85 membros. Verificaram-se os mesmos resultados no estudo de Al-Shaer and Zaman (2018), em empresas cotadas na *London Stock Exchange*, com mínimo de 4 membros, máximo 21 e média de 9,33 membros.

Em termos de experiência profissional, verifica-se que 98,5% das empresas divulgam informação relacionada com a experiência profissional de cada membro do CA. Nesta amostra, 59,877% dos membros do CA possuem experiência profissional numa indústria específica e possuem uma forte experiência em funções financeiras, variando a percentagem entre 0 e 100%. Constata-se que 75% das empresas possuem 72,35% dos membros com estas últimas competências específicas. As observações revelam a importância destas questões, aquando da formação dos CA. No estudo de Arayssi et al. (2019), a média foi de 27,5% em empresas do Golfo Pérsico.

A média de presenças em reuniões do CA varia entre 0 e 100%, com média de 96,70%, sendo observada uma grande adesão à presença nas reuniões. Uma vez que 25% das empresas têm uma média de presenças inferiores ou iguais a 96%, e 75% inferiores ou iguais a 100%, não se confirma um problema de presença em reuniões, como no estudo de Adams and Ferreira (2009) em empresas americanas, em que se constatou este problema quando os diretores estavam presentes em menos de 75% das reuniões.

A proporção de membros não-executivos do CA tem uma média de 70,19%, variando entre 28,57% e 100%, sendo que 75% da amostra tem valores inferiores ou iguais a 77,78%, o que demonstra uma elevada taxa de membros não executivos no CA. No estudo de Liao et al. (2015) (empresas do Reino Unido), esta taxa foi de 58,6%, e no estudo de Baraibar-Diez et al. (2019) foi de 79,79% (empresas Europeias incluindo o Reino Unido).

Na amostra, 96,29% das empresas têm o CEO como membro do CA, diferente do estudo de Haque (2017), onde foi observada esta situação em 6% das empresas do Reino Unido, referente à variável CEO como *chairman* do conselho.

A percentagem de mulheres encontrada no CA é de 15,47%, sendo que 75% das empresas têm uma percentagem inferior ou igual a 25%. Resultados encontrados noutros estudos em empresas do Reino Unido, demonstraram percentagens similares de 9,66% (Haque, 2017), 9,2% (Liao et al., 2015) e de 12,6% (Helfaya & Moussa, 2017).

Infere-se que em média, as empresas apresentam uma proporção de 92,32% de diretores independentes nos seus comités de auditoria, variando esta percentagem entre 0 e 100%, em que 75% das mesmas apresentam percentagens de independência inferiores ou iguais a 100% de membros independentes. Estes resultados revelam uma elevada independência do seu comité de auditoria, e são superiores aos encontrados no estudo de Al-Shaer and Zaman (2018), onde foram analisadas empresas cotadas na *London Stock Exchange*, que apresentaram uma média para esta variável de 78,1%, considerada alta e em conformidade pelo *UK Corporate Governance Code* (FRC, 2018).

As empresas consideradas têm uma dimensão média de 14,64, uma *leverage* média de 77,13%, e um retorno sobre os ativos com uma média de 7,12%. As empresas apresentam uma idade média de 72 anos, e 75% têm uma idade inferior ou igual a 110 anos, o que revela a existência de empresas experientes.

Foi também verificada a multicolinearidade entre as variáveis, representada por uma forte correlação entre as mesmas, em que a sua presença implicaria a viabilidade do modelo em estudo. Para garantir que a mesma não estava presente, foi calculada uma matriz de correlações e o coeficiente VIF (*variance inflation factor*) para cada variável independente (Kennedy, 1992). A matriz de correlações é apresentada no Anexo C, verificando-se a presença de coeficientes de *Pearson* sempre inferiores a 0,8. O fator VIF apresenta valores inferiores a 10 para todas as variáveis, assim como valores de tolerância superiores a 0,1, que se encontra demonstrado no Anexo D. Assim, verifica-se a ausência de problemas de multicolinearidade das variáveis analisadas (Kennedy, 1992).

Todas as variáveis têm uma correlação positiva com o *ESG Score*, exceto as variáveis competências específicas e o retorno sobre os ativos, em que se verifica uma correlação negativa.

Empresas com rentabilidades superiores são também altamente competitivas e representativas do mercado em que operam. Como tal, existe também um limite para o quão transparente as empresas poderão ser, uma vez que existe muito investimento em torno do seu desenvolvimento estratégico e de negócio para alcançar vantagem competitiva, a qual não se pretende revelar aos seus *players* diretos do mercado, fazendo com que estas empresas queiram divulgar menos (Giannarakis, 2014a).

4.2. Resultados das regressões

Para testar as hipóteses formuladas anteriormente, utilizou-se o modelo *random effects panel data*, tal como no estudo de Arayssi et al. (2019).

Este modelo foi considerado o mais adequado para a análise pretendida, uma vez que se pretende incluir as diferenças de indústria e de ano, sendo estes dois efeitos anulados pelo modelo *fixed effects*. Para além disso, tendo variáveis como a indústria de cada empresa, que não varia ao longo dos anos analisados, ou seja, como não há variação deste fator dentro da mesma empresa entre momentos distintos, não é possível estimar os coeficientes utilizando o modelo *fixed effects*.

O modelo utilizado explora as diferenças entre indivíduos, o que significa normalmente que as variáveis explicativas são estritamente exógenas e não correlacionadas com o efeito específico do indivíduo. Em *panel data*, as variáveis explicativas variam em duas dimensões (indivíduos e tempo) e não apenas numa, e assim, os coeficientes estimados são bastante precisos (Verbeek, 2004).

Os resultados do modelo estatístico (ESG_DISCLOSURE) encontram-se descritos na Tabela 4.3.

Tabela 4.3 – Resultados da regressão *random effects* (score total, e score individual E, S e G)

	Sinal esperado	Coeficiente de regressão <i>p</i> - value			
		ESG_DISCLOSURE	E_DISCLOSURE	S_DISCLOSURE	G_DISCLOSURE
Constante		-90.54 0,00***	-83.22 0,00***	-56.23 0,00***	-159.23 0,00***
<i>Variáveis Independentes</i>					
BOARD_SIZE	+	0.06 0.69	0.14 0.50	0.12 0.54	-0.01 0.97
SKILLS_SPEC	+	0.07 0,00***	-0.01 0.72	-0.01 0.77	0.21 0,00***
BACKGRD_SKILLS	+	5.48 0,00**	4.83 0,05 .	1.98 0.40	10.37 0,00 ***
BOARD_MEET	+	0.07 0,02*	0.00 0.98	-0.03 0.54	0.28 0,00***
N_EXEC_B_MEMBER	+	0.14 0,00***	-0.02 0.54	-0.01 0.77	0.46 0,00***
CEO_B_MEMBER	-	5.15 0,00**	-1.68 0.48	4.49 0,04*	11.82 0,00***
GENDER	+	0.13 0,00***	0.10 0,00 ***	0.07 0,00 **	0.24 0,00***
AUDIT_COM_IND	+	0.12 0,00***	0.03 0.170	0.01 0.736	0.37 0,00***
<i>Variáveis de Controlo</i>					
FIRM_SIZE	+	5.40 0,00***	6.89 0,00***	5.68 0,00***	4.42 0,00***
LEVERAGE	+	0.01 0,08 .	0.00 0.72	0.01 0.11	0.01 0,08 .
ROA	+	0.01 0.82	0.11 0,02 *	0.00 0.96	-0.02 0.67
FIRM_AGE	+	0.06 0,00***	0.06 0,00 ***	0.07 0,00***	0.04 0,00***
D_2015		2.51 0,00***	1.23 0,06 .	2.26 0,00 ***	4.24 0,00***
D_2016		2.59 0,00***	1.25 0,06 .	3.44 0,00***	2.74 0,00**
D_2017		3.60 0,00***	0.96 0.16	5.69 0,00***	3.27 0,00***
D_2018		4.74 0,00***	1.10 0.11	6.78 0,00***	5.00 0,00***
INDUSTRY_1000		10.85 0,00***	15.48 0,00***	11.34 0,00***	15.11 0,00***
INDUSTRY_2000		13.85 0,00***	16.90 0,00***	14.03 0,00***	15.60 0,00***
INDUSTRY_3000		10.25 0,00***	12.17 0,00 ***	12.21 0,00***	14.05 0,00***
INDUSTRY_4000		9.72 0,00***	13.58 0,00 **	9.82 0,00 **	12.21 0,00***
INDUSTRY_5000		10.55 0,00***	14.015 0,00***	9.30 0,00 ***	13.28 0,00***
INDUSTRY_7000		7.79 0,01**	4.06 0.24	4.71 0,09 .	12.28 0,00***
INDUSTRY_8000		8.13 0,02*	11.15 0,05 *	10.54 0,02 *	10.77 0,01**
R ² Ajustado		0.32	0.12	0.23	0.32
<i>P</i> -Value		0,00	0,00	0,00	0,00

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Unbalanced Panel: n = 383, T = 1-5, N = 1562

Os resultados demonstram que a maioria das características do CA e da organização têm efeito sobre a divulgação da RSC. A relação positiva e estatisticamente significativa verifica-se nas variáveis competências específicas (SKILLS_SPEC), divulgação da experiência profissional (BACKGRD_SKILLS), média de presenças nas reuniões (BOARD_MEET), percentagem de membros não executivos no CA (N_EXEC_B_MEMBER), CEO ser membro do CA (CEO_B_MEMBER), diversidade de género no CA (GENDER), e independência do comité de auditoria (AUDIT_COM_IND).

Verifica-se ainda que a dimensão da organização (FIRM_SIZE), *leverage* (LEVERAGE), e idade da empresa (FIRM_AGE), têm também um efeito positivo e estatisticamente significativo sobre o *score* de divulgação. Identifica-se uma significância da variável *leverage* apenas ao nível dos 10%. Os resultados sugerem também, que existem realmente diferenças significativas ao nível da indústria e ao longo dos anos. As variáveis dimensão do CA (BOARD_SIZE) e retorno sobre os ativos (ROA), não revelam ter um efeito estatisticamente significativo sobre a variável dependente.

Relativamente à Hipótese 1 do estudo, a variável dimensão do CA (BOARD_SIZE) não revela um resultado estatisticamente significativo. No entanto, a sua influência é positiva, demonstrando evidências que apoiam o estudo de Andres and Vallelado (2008), que defenderam que CA maiores, são mais eficazes na monitorização dos gestores reduzindo o seu poder discricionário. Este resultado está em concordância com o estudo de Cheng and Courtenay (2006), no entanto continuam a ser resultados inconclusivos quanto a esta característica do CA. Guerrero-Villegas et al. (2018), constataram que os resultados diferiam consoante o compromisso do próprio país com práticas de RSC. A dimensão do CA tinha menos influência, apesar de positiva, na divulgação destas questões, quando o próprio país estava mais comprometido com estes objetivos de sustentabilidade das empresas. Assim, não se verifica a H1, não havendo evidências da influência desta variável na divulgação da RSC.

Os resultados da variável competências específicas (SKILLS_SPEC), vêm verificar a Hipótese 2 do estudo. Os resultados são similares ao estudo de Arayssi et al. (2019) em termos de influência positiva, no entanto neste último, esta relação não foi estatisticamente significativa.

A divulgação da experiência profissional (BACKGRD_SKILLS) demonstra resultados também positivos e significativos, o que revela ser um critério de divulgação que contribui para o *score* da divulgação da RSC, validando a Hipótese 3. Como tal, sugere que a divulgação destas métricas, em consequência da existência de políticas de divulgação das mesmas, pode também contribuir para a transparência das empresas.

Sobre a Hipótese 4 do estudo, o resultado da variável média de presenças nas reuniões (BOARD_MEET), está de acordo com o que se defendeu também no estudo de Adams and Ferreira (2009). Ou seja, esta variável está relacionada positivamente com a eficácia do conselho em termos de aumento da eficácia nas funções dos seus diretores, com a sua presença nas reuniões do CA. Assim, verifica-se a Hipótese 4.

Relativamente à Hipótese 5, o resultado da variável proporção de membros não-executivos no CA (N_EXEC_B_MEMBER) vai de encontro ao estudo de Khan (2010), sendo o oposto ao encontrado nos estudos de Liao et al. (2015) (empresas do Reino Unido), em que esta relação foi negativa. Estudos como o de Baraibar-Diez et al. (2019) em empresas Europeias incluindo Reino Unido, demonstraram um resultado negativo, mas não estatisticamente significativo para este país. Assim, verifica-se a H5.

Relativamente à Hipótese 6 do estudo, o CEO ser membro do CA tem um impacto positivo na divulgação da RSC, o que não vai de encontro ao defendido pela maioria dos autores. Os autores defendem que quando o CEO é membro do CA, há um aumento de comportamentos oportunistas (Rechner & Dalton, 1989), uma maior submissão do CA (Guerrero-Villegas et al., 2018), menor defesa dos interesses dos acionistas, menor representação dos *stakeholders* no CA, e conseqüentemente diminuição tanto da transparência como da divulgação da RSC (Forker, 1992; Guerrero-Villegas et al., 2018).

O impacto positivo está de acordo com os resultados encontrados em estudos que utilizaram a variável CEO *duality*, como os de Jizi et al. (2013) e Tamimi and Sebastianelli (2017). Assim, a H6 não se verifica no presente estudo. Esta influência sugere que, afinal, um comportamento oportunista pode melhorar a divulgação da RSC, ou por outro lado, hoje em dia esse comportamento oportunista é pouco verificado. Outra questão que se pode colocar, seria se o CEO é um membro independente do conselho, como investigado no estudo de Giannarakis et al. (2019).

Os resultados da variável N_EXEC_B_MEMBER podem explicar o resultado da variável CEO_B_MEMBER, uma vez que os membros não-executivos podem ser considerados especialistas para decisões independentes e não intimidadas pelo CEO (Fama & Jensen, 1983). Nesta amostra, a proporção de membros não-executivos tem uma média de 70,185%, sendo que 75% das empresas têm proporções inferiores ou iguais a 77,78%, o que demonstra a presença de uma elevada taxa de membros não-executivos. Este facto pode ter diminuído/anulado o efeito de submissão do conselho, que advém do nível de envolvimento do CEO no CA.

Sobre a Hipótese 7, a influência da diversidade de género no CA (GENDER) neste estudo, está de acordo com os resultados de estudos prévios como o de Arayssi et al. (2019), Haque (2017), Liao et al. (2015) e Tamimi and Sebastianelli (2017). Verifica-se assim a H7, quanto maior a diversidade de género do CA, maior o *score* da divulgação.

No que concerne a Hipótese 8, a independência do comité de auditoria (AUDIT_COM_IND) revela um resultado que se encontra de acordo com o estudo de Al-Shaer and Zaman (2018). Estes analisaram o impacto da independência e a *expertise* do comité, e a credibilidade dos relatórios de RSC em empresas cotadas na *London Stock Exchange*. Assim, verifica-se a H8.

Finalmente, sobre as variáveis de controlo, a dimensão da organização (FIRM_SIZE), *leverage* (LEVERAGE) e a idade da empresa (FIRM_AGE), têm também um efeito positivo e estatisticamente

significativo sobre o *score* de divulgação. A significância da variável *leverage* apenas ao nível 10%, é considerada pouco significativa.

A variável *FIRM_SIZE* tem um resultado em concordância com o estudo de Arayssi et al. (2019), Manita et al. (2018) e Liao et al. (2015), verificando-se que quanto maior a empresa, maior o *score* de divulgação da RSC. A variável *leverage*, apesar da sua fraca significância, tem uma influência positiva. Este resultado vai de encontro com autores como Giannarakis (2014a) e Michelon and Parbonetti (2012), sendo o resultado similar aos estudos de Crifo et al. (2018) e Haque (2017), que analisaram o impacto da *leverage* e a *performance* ambiental em empresas do Reino Unido.

A variável *FIRM_AGE* tem o mesmo impacto que no estudo de Arayssi et al. (2019), revelando ser uma característica da organização que contribui para a divulgação da RSC, possivelmente pelo facto de empresas mais antigas terem melhorado a sua divulgação ao longo dos anos devido à sua experiência.

O retorno sobre os ativos (ROA) não revela ter um efeito estatisticamente significativo sobre a variável dependente. Estes resultados estão em concordância com os resultados encontrados nos estudos de Crifo et al. (2018) e Helfaya and Moussa (2017), não revelando ser uma característica que influencie a divulgação da RSC.

O resumo da validação das hipóteses encontra-se na Tabela 4.4.

Tabela 4.4 – Validação das hipóteses

Hipótese	Resultado	
H1	Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a dimensão do CA e o <i>score</i> da divulgação da RSC	Não se verifica
H2	Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a existência de competências específicas dos membros do CA e o <i>score</i> da divulgação da RSC	Verifica-se
H3	Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a divulgação por parte da empresa da experiência profissional de cada membro do CA e o <i>score</i> da divulgação da RSC	Verifica-se
H4	Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a média de presenças dos membros em reuniões do CA e o <i>score</i> da divulgação da RSC	Verifica-se
H5	Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a percentagem de membros não-executivos do CA e o <i>score</i> da divulgação da RSC	Verifica-se
H6	Existe uma relação negativa e estatisticamente significativa quando o CEO é também membro do CA e o <i>score</i> da divulgação da RSC	Não se verifica
H7	Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a diversidade de género no CA e o <i>score</i> da divulgação da RSC	Verifica-se
H8	Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a percentagem de membros do CA independentes no comité de auditoria e o <i>score</i> da divulgação da RSC	Verifica-se

Foi realizada uma análise individual ao *score* dos três pilares da divulgação da RSC. Na Tabela 4.3, são também apresentados os resultados das mesmas variáveis em relação aos três tipos de *score* individualmente: E – ambiental, S – social e G – *governance*. Verifica-se que existem diferenças nos impactos destas mesmas variáveis, dependendo do pilar da divulgação com que estamos a lidar.

As variáveis *BOARD_SIZE* e *GENDER* mantêm o mesmo impacto nos três pilares da divulgação da RSC, ou seja, não é significativo para a primeira, e é positivo e significativo para a segunda. O mesmo

se verifica para as variáveis FIRM_SIZE, *leverage* e FIRM_AGE, que mantêm os resultados para os três pilares. Por outro lado, a variável BOARD_MEET mantém a significância apenas para G_DISCLOSURE, enquanto a variável CEO_B_MEMBER deixa de ser significativa para o E_DISCLOSURE. As variáveis SKILLS_SPEC, BACKGRD_SKILLS, N_EXEC_B_MEMBER e AUDIT_COM_IND, deixam de ser significativas para E_DISCLOSURE e S_DISCLOSURE.

Estes resultados revelam que todas as variáveis têm influência sobre a divulgação de *governance* das empresas. Pelo contrário, as divulgações ambientais e sociais não são influenciadas pelas competências específicas dos diretores, divulgação da experiência profissional, presença dos diretores em reuniões do CA, percentagem de membros não executivos e independência do comité de auditoria. A divulgação ambiental também não é influenciada pela presença do CEO no CA.

No estudo de Baraibar-Diez et al. (2019), onde foram analisados os vários *scores* E, S, G, e ainda o *score* económico por país incluindo o Reino Unido, verificou-se que entre as variáveis percentagem de membros não-executivos, dimensão do CA e CEO *duality*, apenas a variável dimensão do CA revelou ser significativa para o ESG *score* para as empresas deste país, ao contrário do que se verificou no presente estudo. Este estudo utilizou *scores* da ASSET4 da Thomson Reuters Datastream, diferente do utilizado no presente estudo, para além de que os anos analisados variaram entre 2005 e 2015, o que possivelmente pode justificar as diferenças.

A variável ROA passa a ser estatisticamente significativa e com uma influência positiva para o E_DISCLOSURE. Isto sugere que as empresas com melhores rentabilidades também têm melhores *scores* na divulgação ambiental. Uma vez que são empresas mais expostas, com maior vantagem competitiva, e com maior pressão por parte dos *stakeholders*, divulgam mais informação ambiental do que dos outros pilares, pois é um tema mais sensível em termos de sustentabilidade das empresas, e em relação à sua envolvência com a sociedade. Os resultados também sugerem que existem diferenças significativas ao nível da indústria e ao longo dos anos, para os três pilares de forma individual.

De seguida, testou-se o comportamento das empresas em termos de *performance* ao nível da dimensão do *score*, e da sua idade. Testou-se se o nível de significância das características do CA difere/varia consoante o *score* total das empresas, assim como a sua idade seja maior ou menor. Assim, dividiram-se as empresas pela mediana do *score* total da RSC (ESG_DISCLOSURE 49,32%) em dois subgrupos: grupo *lowscore* com empresas com um *score* inferior ou igual a 49,32%, e grupo *highscore* com empresas com um *score* superior ou igual a 49,33%. Dividiram-se as empresas pela mediana da idade (FIRM_AGE 43 anos) em dois subgrupos: grupo *lowage* com empresas com idade inferior ou igual a 42 anos, e grupo *highage* com empresas com idade superior ou igual a 43 anos.

Os resultados encontram-se descritos na Tabela 4.5.

Tabela 4.5 – Resultados das regressões *random effects* ESG_DISCLOSURE e FIRM_AGE

	Sinal esperado	Coeficiente de regressão <i>p - value</i>			
		Lowscore	Highscore	Lowage	Highage
Constante		-47,99 0,00***	-30,99 0,00***	-95,39 0,00***	-74,33 0,00***
<i>Variáveis Independentes</i>					
BOARD_SIZE	+	0,21 0,29	-0,17 0,28	0,45 0,05*	-0,17 0,36
SKILLS_SPEC	+	0,07 0,00***	0,04 0,01*	0,07 0,00***	0,07 0,00***
BACKGRD_SKILLS	+	4,92 0,02*	2,27 0,39	5,94 0,01**	2,67 0,41
BOARD_MEET	+	0,08 0,08 .	0,09 0,01*	0,04 0,26	0,14 0,01*
N_EXEC_B_MEMBER	+	0,05 0,10 .	0,16 0,00***	0,10 0,01**	0,16 0,00***
CEO_B_MEMBER	-	4,61 0,01**	2,57 0,34	3,88 0,13	5,43 0,02*
GENDER	+	0,08 0,00***	0,10 0,00***	0,11 0,00***	0,14 0,00***
AUDIT_COM_IND	+	0,13 0,00***	0,06 0,02*	0,17 0,00***	0,06 0,01*
<i>Variáveis de Controlo</i>					
FIRM_SIZE	+	2,53 0,00***	3,49 0,00***	5,64 0,00***	5,04 0,00***
LEVERAGE	+	0,01 0,02*	0,00 0,50	0,01 0,26	0,00 0,56
ROA	+	0,04 0,39	-0,02 0,65	0,06 0,21	-0,07 0,13
FIRM_AGE	+	0,04 0,00**	0,02 0,00**	- -	- -
R ² Ajustado		0,35	0,34	0,29	0,33
<i>P-Value</i>		0,00	0,00	0,00	0,00
		N=781	N=781	N=778	N=784

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Pelos resultados apresentados na Tabela 4.5, pode-se constatar que existem diferenças no impacto das características do CA consoante a *performance* do ESG Score. As variáveis que têm um impacto positivo nas empresas com *lowscore* são: SKILLS_SPEC, BACKGRD_SKILLS, CEO_B_MEMBER, GENDER, AUDIT_COM_IND, FIRM_SIZE, LEVERAGE e FIRM_AGE. Nas empresas com melhor

performance ESG Score as variáveis que têm uma influência positiva são: SKILLS_SPEC, BOARD_MEET, N_EXEC_B_MEMBER, GENDER, AUDIT_COM_IND, FIRM_SIZE e FIRM_AGE.

Nas empresas *highscore*, a variável BACKGRD_SKILLS não é estatisticamente significativa, e ao contrário do constatado no *score* total e no *score governance*, esta divulgação não contribui para *scores* de divulgação superiores, mas sim apenas para um maior *score* de *governance*, tendo um impacto positivo no *score* total como esperado.

A variável BOARD_MEET é apenas estatisticamente significativa nas empresas com *highscore*, sendo uma variável que contribui para melhores *scores* assim como constatado no modelo total, o que significa que as empresas que têm maior divulgação reúnem-se com maior frequência. A variável N_EXEC_B_MEMBER é apenas significativa em empresas com *highscore*, o que revela que quanto mais membros não executivos englobados no CA, maior a influência sobre a *performance* da divulgação da RSC. CEO_B_MEMBER deixa de ser estatisticamente significativo em empresas com *highscore*, o que revela ser uma característica que tem impacto apenas em empresas com pior *performance* ao nível da divulgação da RSC.

LEVERAGE é apenas significativa em empresas com *lowscore*, o que favorece a opinião de alguns autores, em que empresas com maior dívida divulgam menos devido à exposição da sua posição (Giannarakis, 2014a), ou têm uma pior *performance* ao nível da divulgação da RSC. No modelo total, esta variável é pouco significativa (10% de significância), embora com um impacto positivo na divulgação. Nesta análise, revela ser uma variável bastante significativa (5% significância) e também com um impacto positivo, mas apenas para empresas com *lowscore*.

Em ambos os casos a variável BOARD_SIZE e ROA não são estatisticamente significativas. As variáveis SKILLS_SPEC, GENDER, AUDIT_COM_IND e FIRM_SIZE, são estatisticamente significativas com impacto positivo, assim como acontece no modelo total, revelando serem características que têm impacto para todas as empresas no geral, independentemente do seu *score* de divulgação.

A variável FIRM_AGE é significativa em ambos os casos, o que se torna contraditório face ao declarado na análise do modelo *score* total. Ou seja, se por um lado empresas com maior experiência divulgam mais e com maior qualidade, também podem utilizar essa experiência e *expertise* para não divulgar toda a informação que possa vir a ser exposta, relacionada com a sua estratégia de desenvolvimento e de negócio, e assim manipular resultados.

Em relação à idade das empresas, pode-se constatar que existem diferenças no impacto das características do CA, consoante a experiência das mesmas. As variáveis que têm impacto nas empresas *lowage* são: BOARD_SIZE, SKILLS_SPEC, BACKGRD_SKILLS, N_EXEC_B_MEMBER, GENDER, AUDIT_COM_IND e FIRM_SIZE. Nas empresas *highage*, as variáveis estatisticamente significativas são: SKILLS_SPEC, BOARD_MEET, N_EXEC_B_MEMBER, CEO_B_MEMBER, GENDER, AUDIT_COM_IND e FIRM_SIZE.

Nesta análise constata-se que, pela primeira vez, a dimensão do CA tem um impacto positivo e estatisticamente significativo, mas apenas em empresas menos experientes. Este impacto positivo vai de encontro ao defendido por alguns autores, como de Andres and Vallelado (2008) e Hillman et al. (2009), e os resultados vão de encontro aos estudos de Frias-Aceituno et al. (2012), Guerrero-Villegas et al. (2018), Jizi et al. (2013), Lagasio and Cucari (2018), Majumder et al. (2017) e Tamimi and Sebastianelli (2017).

Os resultados sugerem que à medida que as empresas se vão tornando mais experientes, a dimensão do CA deixa de ser significativa. A experiência das empresas, faz com que não necessitem da mesma dimensão de CA, que quanto maiores, mais eficazes na monitorização dos gestores (de Andres & Vallelado, 2008). Quanto maiores, melhores são as ligações e relações criadas com o seu ambiente exterior e com os seus *stakeholders* (Hillman et al., 2009), têm maior diversidade de conhecimento, competências e antecedentes, e contribuem de forma positiva na discussão de ideias e estratégia da empresa (Bear et al., 2010; Haji, 2013; Haque, 2017). Uma vez que com o desenvolvimento da experiência e/ou da sua estratégia houve melhoria nos processos, este paradigma já não se verifica e/ou não tem impacto.

Assim como aconteceu para empresas com melhor *performance* de divulgação, a variável BOARD_MEET apenas é significativa para empresas com maior experiência. Este facto revela que esta variável tem impacto, e é importante para as empresas terem em conta a presença dos seus diretores nas suas reuniões, de maneira a obterem melhores divulgações, assim como no seu desenvolvimento estratégico e de negócio ao longo do tempo.

A variável CEO_B_MEMBER apenas tem um impacto positivo e significativo em empresas com maior experiência. Este facto revela que o grau de envolvimento do CEO na monitorização da empresa, e conseqüentemente um conselho mais submisso, tem um impacto positivo na divulgação da RSC em empresas mais experientes. Este resultado é o contrário do esperado e do já discutido e argumentado no modelo total, em que normalmente esta situação leva a uma menor transparência das empresas, o que não é constatado neste estudo.

As variáveis SKILLS_SPEC, N_EXEC_B_MEMBER, GENDER, AUDIT_COM_IND e FIRM_SIZE, têm um impacto positivo e estatisticamente significativo em ambos os casos, como encontrado no modelo total. BACKGRD_SKILLS apenas tem impacto nas empresas *lowage*. LEVERAGE e ROA não são estatisticamente significativas em ambos os casos.

Assim, as únicas variáveis que mantêm os resultados nas análises efetuadas no modelo total (exceto *scores* individuais), *lowscore*, *highscore*, *lowage* e *highage* são: SKILLS_SPEC, GENDER, AUDIT_COM_IND, FIRM_SIZE, ROA e FIRM_AGE. A variável N_EXEC_B_MEMBER é também estatisticamente positiva em todas estas análises, embora com um nível de significância de 10% nas

empresas *lowscore*. Todas as regressões efetuadas (exceto regressões *scores* individuais), têm um R² ajustado entre 0,29 e 0,35, revelando um forte poder explicativo.

4.3. Testes de Robustez

Para confirmar os resultados obtidos no modelo *random effects unbalanced panel data*, procedeu-se à mesma análise mas com o modelo *fixed effects*, com o objetivo de mitigar o risco de endogeneidade. Assim, controla-se a heterogeneidade não-observável entre as observações, e a probabilidade da omissão de características não-observáveis relacionadas com as empresas.

Os resultados são similares como se pode observar na Tabela 4.6, exceto para uma variável de controlo. No entanto, este modelo não considera as diferenças entre indústrias e ano, considerando-os fixos ao longo do tempo, não tendo sido utilizadas as variáveis de controlo *dummy* indústria.

A mesma análise foi realizada utilizando a variável BOARD_SIZE sob a forma de logaritmo natural, e os resultados são também similares como observado na Tabela 4.6.

Tabela 4.6 - Resultados das regressões dos testes de robustez

	Sinal esperado	Coeficiente de regressão p - value	
		Fixed effects	LN_BOARD_SIZE
Constante		-	-91.68
		-	0,00***
<i>Variáveis Independentes</i>			
BOARD_SIZE	+	-0.14	1.35
		0.34	0.28
SKILLS_SPEC	+	0.07	0.07
		0,00***	0,00***
BACKGRD_SKILLS	+	4.40	5.45
		0,02*	0,00**
BOARD_MEET	+	0.08	0.07
		0,01***	0,02*
N_EXEC_B_MEMBER	+	0.14	0.14
		0,00***	0,00***
CEO_B_MEMBER	-	3.45	4.93
		0,06 .	0,00**
GENDER	+	0.12	0.13
		0,00***	0,00***
AUDIT_COM_IND	+	0.08	0.12
		0,00***	0,00***
<i>Variáveis de Controlo</i>			
FIRM_SIZE	+	1.83	5.32
		0,01**	0,00 ***
LEVERAGE	+	0.00	0.01
		0.31	0,08 .
ROA	+	-0.03	0.01
		0.30	0.81
FIRM_AGE	+	0.26	0.06
		0.58	0,00***
R ² Ajustado		0.03	0.32
P-Value		0.00	0.00

Signif. codes: 0 '***' 0,001 '**' 0,01 '*' 0,05 '.' 0,1 ' ' 1

Unbalanced Panel: n = 383, T = 1-5, N = 1562

5. Discussão e Conclusão

O objetivo do presente estudo é investigar o impacto das características do CA ao nível da divulgação da RSC. Analisa-se também o impacto destas características ao nível da *performance* de divulgação, assim como ao nível de experiência das empresas.

Foram analisadas 383 empresas do Reino Unido entre 2014 e 2018, através do modelo *random effects unbalanced panel data*. O modelo combina as seguintes variáveis para analisar o *score* da divulgação da RSC: dimensão do CA, competências específicas, divulgação da experiência profissional, média de presenças dos membros em reuniões do CA, proporção de membros não-executivos do CA, CEO ser membro do CA, diversidade de género no CA e independência do comité de auditoria. O ESG *Score* é utilizado como uma representação da transparência corporativa (Daub, 2007), da qualidade de gestão, do potencial da empresa para crescer de forma sustentável no futuro, ganhar confiança dos mercados de capitais, e demonstrar as suas intenções de compromisso com as questões da RSC.

Os resultados do trabalho demonstram que todas as variáveis têm um impacto positivo na divulgação da RSC, exceto a dimensão do CA. Estes resultados sugerem que as características do CA influenciam a divulgação destas atividades e estratégia, sendo um mecanismo de *corporate governance* com um impacto positivo na divulgação não-financeira das empresas. As características que revelam maior influência são: a proporção de membros não-executivos no CA, independência do comité de auditoria, competências específicas e a diversidade de género no CA. Ao contrário do esperado, o grau de envolvimento do CEO no CA tem um impacto positivo na transparência da empresa.

A única característica analisada do CA que parece ter influência tanto na divulgação ambiental como social, é a diversidade de género no CA. Na divulgação de *governance*, os resultados são similares ao *score* total. Os diferentes resultados encontrados nos três pilares da divulgação da RSC, sugerem que tem de se ter em conta estas diferentes dimensões, pensando nelas individualmente e não em conjunto, no que toca às características do CA e políticas de sustentabilidade das empresas, assim como aconteceu no estudo de Baraibar-Diez et al. (2019).

As principais diferenças entre empresas com *lowscore* e *highscore*, prendem-se com os fatores CEO_BOARD_MEMBER e proporção de membros não-executivos, em que a primeira variável tem impacto apenas nas empresas *lowscore*, e a segunda em empresas *highscore*. As principais diferenças encontradas em empresas com maior ou menor experiência relacionam-se com: a dimensão do CA, média de presenças em reuniões do CA e CEO ser membro do CA. A primeira característica apenas tem impacto em empresas com menos experiência, e as duas últimas apenas influenciam empresas com maior experiência.

Os resultados demonstram que, empresas com mais experiência são influenciadas pela presença de membros não-executivos no CA, por competências específicas dos membros do conselho e pela

diversidade de género no mesmo. Empresas com menos experiência são influenciadas maioritariamente pela independência do comité de auditoria, competências específicas dos membros do conselho e a diversidade de género do mesmo.

Conclui-se que os resultados deste estudo vão de encontro às teorias que dão base e suporte à compreensão e explicação do comportamento da divulgação da RSC. Vêm contribuir com o já transmitido noutros estudos (Helfaya & Moussa, 2017), em que a teoria da legitimidade, dos *stakeholders* e neste caso também da agência (Fama & Jensen, 1983), devem surgir como teorias complementares, e não como teorias concorrentes para a clarificação deste tipo de divulgação. É também evidenciado que se deveria investigar a questão do grau de envolvimento do CEO no CA de uma maneira mais abrangente, e em conjunto com a presença de outras características. O seu impacto na divulgação parece ser influenciado pela presença de outras características do CA.

Este estudo contribui para a investigação do impacto das características do CA na divulgação da RSC por várias razões, sendo que as conclusões obtidas são relevantes para a comunidade científica. Em primeiro lugar, o estudo incorpora um período de cinco anos, mais recente e amplo que a maioria dos estudos citados, englobando empresas do Reino Unido, sendo este um país com uma forte tradição em matérias de *corporate governance*.

Em segundo lugar, o estudo utiliza o *ESG Score*, amplamente aceite e internacionalmente reconhecido pela maioria dos *stakeholders*, em questões de investimento e de *performance* das empresas em RSC. Este *score* é atribuído por classificação de terceiros, o que evita problemas de legitimidade e resultados subjetivos. No entanto, engloba também informação não regulada nos *websites* corporativos, para além da dos relatórios isolados e/ou integrados, o que poderá implicar a qualidade dos dados. Estas avaliações são financiadas pelos investidores e não pelas próprias empresas, o que resulta em avaliações independentes.

Em terceiro lugar, os resultados obtidos contribuem também para as organizações, na medida em que podem fornecer *guidelines* aquando da formação do seu CA e das suas políticas ao longo do tempo, de maneira a melhorar a qualidade da divulgação da RSC. Nesta perspetiva, um CA mais eficaz neste tipo de divulgação, também irá permitir que o mesmo se familiarize com estas métricas, e assim, identificar qual a estratégia de RSC mais importante para a sua indústria e empresa. A existência de certas características do CA, poderá começar a permitir analisar o nível de transparência das empresas e a redução dos níveis de assimetria de informação neste tipo de divulgação, sendo esta última também útil para os investidores. Nesta medida, a melhoria destas divulgações irá também melhorar o diálogo entre as empresas e os seus investidores/*stakeholders*.

Em quarto lugar, este tipo de *scores* revelam cada vez mais o compromisso das empresas em estratégias de RSC, e na sua sustentabilidade a longo prazo. Este facto, aliado à consequente redução de assimetria de informação, contribui para o aumento da confiança dos investidores nas

organizações. Em termos de regulamentos, estes resultados contribuem para a elaboração de regulamentações futuras, que definem os mecanismos internos de *corporate governance* incluídos nos códigos de *corporate governance* do Reino Unido (FRC, 2018), de maneira a serem mais transparentes e a atingirem altos níveis de qualidade na divulgação não-financeira. Em termos de auditoria externa, estes estudos contribuem também para a definição dos critérios de avaliação das divulgações não financeiras, aquando da sua avaliação pela mesma na atribuição de *scores*.

Finalmente, este é um tema bastante pertinente para a atualidade da divulgação não-financeira, uma vez que existe um compromisso cada vez maior por parte das empresas nesta área, para além de pressões externas institucionais. As conclusões apresentadas anteriormente, são igualmente sustentadas pelo facto da União Europeia ter proposto uma agenda de oito ações, relacionadas com a RSC nas empresas. Destas ações, destacam-se a melhoria dos processos de co-regulação e autorregulação, aumento da recompensa do mercado para a responsabilidade social das empresas, e a melhoria da divulgação das informações sociais e ambientais pelas empresas (EU, 2011).

No entanto, este estudo apresenta algumas limitações, como o facto de incidir apenas sobre um país. Investigadores em *Corporate Governance* dividem o mundo em dois sistemas distintos: o sistema Anglo-Americano orientado para os *shareholders* (mecanismos externos) e o sistema Continental orientado para os *stakeholders* (mecanismos internos). Estes dois modelos têm sido usados para tentar explicar as diferenças encontradas nas práticas de governo de sociedades a nível global (Aguilera et al., 2006). A distinção entre os dois relaciona-se pelas diferenças ao nível cultural, legal, regulamentar, tipo de relações entre empresas e governo, papel das instituições financeiras, e estruturas acionistas encontradas em diferentes partes do mundo.

Empresas que se encontrem em países orientados para os mecanismos externos como os Estados Unidos da América e o Reino Unido, tendem a ter uma forte orientação para os *shareholders*, e uma grande tradição no direito comum (*common law*). O governo das sociedades destas empresas, tem tipicamente um elevado compromisso com os investidores externos (portanto uma constituição acionista amplamente dispersa), e um baixo compromisso com o mercado de capitais. Os seus gestores são recompensados com base em valores de mercado, sendo que surgem os conflitos de interesse entre acionistas e gestores (García-Castro et al., 2013).

Outra limitação reside no facto de apenas se analisar a divulgação da RSC através do *score* de divulgação, e não através da existência de um relatório integrado e/ou isolado, e a qualidade da sua transparência como em outros estudos. Esta questão prende-se com o facto de existirem evidências que a divulgação destes relatórios e o tipo de informação neles contidos, também são influenciados por características do CA (Frias-Aceituno et al., 2012; Michelon & Parbonetti, 2012; Giannarakis, 2014; Stacchezzinni et al., 2016; Guerrero-Villegas et al., 2018; Lagasio & Cucari, 2018).

Têm sido também desenvolvidos trabalhos, com o objetivo de investigar o uso do relatório integrado como um meio oportunístico para manipular a impressão pública do comportamento organizacional, através de manipulação de resultados contidos nos mesmos (Stacchezzinni et al., 2016). O estudo de Michelon et al. (2015), relacionou três práticas de relatórios de RSC em empresas do Reino Unido cotadas na *London Stock Exchange* entre os anos de 2005 e 2007. Aqui, surgiram evidências que a utilização destas práticas na elaboração de relatórios de RSC não aumentam a qualidade do relatório, sugerindo que estas práticas têm uma natureza mais simbólica do que substantiva. Ou seja, o tipo de informação divulgada depende também do tipo de relatório utilizado para a divulgação não-financeira.

Neste estudo, utiliza-se apenas o *score* da *Refinitiv*, e existem diferentes *scores* de diferentes consultoras utilizados nos variados estudos, o que pode conduzir a diferentes resultados.

Outra limitação reside no facto de haver regulamentações em constante mudança, tanto a nível europeu como em cada país, como é o caso do Reino Unido. A *Climate Change Act* (CCA, 2008) e a *UK Companies Act* (CA,2006) sofreram alterações em 2020, o que certamente irá induzir alterações na divulgação RSC, e conseqüentemente no tipo de informação divulgada. É uma área em constante mudança, o que irá provavelmente conduzir a conclusões e resultados diferentes, nos diversos estudos ao longo dos anos.

Em termos de perspetivas para investigações futuras, e no seguimento do referido como limitações deste estudo, poderia ser interessante fazer a mesma análise mas com amostras individuais dos diferentes países em simultâneo. Este tipo de investigação permitiria perceber as reais diferenças entre países e culturas, e entender quais os mecanismos e características que têm uma influência positiva na divulgação da RSC nas diferentes realidades, e quem sabe, fazer com que alguns países aprendessem com a experiência dos outros.

Outras sugestões poderiam ser: introduzir mais variáveis de diversidade de formação profissional, de diversidade de competências dos membros do CA, e ainda utilizar amostras de períodos de tempo mais longos. Revela-se serem necessários estudos, em que se investiga o impacto das características do CA no grau de envolvimento do CEO no CA, em conjunto com a divulgação.

Investigações futuras poderiam ainda passar por trabalho conjunto entre reguladores, académicos e empresas, com o objetivo de uniformizar as normas e critérios de divulgação não-financeira. Esta sugestão prende-se com o facto de que, com a crescente globalização e a existência de um elevado número de multinacionais, torna-se urgente esta uniformização. Só assim, poderá ser possível para qualquer investidor/*stakeholder*, em qualquer parte do mundo, ter uma base de dados comparável e com materialidade, para poder fundamentar as suas decisões/avaliações.

6. Fontes

CA (2006). UK Companies Act 2006. <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>

CCA (2008). Climate Change Act. www.legislation.gov.uk/ukpga/2008/27/contents

EU (2011). A renewed EU strategy 2011-14 for corporate social responsibility. http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id701

European Commission (2001). Green paper: Promoting a European framework for corporate social responsibility. europa.eu/rapid/press-release_DOC-01-9_en.pdf

7. Referências Bibliográficas

- Adams, C. A. (2002). Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting: Beyond current theorising. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15(2), 223–250.
- Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291–309.
- Aguilera, R. V., Williams, C. A., Conley, J. M. & Rupp, D. E. (2006). Corporate Governance and Social Responsibility: A Comparative Analysis of the UK and the US. *Corporate Governance: An International Review*, 14(3), 147-158.
- Alsaeed, K. (2006). The association between firm-specific characteristics and disclosure: The case of Saudi Arabia. *Managerial Auditing Journal*, 21(5), 476 - 496.
- Al-Shaer, H., & Zaman, M. (2018). Credibility of sustainability reports: The contribution of audit committees. *Business Strategy and the Environment*. <https://doi.org/10.1002/bse.2046>
- Arayssi, M., Jizi, M., Tabaja, H. (2019). The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Bingley, 11(1), 137-161.
- Baltagi, B. H. (2013). *Econometric analysis of panel data*, 5th Edition. John Wiley & Sons Inc.
- Baraibar-Diez, E., Odriozola, M., Sánchez, J. (2019). Sustainable compensation policies and its effect on environmental, social, and governance scores. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26, 1457–1472.
- Barnea, A. & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97, 71-86.
- Bear, S., Rahman, N. & Post, C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207-221.
- Bloomberg (2020). Bloomberg ESG disclosure Score. <https://frameworkesg.com/bloomberg-esg-disclosure-scores-behind-the-terminal/>
- Boerner, H. (2011). Sustainability and ESG reporting frameworks: Issuers have GAAP and IFRS for reporting financials - What about reporting for intangibles and non-financials? *Corporate Finance Review*, 15(5), 34–37.
- Bonsón, E. & Bednárová, M. (2015). CSR reporting practices of Eurozone companies. *Revista de Contabilidad - Spanish Accounting Review*, 18(2), 182-193.
- Brammer, S., Millington, A. & Pavelin, S. (2007). Gender and ethnic diversity among UK corporate boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 393-403.
- Bravo, F. & Reguera-Alvarado, N. (2018). Sustainable development disclosure: Environmental, social, and governance reporting and gender diversity in the audit committee. *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 418-429.
- Burgess, Z. & Tharenou., P. (2002). Women board directors: Characteristics of the few. *Journal of Business Ethics*, 37, 39–49.
- Burke, R. J. (1997). Women on corporate boards of directors: A needed resource. *Journal of Business Ethics*, 16, 909–915.
- Cadbury, S. A. (2000). The corporate governance agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 8(1), 7-15.

- Camilleri, M. A. (2015). Environmental, social and governance disclosures in Europe. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 6(2), 224-242.
- Cerbioni, F. & Parbonetti, A. (2007). Exploring the effects of corporate governance on intellectual capital disclosure: An analysis of European biotechnology companies. *European Accounting Review*, 16(4), 791–826.
- Cheng, E. & Courtenay, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*, 41(3), 262–289.
- Crifo, P., Escrig-Olmedo, E., Mottis, N. (2019). Corporate Governance as a Key Driver of Corporate Sustainability in France: The Role of Board Members and Investor Relations. *Journal of Business Ethics*, 159, 1127–1146.
- Daub, C. H. (2007). Assessing the quality of sustainability reporting: an alternative methodological approach. *Journal of Cleaner Production*, 15, 75-85.
- de Andres, P. & Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: The role of the board of directors. *Journal of Banking & Finance*, 32, 2570–2580.
- Denis, D. K. & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
- Denis, D. & Sarin, A. (1999). Ownership and board structures in publicly traded corporations. *Journal of Financial Economics*, 52(2), 187-223.
- de Villiers, C., Naiker, V. & van Staden, C. J. (2011). The effect of board characteristics on firm environmental performance. *Journal of Management*, 37(6), 1636-1663.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Fernandez-Feijoo, B., Romera, S. & Ruiz, S. (2012). Does board gender composition affect corporate social responsibility reporting?. *International Journal of Business and Social Science*, 3(1), 31-38.
- Figge, F., Hahn, T., Schaltegger, S. & Wagner, M. (2002). The sustainability balanced scorecard – Linking sustainability management to business strategy. *Business Strategy and the Environment*, 11(5), 269-284.
- Forker, J.J. (1992). Corporate Governance and Disclosure Quality. *Accounting and Business Research*, 22(86), 111–124.
- FRC (2018). UK Corporate Governance Code 2018, Financial Reporting Council, London.
- Frias-Aceituno, J., Rodriguez-Ariza, L. & Garcia-Sanchez, I. (2012). The Role of the Board in the Dissemination of Integrated Corporate Social Reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20, 219–233.
- Galbreath, J. (2013). ESG in focus: The Australian evidence. *Journal of Business Ethics*, 118(3), 529-541.
- García-Castro, R., Aguilera, R. V. & Ariño, M. (2013). Bundles of Firm Corporate Governance Practices: A Fuzzy Set Analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 21(4), 390–407.
- Giannarakis, G. (2014). Corporate governance and financial characteristic effects on the extent of corporate social responsibility disclosure. *Social Responsibility Journal*, 10(4), 569-590.
- Giannarakis, G. (2014a). Financial, Governance and Environmental determinants of Corporate Social Responsible Disclosure. *Management Decision*, 52(10), 1928-1951. <http://dx.doi.org/10.1108/MD-05-2014-0296>

- Giannarakis, G., Andronikidis, A., Sariannidis, N. (2019). Determinants of environmental disclosure: investigating new and conventional corporate governance characteristics. *Annals of Operations Research*. <https://doi.org/10.1007/s10479-019-03323-x>
- GRI. Global Reporting Initiative. <https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx>
- Guerrero-Villegas, J., Pérez-Calero, L., Hurtado-González, J. M. & Giráldez-Puig., P. (2018). Board Attributes and Corporate Social Responsibility Disclosure: A Meta-Analysis. *Sustainability*, 10. DOI: 10.3390/su10124808
- Haji, A. (2013). Corporate social responsibility disclosures overtime: Evidence from Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, 28(7), 647–676.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*. 38(3), 317–349.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 391–430.
- Haque, F. (2017). The effects of board characteristics and sustainable compensation policy on carbon performance of UK firms. *The British Accounting Review*, 49(3), 347-364.
- Helfaya, A. & Moussa, T. (2017). Do Board's Corporate Social Responsibility Strategy and Orientation Influence Environmental Sustainability Disclosure? UK Evidence. *Business Strategy and the Environment*, 26, 1061–1077.
- Hill, C. W. & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131–154.
- Hillman, A.J., Withers, M.C. & Collins, B.J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404-1427.
- Ibrahim, N. A. & Angelidis, J. P. (1994). Effect Of Board Members Gender On Corporate Social Responsiveness Orientation. *Journal of Applied Business Research*, 10(1), 35-40.
- ICAEW (2021). Institute of Chartered Accountants in England and Wales. <https://www.icaew.com/technical/corporate-governance/codes-and-reports/uk-corporate-governance-code/corporate-governance-timeline>
- IFRS Foundation (2020). Consultation Paper on Sustainability Reporting, IFRS Foundation, London. <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/sustainability-reporting/comment-letters-projects/consultation-paper-and-comment-letters/>
- IIRC (2013). The International <IR> Framework. International Integrated Reporting Committee. <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>
- Jamali, D. & Mirshak, R. (2007). Corporate Social Responsibility (CSR): Theory and Practice in a Developing Country Context. *Journal of Business Ethics*, 72, 243–262.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control mechanisms. *Journal of Finance*, 6(4), 831-880.
- Jensen, J. C. & Berg, N. (2012). Determinants of Traditional Sustainability Reporting Versus Integrated Reporting. An Institutional Approach. *Business Strategy and the Environment*, 21, 299–316.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jizi, M. I., Salama, A., Dixon, R. & Stratling, R. (2013). Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from the US Banking Sector. *Journal of Business Ethics*, 125, 601-615.

- Kennedy, P. (1992). A guide to econometrics (3rd edition). Basil Blackwell Ltd., Oxford, UK.
- Khan, H. (2010). The effect of corporate governance elements on corporate social responsibility (CSR) reporting: Empirical evidence from private commercial banks of Bangladesh. *International Journal of Law and Management*, 52(2), 82-109.
- Khan, A., Muttakin, M. B. & Siddiqui, J. (2013). Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Disclosures: Evidence from an Emerging Economy. *Journal of Business Ethics*. 114, 207–223.
- Kolk, A. (2008). Sustainability, Accountability and Corporate Governance: Exploring Multinationals' Reporting Practices. *Business Strategy and the Environment*, 18, 1-15.
- KPMG (2017). The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2017. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/10/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf>
- KPMG (2017a). Audit committee handbook. London: KPMG Audit Committee Institute.
- La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2006) What Works in securities laws?. *Journal of Finance*, 61(1), 1-32.
- La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Lagasio, V. & Cucari, N. (2018). Corporate governance and environmental social governance disclosure: A meta-analytical review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(4), 701-711.
- Lee, T. M. & Hutchison, P. D. (2005). The decision to disclose environmental information: A research review and agenda. *Advances in accounting*, 21, 83-111.
- Liao, L., Luo, L. & Tang, Q. (2015). Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. *The British Accounting Review*. 47(4), 409–424.
- Lipton, M. & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59–77.
- Majeed, S., Aziz, T. & Saleem, S. (2015). The Effect of Corporate Governance Elements on Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure: An Empirical Evidence from Listed Companies at KSE Pakistan. *International Journal of Financial Studies*, 3(4), 530-556.
- Majumder, M. T. H., Akter, A. & Li, X. (2017). Corporate Governance and corporate social disclosures: A meta-analytical review. *International Journal of Accounting and Information Management*, 25(4), 434-458.
- Manita, R., Bruna, M. G., Dang, R. & Houanti, L. (2018). Board gender diversity and ESG disclosure: evidence from the US. *Journal of Applied Accounting Research*. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2017-0024>
- Michalczuk, G. & Konarzewska, U. (2019). Standardization of corporate social responsibility reporting using the GRI Framework. Optimum. *Economic Studies*, 1(99), 74-88.
- Michelon, G. & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management & Governance*, 16, 477-509.
- Michelon, G., Pilonato, S. & Ricceri, F. (2015). CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis. *Critical Perspectives on Accounting*, 33, 59-78.

- Noronha, C., Tou, S., Cynthia, M. I. & Guan, J. J. (2012). Corporate social responsibility reporting in China: An overview and comparison with major trends. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20, 29–42.
- OECD (2004). OECD principles of corporate governance, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2010). Corporate Responsibility: Reinforcing a Unique Instrument – 2010 Annual Report on the OECD Guidelines for Multinational Enterprises, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris.
- Porter, M. E. & Kramer, M. R. (2006). Strategy and society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78-92.
- Rajesh, R. (2020). Exploring the sustainability performances of firms using environmental, social, and governance scores. *Journal of Cleaner Production*, 247. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.119600>
- Rechner, P.L. & Dalton, D.R. (1989). The Impact of CEO as Board Chairperson on Corporate Performance: Evidence vs. Rhetoric. *The Academy of Management Executive*, 3(2), 141-143.
- Refinitiv (2020). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv. https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf
- Richardson, B. J. (2009). Keeping ethical investment ethical: Regulatory issues for investing for sustainability. *Journal of Business Ethics*, 87, 555–572.
- Robinson, G. & Dechant, K. (1997). Building a Business Case for Diversity. *Academy of Management Perspectives*, 11(3), 21–30.
- Sharma, J., P. & Khanna, S. (2014). Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Sustainability: Synergies and Inter-relationships. *Indian Journal of Corporate Governance*, 7(1), 14-38.
- Shaukat, A., Qiu, Y. & Trojanowski, G. (2016). Board Attributes, Corporate Social Responsibility Strategy, and Corporate Environmental and Social Performance. *Journal of Business Ethics*, 135, 569–585.
- Stacchezzinni, R., Melloni, G. & Lai, A. (2016). Sustainability management and reporting: the role of integrated reporting for communicating corporate sustainability management. *Journal of Cleaner Production*, 136, 102-110.
- SIC (2020). Standard industrial classification of economic activities. <https://siccode.com/sic-code-lookup-directory>
- Tamimi, N. & Sebastianelli, R. (2017). Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores. *Management Decision*, 55(8), 1660-1680.
- Tirole, J. (2006). The theory of corporate finance. Princeton University Press, New Jersey.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance - An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.
- Verbeek, M. (2004). A Guide to Modern Econometrics (2nd Edition). John Wiley & Sons, Ltd. West Sussex.
- Wanderley, L. S, Lucian, R., Farache, F. & Filho, J. M. (2008). CSR Information Disclosure on the Web: A Context-Based Approach Analysing the Influence of Country of Origin and Industry Sector. *Journal of Business Ethics*, 82, 369–378.
- Young, S. & Marais, M. (2012). A multi-level perspective of CSR reporting: The implications of national institutions and industry risk characteristics. *Corporate Governance: An International Review*, 20(5), 432-450.

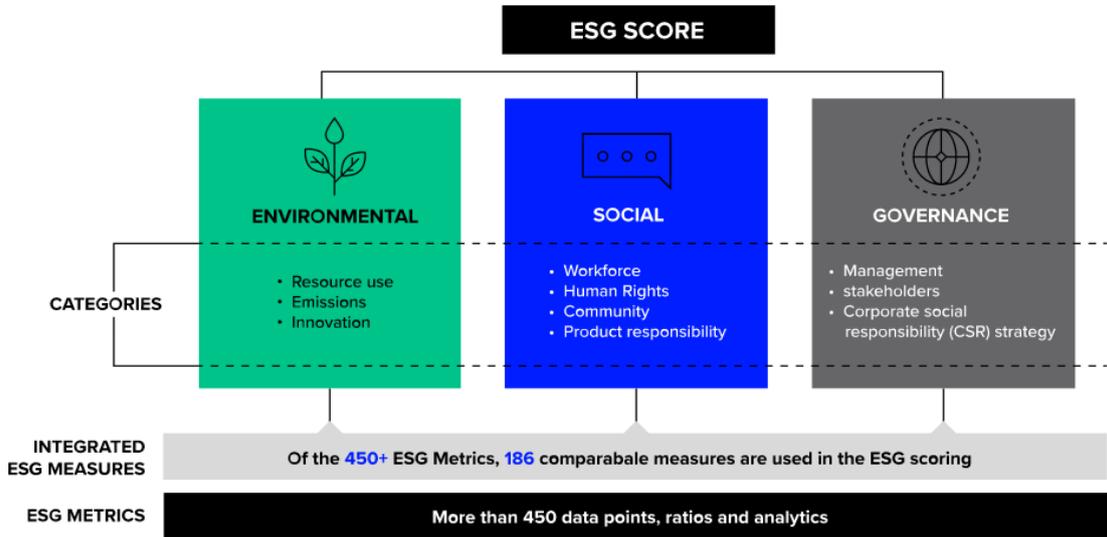
8. Anexos

Anexo A – Categorias dos *scores* e definições

<i>Score</i>	<i>Definição</i>
ESG <i>score</i> de utilização de recursos	Reflete o desempenho de uma empresa e a sua capacidade em reduzir a utilização de materiais, energia ou água, e para encontrar soluções mais ecoeficientes de maneira a melhorar a gestão da sua cadeia de abastecimento
ESG <i>score</i> de redução de emissões	Mede o compromisso e a eficácia de uma empresa no sentido de reduzir as emissões ambientais dos seus processos produtivos e operacionais
ESG <i>score</i> de inovação	Reflete a capacidade de uma empresa em reduzir os custos ambientais, criando novas oportunidades de mercado através de novos processos ambientais e tecnológicos ou produtos ecológicos.
ESG <i>score</i> de colaboradores	Mede a eficácia de uma empresa em termos de proporcionar satisfação no trabalho, um local de trabalho seguro e saudável, que mantém a diversidade e a igualdade de oportunidades, e oportunidades de desenvolvimento dos colaboradores
ESG <i>score</i> de direitos humanos	Mede a eficácia de uma empresa em termos de respeito dos direitos humanos fundamentais
ESG <i>score</i> da comunidade	Mede o compromisso de uma empresa em ser um bom cidadão, protegendo a saúde pública e respeitando a ética empresarial
ESG <i>score</i> de responsabilidade de produto	Reflete a capacidade de uma empresa em produzir bens e serviços de qualidade, integrando a saúde e segurança do cliente, com integridade e proteção de dados
ESG <i>score</i> de gestão	Mede o compromisso e eficácia de uma empresa no cumprimento das melhores práticas dos princípios de <i>corporate governance</i>
ESG <i>score</i> dos acionistas	Mede a eficácia de uma empresa em relação à igualdade de tratamento dos acionistas
ESG <i>score</i> de estratégia de RSC	Reflete as práticas de uma empresa na comunicação do seu compromisso nas dimensões económicas, sociais e ambientais nos seus processos de tomada de decisão no seu dia-a-dia

Adaptado de Refinitiv (2020)

Anexo B - Cálculo do ESG Score pela Refinitiv



Adaptado de Refinitiv (2020)

Anexo C - Matriz de correlações das variáveis do modelo

		ESG_DISCLOSURE	BOARD_SIZE	SKILLS_SPEC	BACKGRD_SKILLS	BOARD_MEET	N_EXEC_B_MEMBER	CEO_B_MEMBER	GENDER	AUDIT_COM_IND	FIRM_SIZE	LEVERAGE	ROA	FIRM_AGE
ESG_DISCLOSURE	Coeficiente	1												
	Sig.													
BOARD_SIZE	Coeficiente	,46**	1											
	Sig.	0,00												
SKILLS_SPEC	Coeficiente	-,088**	-,131**	1										
	Sig.	0,001	0,000											
BACKGRD_SKILLS	Coeficiente	,071**	-0,019	,061*	1									
	Sig.	0,005	0,453	0,017										
BOARD_MEET	Coeficiente	,098**	-0,024	0,049	0,042	1								
	Sig.	0,000	0,350	0,055	0,098									
N_EXEC_B_MEMBER	Coeficiente	,183**	,098**	-,359**	0,027	-,084**	1							
	Sig.	0,000	0,000	0,000	0,290	0,001								
CEO_B_MEMBER	Coeficiente	,213**	,219**	,169**	0,003	,074**	-,379**	1						
	Sig.	0,000	0,000	0,000	0,906	0,003	0,000							
GENDER	Coeficiente	,183**	,090**	-0,035	0,022	,060*	,050*	0,005	1					
	Sig.	0,000	0,000	0,166	0,383	0,018	0,047	0,836						
AUDIT_COM_IND	Coeficiente	,301**	,131**	-0,014	0,026	,087**	0,019	0,040	,088**	1				
	Sig.	0,000	0,000	0,576	0,301	0,001	0,465	0,115	0,001					
FIRM_SIZE	Coeficiente	,632**	,651**	-,129**	-0,031	0,040	,263**	,075**	,079**	,204**	1			
	Sig.	0,000	0,000	0,000	0,221	0,116	0,000	0,003	0,002	0,000				
LEVERAGE	Coeficiente	,286**	,265**	-0,047	-0,028	0,001	0,040	,118**	,054*	,057*	,390**	1		
	Sig.	0,000	0,000	0,066	0,262	0,964	0,113	0,000	0,033	0,024	0,000			
ROA	Coeficiente	-,089**	-,142**	-0,043	0,038	0,037	-,053*	-,086**	0,027	0,041	-,261**	-,205**	1	
	Sig.	0,000	0,000	0,086	0,133	0,144	0,038	0,001	0,288	0,107	0,000	0,000		
FIRM_AGE	Coeficiente	,366**	,202**	-,120**	0,035	,073**	,052*	,074**	,072**	,113**	,290**	0,034	0,006	1
	Sig.	0,000	0,000	0,000	0,169	0,004	0,042	0,004	0,004	0,000	0,000	0,183	0,807	

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

* . A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

Anexo D – Estatísticas de colinearidade do modelo

	Tolerância	VIF
<i>Variável Dependente</i>		
(Constante)		
<i>Variáveis Independentes</i>		
BOARD_SIZE	0.51	1.94
SKILLS_SPEC	0.81	1.24
BACKGRD_SKILLS	0.97	1.03
BOARD_MEET	0.96	1.04
N_EXEC_B_MEMBER	0.68	1.48
CEO_B_MEMBER	0.74	1.35
GENDER	0.95	1.05
AUDIT_COM_IND	0.90	1.11
<i>Variáveis de Controlo</i>		
FIRM_SIZE	0.40	2.50
LEVERAGE	0.78	1.28
ROA	0.85	1.18
FIRM_AGE	0.83	1.20
D_2015	0.56	1.80
D_2016	0.53	1.89
D_2017	0.52	1.93
D_2018	0.50	1.99
INDUSTRY_1000	0.71	1.40
INDUSTRY_2000	0.68	1.46
INDUSTRY_3000	0.73	1.37
INDUSTRY_4000	0.75	1.34
INDUSTRY_5000	0.67	1.49
INDUSTRY_7000	0.70	1.42
INDUSTRY_8000	0.87	1.15

a. Variável Dependente: ESG_DISCLOSURE