



INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Determinantes das Medidas ESG: Evidência de Empresas Seguradoras Europeias

Rita Sofia Pinto Hipólito

Mestrado em Contabilidade

Orientador:

PhD Jonas da Silva Oliveira, Professor Auxiliar
ISCTE Business School, Departamento de Contabilidade

Setembro, 2023

iscte

BUSINESS
SCHOOL

Departamento de Contabilidade

Determinantes das Medidas ESG: Evidência de Empresas Seguradoras Europeias

Rita Sofia Pinto Hipólito

Mestrado em Contabilidade

Orientador:

PhD Jonas da Silva Oliveira, Professor Auxiliar
ISCTE Business School, Departamento de Contabilidade

Setembro, 2023

Agradecimentos

O período de elaboração da dissertação foi intenso, com muita mudança e obstáculos pelo meio. No entanto, foi sobretudo uma jornada incrível em termos de conhecimento, não só acadêmico, como pessoal. Foi necessária perseverança, autodisciplina e trabalho árduo.

Agradeço imenso ao meu orientador Professor Doutor Jonas Oliveira por todo o apoio, pela partilha do seu conhecimento e pela sua presença constante durante este ano.

Aos meus pais, a vocês se deve grande parte da minha a força e dedicação, pela ajuda que me deram para poder prosseguir os meus estudos, e não só. Sem vocês seria impossível chegar tão longe.

Ao meu namorado, o meu pilar, és imprescindível em todos os aspetos da minha vida e este não foi exceção. Obrigada por toda a paciência e motivação para nunca desistir e querer sempre ser melhor.

Aos meus irmãos e à minha madrinha, que sempre fizeram parte da minha vida e a tornaram melhor.

À minha querida avó, minha *Dodinha*, que sempre foi uma grande inspiração para mim e sei que, apesar de já não estar fisicamente presente, algures estará muito orgulhosa de mim.

Agradeço a toda a minha família e amigos por toda a força que me deram.

Muito grata a todos,

Rita.

Resumo

As medidas *Environmental, Social e Governance* (ESG) são cada vez mais importantes para analisar e comparar as políticas e estratégias não financeiras das empresas. Ainda há pouca literatura de ESG no setor segurador, sendo que o foco tem sido no setor bancário. Este estudo vem preencher um *gap* na literatura, explorando os determinantes do reporte de ESG em 30 empresas europeias do setor segurador entre 2016 e 2020, totalizando 150 observações. Foi utilizada como variável dependente o *ESG Combined Score* que não só analisa o *score* do ESG como também as suas controvérsias. Os resultados demonstraram que as seguradoras com conselhos de administração mais reduzidos, maior diversidade de género no conselho de administração, com comissão de sustentabilidade, com relato isolado de sustentabilidade, de maior dimensão e rendibilidade, menor endividamento, maior idade e com um maior taxa de crescimento do Produto Interno Bruto tendem a divulgar mais informação de ESG. Este estudo é importante não só para investidores como para os todos os *stakeholders* se informarem das políticas de ESG das empresas e pressionarem as mesmas a serem mais sustentáveis e éticas.

Palavras-Chave: Determinantes, ESG, *Environmental, Social, Governance*, Setor Segurador

JEL Classification System: G22, Q50

Abstract

Environmental, Social and Governance (ESG) has become very important to analyze and compare the organizations' non-financial strategies and policies. There's still not much literature in the insurance industry about ESG, since the focus is mainly in the banking sector. This study fills a gap in literature by exploring the ESG reporting determinants in 30 European insurance companies between 2016 and 2020, with a total of 150 observations. The dependent variable used was ESG Combined Score which analyzes not only the ESG score but also, its' controversies. The results showed that insurers with smaller boards, more gender diverse boards, with a sustainability committee, with standalone reports, larger size and profitability, not too leveraged, older and with an increasing Gross Domestic Product growth rate tend to disclose more ESG information. This study is important not only to inform investors, as to every stakeholder about the companies' ESG policies and to pressure firms to be more sustainable and ethic.

Keywords: Determinants, Insurance Companies, ESG, Environmental, Social, Governance.

JEL Classification System: G22, Q50.

Índice Geral

1. Introdução	1
1.1. Enquadramento	1
1.2. Estrutura da Dissertação	2
2. Revisão de Literatura	3
2.1. Sustentabilidade vs CSR vs ESG.....	3
2.2. Evolução do Reporte de ESG na União Europeia	4
2.3. Determinantes do Reporte de Sustentabilidade	6
2.4. Determinantes do Reporte de CSR.....	7
2.5. Determinantes do Reporte de ESG	9
2.6. ESG em Empresas Seguradoras	11
3. Desenvolvimento das Hipóteses	13
3.1. Dimensão do Conselho de Administração.....	13
3.2. Diversidade de Género no Conselho de Administração	13
3.3. Independência do Conselho de Administração	14
3.4. Comissão de Sustentabilidade	15
3.5. Relatório de Isolado de Sustentabilidade.....	16
3.6. Dimensão	17
3.7. Rendibilidade.....	17
3.8. Endividamento.....	18
3.9. Idade	19
3.10. País.....	19
4. Metodologia	20
4.1. Seleção e Caracterização da Amostra.....	20
4.2. Modelo Econométrico	21
5. Resultados e Discussão	24
5.1. Análise Descritiva.....	24
5.2. Matriz de Correlações.....	25
5.3. Modelos de Regressão	27
5.4. Análise Adicional	30
Conclusões	34
Referências Bibliográficas	36

Índice de Tabelas

Tabela 2.1 – Determinantes do Reporte de Sustentabilidade

Tabela 2.2 – Determinantes do Reporte de CSR

Tabela 2.3 – Determinantes do Reporte de ESG

Tabela 4.1 – Seleção e Caracterização da Amostra

Tabela 4.2 – Mensuração das Variáveis Independentes

Tabela 5.1 – Estatísticas Descritivas

Tabela 5.2 – Matriz de Correlações

Tabela 5.3 – Modelo de Regressão 1

Tabela 5.4 – Modelo de Regressão 2

Glossário de Siglas

CA – Conselho de Administração

CSR – *Corporate Social Responsibility*

EFRAG – *European Financial Reporting Advisory Group*

ESG – *Environmental, Social and Governance*

ESRS – *European Sustainability Reporting Standards*

GRI – *Global Reporting Initiative*

ISSB – *International Sustainability Standards Board*

KPI – *Key Performance Indicator*

PIB – Produto Interno Bruto

PSI – *Principles for Sustainable Insurance*

ROA – *Return On Assets*

UE – União Europeia

VIF – *Variance-Inflated Factors*

1. Introdução

1.1. Enquadramento

A presente dissertação tem como objetivo geral determinar as variáveis significativas na implementação das medidas *Environmental, Social and Governance* (ESG) nas empresas seguradoras europeias e, como objetivos específicos, (1) relacionar as variáveis financeiras com a implementação das medidas ESG nas empresas seguradoras europeias e (2) identificar as relações entre os determinantes e as três dimensões do ESG.

Serão respondidas duas questões de investigação (1) quais são os determinantes da implementação das medidas ESG nas empresas seguradoras europeias? e (2) quais são as variáveis destas empresas que estão relacionadas com cada uma das três dimensões do ESG?

Os países da Europa são os países que lideram o interesse pelo desenvolvimento da sustentabilidade (Buallay, 2018). O setor segurador é o setor que mais investe na economia da União Europeia, sendo que até 2020 investiu o que equivale a 61% do PIB europeu. Logo, sendo este um setor que contribui bastante para o crescimento da economia, várias seguradoras, além de divulgarem informação de sustentabilidade, já desenvolveram ou apoiaram o desenvolvimento de normas de sustentabilidade e investiram em projetos relacionados, sempre acompanhados de estratégias ESG (Insurance Europe. 2020).

Até à data não são conhecidos estudos que determinem as variáveis que influenciam a divulgação de informação de ESG em empresas europeias, especificamente no ramo dos seguros. Logo, este estudo vem preencher este *gap* na literatura. Este é um estudo semelhante ao de Brogi *et al.* (2022) com uma zona geográfica distinta, o qual foi recomendado pelos autores, uma vez que este artigo apenas analisa os determinantes das empresas seguradoras dos Estados Unidos da América.

Adiante será explorada a relação entre variáveis financeiras e o reporte de ESG em 30 empresas seguradoras incluídas no Stoxx600 de 2016 a 2020, com 150 observações, de modo a preencher o referido *gap* no mundo da investigação. Assim, será possível universalizar, a partir da amostra estudada, quais as características que estão relacionadas com a adoção das práticas sociais, de sustentabilidade e de *Corporate Governance* nas seguradoras da Europa.

Os resultados demonstram que as variáveis que determinam o reporte de ESG nas seguradoras europeias são a diversidade de género no conselho de administração, a comissão de sustentabilidade, o relato isolado de sustentabilidade, a dimensão, a rendibilidade, a idade e o país, de forma positiva; e a dimensão do conselho de administração e o endividamento, de forma negativa.

1.2. Estrutura da Dissertação

A presente dissertação está dividida em capítulos, sendo que primeiramente é feita uma Revisão de Literatura (Capítulo 2.), em que é desenvolvida teoria acerca das diferenças entre a Sustentabilidade, o CSR (*Corporate Social Responsibility*) e o ESG no Subcapítulo 2.1.; em seguida, o Subcapítulo 2.2. analisa a Evolução do Reporte de ESG na União Europeia; nos Subcapítulos 2.3., 2.4. e 2.5. é elaborada uma revisão de literatura sobre os Determinantes de Sustentabilidade, CSR e ESG, respetivamente e, por fim, o Capítulo 2 termina com literatura sobre o ESG em Empresas Seguradoras.

No Capítulo 3. são desenvolvidas as 10 Hipóteses de Investigação, nos seus respetivos Subcapítulos: Dimensão do Conselho de Administração, Diversidade de Género no Conselho de Administração, Independência do Conselho de Administração, Comissão de Sustentabilidade, Relatório Isolado de Sustentabilidade, Dimensão, Rendibilidade, Nível de Endividamento, Idade e País.

De seguida é explicada a Metodologia do estudo, no Capítulo 4., sendo que é explicada a Seleção e a Caracterização da Amostra no Subcapítulo 4.1. e o Modelo Econométrico no Subcapítulo 4.2.

No Capítulo 5 são encontradas as Tabelas dos Resultados e a sua Discussão, sendo dividido em 4 Subcapítulos: Análise Descritiva (Subcapítulo 5.1.), Matriz de Correlações (Subcapítulo 5.2.), Modelos de Regressão (Subcapítulo 5.3.) e Análise Adicional (Subcapítulo 5.4.).

Por último são feitas as Conclusões do estudo e apresentadas as Referências Bibliográficas.

2. Revisão de Literatura

2.1. Sustentabilidade *versus* CSR *versus* ESG

A sustentabilidade nas organizações é definida como a implementação de estratégias que, não só sustentem as necessidades das empresas e dos *stakeholders*, criando valor, como também protejam e garantam que haja os recursos necessários para as gerações futuras, cumprindo as normas morais. Mesmo havendo várias definições de sustentabilidade nas organizações, há um princípio em comum: esta deve ser quantificável (International Institute for Sustainable Development [IISD], 1992; Székely & Knirsch, 2005).

O reporte da sustentabilidade, das políticas e dos valores das empresas, apesar de apresentar um caráter não obrigatório na maioria dos países, tem vindo a ser uma prática cada vez mais recorrente no mundo empresarial nas últimas décadas, acompanhado da exigência de informação por parte dos *stakeholders* e pela crescente preocupação em tornar o planeta mais sustentável e consciente. O reporte voluntário é bastante importante para manter a reputação de uma empresa e para potencializar a gestão do risco da mesma, sendo essencial divulgar informação não só relevante para os investidores, como para todos os interessados (Bebbington *et al.*, 2008; Herzig & Schaltegger, 2011).

Ainda não há um modelo universal que necessite de ser cumprido, contrariamente ao reporte financeiro. Logo, os reportes de sustentabilidade tendem a variar bastante não só de país para país como de empresa para empresa, havendo alguns aspetos diferenciadores como a cultura, as políticas de sustentabilidade, a gestão, a economia, o governo, entre outros (Baldini *et al.*, 2018; Elzahar *et al.*, 2015). No entanto, na União Europeia já há legislação a ser desenvolvida para estas matérias, o que será melhor explicado adiante no Subcapítulo 2.2.

A sustentabilidade é um conceito geral da utilização dos recursos no presente sem comprometer as gerações futuras, ou das medidas a tomar para minimizar o impacto ambiental e pode ser aplicado a qualquer atividade ou ação, sejam estas corporativas ou não. De outro modo, CSR (*Corporate Social Responsibility*) é um compromisso moral exclusivo das empresas para com a sociedade, que regula internamente as suas atividades de maneira a conciliar o ganho de lucro com o impacto positivo na economia, na sociedade e no ambiente (Sheehy & Farneti, 2021).

Recentemente surgiu o conceito ESG (*Environmental, Social and Governance*) que veio quantificar com *Key Performance Indicators* (KPI) uma variedade de informações não financeiras, o que é bastante importante para os investidores e para os restantes *stakeholders*. Assim há uma maior comparabilidade entre a responsabilidade das empresas, sendo que nos reportes de ESG, utilizando as métricas, há uma melhor avaliação da performance não

financeira das organizações e, conseqüentemente, do seu impacto na sociedade e no ambiente (GPW, 2021). Com os indicadores ESG seria mais fácil acabar com o *greenwashing*. No entanto, com a falta de regulamentação torna-se complexo comparar as empresas, uma vez que cada uma acaba por escolher o método mais apropriado (Comissão Europeia, 2018).

Em suma, CSR é a responsabilidade interna da empresa em elaborar e seguir planos de sustentabilidade que estejam de acordo com as necessidades da sociedade e o ESG é a quantificação da sustentabilidade das empresas utilizando KPI's, muito utilizado pelos investidores para avaliar a performance não financeira (Każmierczak, 2022).

2.2. Evolução do Reporte de ESG na União Europeia

Na UE (União Europeia) foi emitida a Diretiva 2014/95/UE de Relato Não Financeiro que refere que grandes empresas que sejam consideradas entidades de interesse público com mais de 500 trabalhadores devem divulgar informação sobre ESG como: direitos humanos, desempenho ambiental, combate à corrupção, entre outras medidas. No entanto, de acordo com a primeira consulta pública da Comissão Europeia (2018), esta Diretiva indica vários referenciais que podem ser seguidos pelas empresas para tratarem a informação não financeira, deixando ao critério de cada empresa utilizar o método que considere mais adequado e fiável, o que dificulta a comparabilidade entre organizações. Outras lacunas da Diretiva mencionadas na consulta pública foram a divulgação escassa no que toca a informação que os *stakeholders* achem pertinente; a dificuldade de preparação do relato; ou até a não divulgação de informação por parte de empresas consideradas relevantes para os *stakeholders* que não estejam abrangidas pela Diretiva, uma vez que são poucas as empresas que são obrigadas a tal divulgação (Comissão Europeia, 2018).

Na segunda consulta pública em 2020, os participantes apontaram alguns dos mesmos problemas que na primeira consulta pública. Assim, houve uma sintonia entre utilizadores de que algumas medidas a tomar seriam: definir uma norma única que oriente o relato de informação não financeira; haver auditoria obrigatória desta informação e alargar o âmbito de aplicação da obrigatoriedade de divulgar informação não financeira (Comissão Europeia, 2020).

Assim, de modo a haver uma maior comparabilidade entre as empresas, ocorreu uma substituição desta Diretiva pela Diretiva 2022/2464 focada no Relato da Sustentabilidade, que terá um normativo mais específico para as empresas cumprirem, estando este normativo a ser já desenvolvido. O âmbito de aplicação desta Diretiva aumenta o número de empresas obrigadas a divulgar informação não financeira de 11 700 para cerca de 50 000 organizações (Comissão

Europeia, s.d.), uma vez que esta nova Diretiva já abrange todas as grandes empresas e também as empresas cotadas em território regulado pela União Europeia, com exceção das microempresas. Esta nova Diretiva refere que as empresas abrangidas devem divulgar no seu Relatório de Gestão informação sobre sustentabilidade apoiada pelas métricas ESG. Após a transposição da Diretiva por cada Estado-Membro com prazo até 6 de julho de 2024, as entidades já abrangidas pela Diretiva anterior deverão começar a cumprir a mais recente Diretiva e divulgar a informação de ESG nos seus Relatórios de Gestão, sempre relativamente ao exercício anterior, a partir de 2025; sendo que as restantes grandes empresas deverão começar a cumprir a partir de 2026 e as pequenas e médias empresas cotadas em 2027 com um período transitório de dois anos para se autoexcluírem com devida justificação (Diretiva 2022/2464/UE).

Como mencionado no parágrafo anterior, as normas estão a ser desenvolvidas, sendo que já foram aprovadas as primeiras: ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) criadas pelo EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) para as grandes empresas, tendo por base as consultas públicas e o conjunto das normas anteriormente desenvolvidas sobre esta matéria como as GRI, as normas ISSB (*International Sustainability Standards Board*), entre outras (PWC, 2023).

De modo a evitar o *greenwashing*, a União Europeia estabeleceu o Regulamento (UE) 2020/852 para a promoção do investimento sustentável. Este Regulamento indica que a Taxonomia é um sistema da UE que classifica se as atividades económicas são verdes ou sustentáveis, tendo por base seis objetivos ambientais e criando uma linguagem comum. Com este Regulamento, as organizações podem demonstrar o impacto que têm no ambiente e demonstrar com transparência os seus planos para diminuir a sua pegada ecológica. A Taxonomia é um instrumento essencial para auxiliar as empresas da UE a tomarem medidas em harmonia com o Pacto Ecológico Europeu e com o Acordo de Paris (APlanet, 2023). A Taxonomia abrange 13 setores e obriga as grandes empresas de interesse público com mais de 500 trabalhadores a divulgar as medidas ESG adotadas nos Relatórios de Gestão desde 2022 relativos ao ano anterior acerca dos objetivos ambientais de mitigação e adaptação às alterações climáticas e desde 2023 no que respeita a outros objetivos ambientais (Regulamento UE 2020/852). Uma atividade económica será considerada sustentável se for elegível de acordo com os critérios dos atos delegados no que respeita aos objetivos ambientais e se contribuir substancialmente para um dos seis objetivos ambientais, sendo estes:

- a) A mitigação das alterações climáticas;
- b) A adaptação às alterações climáticas;

- c) A utilização sustentável e proteção dos recursos hídricos e marinhos;
 - d) A transição para uma economia circular;
 - e) A prevenção e o controlo da poluição;
 - f) A proteção e o restauro da biodiversidade e dos ecossistemas
- (Regulamento UE 2020/852, Artigo 9.º).

Além da atividade ter de cumprir as condições já mencionadas, também não pode causar danos significativos aos restantes objetivos e terá de cumprir as salvaguardas mínimas no que respeita às diretrizes da OCDE para as Empresas Multinacionais e aos Princípios Orientadores das Nações Unidas sobre Empresas e Direitos Humanos (Regulamento UE 2020/852).

2.3. Determinantes do Reporte de Sustentabilidade

Apesar dos estudos de determinantes recentemente se focarem mais em CSR ou em ESG, foram encontrados vários artigos sobre o Reporte de Sustentabilidade e os seus Determinantes, como se pode verificar na Tabela 2.1.

Os fatores mencionados com maior frequência nos estudos da Tabela 2.1 foram a dimensão, o nível de endividamento, a rendibilidade e a idade.

A dimensão é uma variável comum a todos os estudos presentes na Tabela 2.1 e, em todos estes, foi encontrada uma associação positiva entre a dimensão e o Reporte de Sustentabilidade. A idade foi simultaneamente considerada um determinante do Reporte de Sustentabilidade em todos os artigos em que é mencionada.

No entanto, o nível de endividamento, apesar de demonstrar uma relação positiva com a variável dependente nos estudos de Nguyen e Nguyen (2020), Latif et al. (2023) e Swarnapali e Le (2017), demonstra também uma relação negativa nos estudos de Bhatia e Tuli (2017), Ikpor *et al.* (2022) e Kumar *et al.* (2023).

Em relação à rendibilidade, nos estudos de Nguyen e Nguyen (2020), Ikpor et al. (2022) e Swarnapali e Le (2017) é positivamente associada com o Reporte de Sustentabilidade, ao contrário dos estudos de Bhatia e Tuli (2017) e Kumar et al. (2023).

Tabela 2.1 - Determinantes do Reporte de Sustentabilidade

Autores	Amostra	Resultados
Bhatia e Tuli (2017)	158 empresas da Índia selecionadas no BSE 200 em 2010 e 2011.	Empresas de grande dimensão e maior idade têm mais probabilidade de divulgar informação de sustentabilidade. Contrariamente, o nível de endividamento, a rentabilidade e o crescimento estão negativamente associados com o reporte de sustentabilidade.
Swarnapali e Le (2017)	220 empresas cotadas na Bolsa de Valores Colombo, Sri Lanka entre 2012 e 2015.	Em termos de características da empresa a rentabilidade, a dimensão, o nível de endividamento, o crescimento e a idade apresentaram ser variáveis positivamente associadas ao reporte de sustentabilidade. Ao nível do conselho de administração, os fatores que influenciam positivamente o reporte de sustentabilidade são a dimensão do conselho, a presença de mulheres no conselho e a etnia do conselho administrativo.
Nguyen e Nguyen (2020)	120 empresas industriais cotadas na Bolsa de Valores do Vietname em 2019.	A dimensão, o número de diretores independentes, a rentabilidade e o nível de endividamento apresentaram uma associação positiva com o reporte de sustentabilidade, ao contrário da percentagem de propriedade pública.
Ikpör et al. (2022)	50 empresas cotadas na Bolsa de Valores da Nigéria entre 2015 e 2020.	A dimensão, a rentabilidade e as empresas serem auditadas por <i>Big 4</i> são variáveis positivamente associadas ao reporte de sustentabilidade. No entanto, o nível de endividamento apresentou uma relação negativa com o reporte de sustentabilidade.
Hasan et al. (2022)	138 empresas cotadas na Bolsa de Valores do Paquistão entre 2009 e 2018.	Conselhos de administração com diversidade de género, comités de auditoria de grande dimensão, a dimensão e a idade são determinantes do reporte de sustentabilidade. Verifica-se que a independência do comité de auditoria afeta negativamente o reporte de sustentabilidade.
Kumar et al. (2023)	<i>Top 75</i> empresas (exceto bancos) da Índia cotadas na <i>NIFTY100 Index</i> entre 2014 e 2019.	A dimensão e a idade influenciam positivamente a divulgação de matérias de sustentabilidade, enquanto o nível de endividamento e a rentabilidade afetam negativamente.
Latif et al. (2023)	44 empresas de plantação cotadas na <i>Bursa Malaysia</i> entre 2016 e 2018.	Fatores como a dimensão da empresa, a idade, o nível de endividamento, a dimensão do conselho de administração, a presença de mulheres no conselho administrativo e a presença de uma comissão de sustentabilidade afetam positivamente a qualidade do reporte de sustentabilidade.

Fonte: Elaboração própria.

2.4. Determinantes do Reporte de CSR

As práticas CSR apoiam que as empresas ao interagir com os seus colaboradores, as suas famílias e com a sociedade em geral contribuam para o desenvolvimento de uma economia sustentável, de maneira que seja benéfico, tanto para a empresa, como para a comunidade (World Business Council for Sustainable Development, 2002).

A Tabela 2.2 analisa os determinantes do reporte de CSR, de acordo com nove artigos científicos.

Tabela 2.2 - Determinantes do Reporte de CSR

Autores	Amostra	Resultados
Reverte (2009)	35 empresas de Espanha cotadas no IBEX35 em 2005 e 2006.	As variáveis que influenciam a divulgação de CSR são a exposição na imprensa, a dimensão e a indústria. Por outro lado, não foi encontrada uma relação significativa entre a rendibilidade nem entre o nível de endividamento com o reporte de CSR.
Gamerschlag et al. (2011)	130 empresas cotadas da Alemanha entre 2005 e 2008.	O reporte de CSR voluntário está associado positivamente com a dimensão e com a rendibilidade.
Alotaibi e Hussainey (2016)	171 empresas não-financeiras da Arábia Saudita entre 2013 e 2014.	A dimensão das empresas e a dimensão do comité de auditoria são determinantes da quantidade de informação de CSR divulgada. No entanto, a dimensão do conselho de remuneração e a percentagem de participação do Estado estão associados negativamente com o reporte de CSR.
Chakroun et al. (2017)	11 bancos da Tunísia cotados no período de 2007 a 2012.	A idade e a performance financeira dos bancos são dois fatores que influenciam a divulgação de CSR na Tunísia. Por outro lado, a dimensão e o tipo de auditor (<i>Big 4</i> e <i>Não Big 4</i>) não estão relacionados com o reporte de CSR.
Dyduch e Krasodomska (2017)	60 empresas da Polónia cotadas na Bolsa de Varsóvia em 2014.	A indústria demonstrou ser um determinante do reporte de CSR nestas empresas. Contudo, nem a rendibilidade nem o nível de endividamento parecem explicar a divulgação de CSR nestas organizações. O mesmo acontece com a dimensão do conselho de administração e com a presença do género feminino no conselho de administração.
Bhatia e Makkar (2019)	48 empresas da Rússia cotadas no <i>Broad Market Index</i> no período de 2014-2015.	Os resultados demonstraram que a Rússia tem um <i>score</i> de apenas 41% no que toca à divulgação de informação. Os fatores que influenciam o reporte de CSR nestas empresas são a indústria, a dimensão da empresa, o perfil de cotação bolsista internacional e a percentagem de diretores independentes.
Pradhan e Nibedita (2021)	Um total de 1379 empresas cotadas e não cotadas da Índia no período de 2015 a 2017.	O reporte de CSR depende da dimensão e da rendibilidade das empresas. No entanto, o nível de endividamento e a idade não demonstraram ser fatores significativos na divulgação de informação voluntária.
Doś e Pattarin (2021)	1818 empresas privadas e públicas da Polónia entre 2013 e 2017.	O nível de endividamento influencia negativamente o reporte de CSR, enquanto a dimensão da empresa influencia positivamente a divulgação de CSR. A rendibilidade mostra ser um determinante do reporte de CSR no geral, apesar desta relação ser mais forte nas empresas privadas do que nas públicas.
Ali et al. (2022)	20 bancos cotados na Bolsa de Valores do Paquistão no período de 2007 a 2018.	A dimensão do conselho de administração, a presença de uma diretora do conselho do género feminino, a rendibilidade e a liquidez dos bancos paquistaneses apresentaram uma relação positiva com o reporte de CSR.

Fonte: Elaboração própria.

As variáveis mais presentes nos estudos da Tabela 2.2 são a dimensão, a rendibilidade e o nível de endividamento.

Dos sete estudos em que é analisada, a dimensão está relacionada positivamente com o Reporte de CSR em todos, exceto em Chakroun et al. (2017).

O nível de endividamento relaciona-se de forma negativa com o Reporte de CSR em todos os estudos mencionados na Tabela 2.2.

A rendibilidade está positivamente associada com o Reporte de CSR nos estudos de Ali et al. (2022), Doś e Pattarin (2021), Gamerschlag et al. (2011), Pradhan e Nibedita (2021), apesar de não demonstrar nenhuma relação significativa nos estudos de Dyduch e Krasodomska (2017) e Reverte (2009).

2.5. Determinantes do Reporte de ESG

A Tabela 2.3 analisa os determinantes do reporte de ESG, com base em nove estudos.

Buallay (2019), em geral, verificou uma relação positiva do ESG com a performance das empresas. No entanto, dividindo as três dimensões do ESG, apesar da divulgação de *Environmental* ter um efeito positivo no resultado operacional, a dimensão *Social* tem um impacto negativo na performance das empresas. Como a autora refere, este efeito pode ser explicado pelo facto de os diretores das empresas trabalharem nestas políticas em benefício próprio e não com a finalidade apropriada. Também foi obtida uma relação negativa entre a componente *Governance* tanto com o resultado operacional como com o resultado financeiro.

Brogi *et al.* (2022) e Rahman e Alsayegh (2021) demonstraram que, em diferentes zonas geográficas, a rendibilidade e a dimensão de uma empresa estão relacionadas positivamente com a implementação de medidas ESG, o que pode ser explicado não só para demonstrar *accountability* aos *stakeholders* como também para demonstrar que estão a cumprir com as expectativas e necessidades sociais, uma vez que, à partida, têm recursos suficientes para implementar medidas de sustentabilidade. É evidente que os *stakeholders* cada vez mais procuram fazer parte de empresas com comportamentos mais sustentáveis para o ambiente a seu redor, tendo uma gestão eficiente dos recursos e sendo mais conscientes dos direitos dos seus colaboradores.

No geral, estes estudos comprovam que as métricas ESG estão positivamente associadas com uma melhor performance financeira e económica das empresas (Brogi *et al.*, 2022; Buallay, 2019; Rahman e Alsayegh, 2021).

As variáveis mais utilizadas nos estudos mencionados na Tabela 2.3 foram a rendibilidade e a dimensão.

Tabela 2.3 - Determinantes do Reporte de ESG

Autores	Amostra	Resultados
Baldini et al. (2018)	14174 observações de empresas-ano entre 2005 e 2012.	As características relativas ao país das empresas estão relacionadas positivamente com o reporte de ESG, no entanto, a relação com cada pilar do ESG não é homogénea. As características relativas à visibilidade das empresas também têm uma relação positiva com o ESG e também com cada um dos seus pilares.
Buallay (2019)	235 bancos da União Europeia cotados na bolsa entre 2007 e 2016.	Foi encontrada uma relação positiva entre a adoção de medidas ESG e a performance das empresas.
Crespi e Migliavacca (2020)	727 instituições financeiras em 22 países de todo o mundo entre 2006 e 2017.	Os scores do ESG das empresas financeiras estão a crescer cada vez mais ao longo dos anos. A rendibilidade a dimensão são dois fatores que auxiliam este crescimento, acompanhados pelo desenvolvimento social e económico do país onde estas empresas atuam.
Sharma et al. (2020)	82 empresas da Índia cotadas na Bolsa de Valores de Bombaim entre 2013-2016.	A rendibilidade está associada positivamente com as medidas ESG, no entanto, a performance do mercado, o nível de endividamento e investidores externos estão negativamente associados ao ESG.
Fahad e Nidheesh (2021)	386 empresas da Índia cotadas no BSE 500 de 2007 a 2016.	Este estudo sobre CSR considera a variável dependente como o ESG e as suas subcategorias. A idade das empresas afeta positivamente tanto o ESG como o reporte de <i>Environmental</i> e de <i>Social</i> , no entanto, o oposto acontece com a subcategoria <i>Governance</i> . A dimensão tem uma relação positiva com todos os <i>scores</i> .
Rahman e Alsayegh (2021)	1244 sociedades anónimas cotadas em países asiáticos no período de 2005 a 2017.	As características associadas às empresas, como performance económica, lucratividade, nível de endividamento e dimensão, são fatores que levam à divulgação de medidas ESG, havendo uma relação positiva entre as variáveis independentes e a dependente.
Brogi et al. (2022)	107 grandes empresas seguradoras dos EUA no período de 2010-2018.	Há uma associação positiva entre as medidas ESG e a performance das empresas, mais especificamente a dimensão, a rendibilidade e a solvência.
El Khoury et al. (2023)	38 bancos cotados na região do Médio Oriente e Norte de África entre 2011 e 2019.	Os bancos desta região demonstram uma relação negativa entre os scores do ESG e a rendibilidade, no entanto verifica-se uma associação positiva entre o ESG e a dimensão dos bancos. Ao nível do país, enquanto o desenvolvimento económico afeta negativamente o ESG, o desenvolvimento social afeta positivamente.
Chung et al. (2023)	109 empresas cotadas em Hong Kong em 2011 e 2014 – períodos de reporte voluntário de ESG, e 2019 – período de reporte obrigatório.	Há uma relação positiva entre a dimensão e o reporte de ESG tanto nos períodos de reporte voluntário como no período de reporte obrigatório. Empresas auditadas por <i>Big 4</i> divulgam mais informação de ESG nos períodos de reporte voluntário, porém não há relação significativa no período de reporte obrigatório.

Fonte: Elaboração própria.

A rendibilidade demonstrou uma relação positiva com as métricas ESG na maioria dos estudos (Brogi et al., 2022; Buallay, 2019; Crespi e Migliavacca, 2020; Rahman e Alsayegh,

2021; Sharma et al., 2020), havendo apenas uma relação negativa entre estas variáveis no estudo empírico de El Khoury *et al.* (2023).

Nos cinco estudos que relacionam a dimensão com o reporte de ESG, verificou-se uma associação positiva entre estas duas variáveis, concluindo que a dimensão é um dos determinantes das medidas ESG (Chung *et al.*, 2023; Crespi e Migliavacca, 2020; El Khoury *et al.*, 2023; Fahad e Nidheesh, 2021; Rahman e Alsayegh, 2021).

Em suma, organizações com maior renome estão mais vulneráveis aos olhos do seu público envolvente, o que faz com que estas tendam a ser mais responsáveis, sendo pressionadas a divulgar informação pertinente a todos os interessados, o que gera uma maior motivação em divulgar informação voluntária (Branco & Rodrigues, 2008). As empresas mais rentáveis têm também mais recursos para poder não só implementar medidas mais sustentáveis como para divulgar informação mais detalhada, uma vez que acarretam custos elevados que empresas mais pequenas e não tão rentáveis não conseguem suportar (Rahman & Alsayegh, 2021).

As empresas menos sustentáveis e/ou éticas, em parte, não divulgam reportes não financeiros ou, quando o fazem, tendem a reportar precariamente as suas práticas, divulgando informação de má qualidade e não transparente, de modo a tentar influenciar positivamente os *stakeholders*, praticando assim *greenwashing* (Hummel & Schlick, 2016; Tsang *et al.*, 2022). Isto pode explicar alguns estudos não encontrarem evidências significantes para assumir uma relação entre o reporte voluntário e a performance de uma empresa (Pinnuck *et al.*, 2021) ou, outra razão pode ser pelo facto das medidas de sustentabilidade não gerarem resultados imediatos nas empresas, mas sim a longo prazo (Tsang *et al.*, 2022).

2.6. ESG em Empresas Seguradoras

Apesar do crescente esforço para implementar as medidas ESG nas seguradoras, ainda há muito pouca literatura nesta matéria. Este estudo vem preencher uma *gap* na literatura, dado que estudos anteriores não têm um foco em seguradoras europeias, mas noutras zonas geográficas.

É crucial para o ramo dos seguros começar a promover o ESG, dado que estas empresas lidam com risco constante. Ainda assim, a pandemia COVID-19 mostrou que estas organizações são algo inflexíveis à mudança, sendo que a maioria de 75% das empresas não tinham planos estratégicos de emergência. Se houve algum benefício neste período para estas empresas foi o facto de se ter desvendado algumas das suas fraquezas e, sobretudo, corrigi-las utilizando ferramentas mais adequadas de gestão e de forma a se adaptarem mais rapidamente às necessidades do mercado envolvente. Com este aperfeiçoamento estas organizações terão um maior potencial para minimizar o risco dos seus clientes e simultaneamente trabalhar no

desenvolvimento da sociedade e da sustentabilidade, o que melhorará a sua competitividade, uma vez que as seguradoras estão dependentes da confiança e da lealdade do seu público (Dropulić & Cular, 2019; Khovrak, 2020).

Algumas das maiores seguradoras do mundo já se dedicaram aos *Principles for Sustainable Insurance* (PSI), criado em 2012 na *The United Nations Conference on Sustainable Development*. O PSI sugere que os custos das seguradoras devem transparecer o risco da interação das organizações com o ambiente, com a sociedade e com a economia, quantificando o risco sendo, desta forma, também relevante para os investidores (Scordis *et al.*, 2014; *United Nations Environment Programme Finance Initiative* [UNEP FI], 2012).

Dropulić e Cular (2019) demonstraram que as empresas seguradoras que dão maior importância ao tema de CSR – sendo exemplos: organizar eventos solidários, promover a igualdade de gênero, a diversidade, a segurança e a saúde dos trabalhadores (Khovrak, 2020), são as que divulgam o reporte de sustentabilidade anual com maior qualidade, uma vez que têm um maior incentivo em divulgar informação que as favorece junto dos *stakeholders*.

As seguradoras, sendo que também cobrem catástrofes naturais, são essenciais para a prevenção e para a consciencialização do risco das empresas que seguram, uma vez que lhes afeta diretamente o negócio. A indústria dos seguros é uma indústria de grande experiência nestas matérias e apresentam condições nos seus contratos e/ou prémios aos segurados que mitiguem os riscos ambientais – motivando-os a reduzir a sua pegada ecológica. As seguradoras europeias são grandes financiadoras nos projetos sociais e de sustentabilidade como projetos de energia renovável e eficiência energética, gestão sustentável da água, entre outros (Insurance Europe, s.d.).

3. Desenvolvimento das Hipóteses

3.1. Dimensão do Conselho de Administração

Ainda não há consenso no que toca à relação entre o número de diretores do conselho de administração e o reporte de ESG. No entanto, quanto maior a dimensão do conselho de administração maior será a probabilidade de haver membros nesse conselho com conhecimentos em contabilidade ou finanças, o que é benéfico para o reporte de CSR. Segundo a teoria da agência, há uma monitorização associada a conselhos de administração maiores de modo a reduzir a assimetria de informação, o que pode ter uma influência positiva na divulgação de informação voluntária (Elzahar & Hussainey, 2012). Estes argumentos são apoiados a nível empírico por alguns estudos como Ntim *et al.* (2013), Rouf (2017) e Samaha *et al.* (2015), em que foi encontrada uma relação positiva entre a dimensão do CA (Conselho de Administração) e o reporte voluntário.

Jensen (1993) sugere que, uma ideia contrária da teoria da agência, é que um maior número de diretores é mais difícil de monitorizar e que pode faltar coordenação e comunicação entre os mesmos. Manter o conselho mais pequeno pode ajudar a melhorar a performance de uma empresa, uma vez que há mais organização interna e comunicação eficaz – que são dois aspetos cruciais na divulgação de CSR, o que consequentemente melhora a performance ambiental da empresa, divulgando assim mais informação (Ntim *et al.*, 2013). Foi encontrada uma relação negativa entre a dimensão do CA e o reporte voluntário no estudo de Bouaziz (2014).

Sendo que na maioria dos estudos foi encontrada uma associação positiva entre as duas variáveis, considera-se então a seguinte hipótese:

Hipótese 1 (H1): A dimensão do conselho de administração está associada positivamente com o reporte de ESG.

3.2. Diversidade de Género no Conselho de Administração

As mulheres continuam a ser uma minoria em cargos de liderança. Passas *et al.* (2022) sugere que o género feminino é indispensável no que toca a gerir momentos de crise empresarial, criar estratégias e na resolução de problemas. As mulheres são cruciais para combater a fraude e fomentar a diversidade, não significando isto que as mulheres devam substituir o sexo masculino nos seus cargos, mas sim que deverá haver a possibilidade de integrar ambos os géneros na liderança das empresas de forma que haja um equilíbrio e uma complementaridade na organização.

Isidro e Sobral (2015) argumentam que a forma pela qual as mulheres nos conselhos de administração mais acrescentam valor a uma empresa é pela sua capacidade de contribuir para a eficiência desses mesmos conselhos e pelas competências únicas e recursos diferenciados que disponibilizam às empresas. Deste modo, de acordo com as autoras, haver diversidade de género no conselho de administração não tem um impacto direto na performance das organizações, mas sim um impacto positivo indireto ao acrescentar valor às mesmas. Este raciocínio pode ser conduzido à teoria da agência, sendo que o papel dos administradores é gerir a respetiva empresa e se este papel for feito de forma eficiente haverá benefícios económicos para a mesma e, conseqüentemente, para os investidores. Se, como já mencionado, o conselho de administração pode ser otimizado com a presença do género feminino, pode-se concluir que a empresa – e os investidores – também terão benefícios com o facto de haver mulheres na administração (Gillan, 2006).

É então possível retirar a conclusão de que ao haver diversidade de género nas organizações e, sendo esta medida uma vantagem para as empresas em termos não só económicos, mas também éticos, cumprindo com uma das componentes de ESG – a componente “S” de *Social*, haverá uma influência destas empresas em divulgar o reporte de ESG. De acordo com Passas *et al.* (2022) o género feminino é simultaneamente um ponto forte para as empresas no sentido em que traz responsabilidade e transparência, duas qualidades que estão presentes no reporte de ESG.

Por consequência, é expectável que a diversidade de género numa empresa esteja positivamente relacionada com a implementação de medidas ESG e o seu reporte.

Hipótese 2 (H2): A proporção de mulheres no conselho de administração está associada positivamente com o reporte de ESG.

3.3. Independência do Conselho de Administração

Um conselho de administração é normalmente composto por diretores internos e externos. De acordo com a teoria da agência, os administradores necessitam dos fundos vindos dos investidores e os investidores necessitam do capital humano que os administradores fornecem para gerar o seu lucro. Como os investidores transferem algum controlo aos administradores, estes podem começar a tomar decisões que os auto-beneficiem, aumentando a assimetria de informação (Shleifer & Vishny, 1997). Os diretores independentes são mais eficazes em aumentar o lucro dos investidores, no sentido em que como não gerem a empresa, a sua única ligação com a mesma é a sua direção, não tendo assim motivos para agir em benefício próprio. Estes diretores externos são “árbitros” no que toca a decisões e desacordos que envolvem

problemas de agência, sendo também especializados em controlo de decisões (Fama & Jensen, 1983; Lim *et al.*, 2007).

Os diretores independentes têm, portanto, um papel crucial nas medidas CSR de uma empresa, na medida em que podem criar um equilíbrio entre a legitimidade e as políticas sociais da mesma, apresentando assim uma influência positiva no reporte voluntário (Lim *et al.*, 2007; Sharif & Rashid, 2014).

Em conformidade com estes argumentos teóricos foram encontradas associações positivas entre o número de diretores independentes e o reporte voluntário nos estudos empíricos de Ntim *et al.* (2013), Rouf e Hossan (2021) e Sharif e Rashid (2014).

Hipótese 3 (H3): A proporção de diretores independentes está associada positivamente com o reporte de ESG.

3.4. Comissão de Sustentabilidade

De acordo com a teoria da dependência dos recursos, o conselho administrativo deve ser visto como um fornecedor de recursos contribuindo com sugestões e conhecimento, fortalecendo a legitimidade e a imagem da empresa, criando uma relação com os seus *stakeholders*. Têm também o dever de amenizar e controlar as preocupações ambientais das empresas (Hillman & Dalziel, 2003). Ao delegar as matérias de sustentabilidade a uma equipa especializada, é expectável que os diretores tenham uma melhor orientação para desenvolver a performance ambiental da organização. Segundo a teoria da agência, ao ter uma comissão de CSR que tratará os dados da sustentabilidade empresarial de forma mais precisa, as assimetrias de informação e o conflito de interesses serão reduzidos entre o agente e o principal, além de melhorar a *Corporate Governance* das empresas (Berrone & Gomez-Mejia, 2009).

Contrariamente, Rodrigue *et al.* (2013) argumenta que a comissão de sustentabilidade apenas está limitada a cumprir com as normas de sustentabilidade e que as suas sugestões não obrigatórias por lei passarão sempre pelo conselho de administração, que então tomam a decisão final. Tirando este poder de decisão à comissão de sustentabilidade, a existência da mesma pode ser apenas um meio para as empresas demonstrarem aos seus *stakeholders* que são sustentáveis quando na verdade não o são. Empresas que não estão dispostas a cumprir com investimentos para melhorar a sua pegada ecológica podem simplesmente criar equipas de sustentabilidade e assim parecer que estão a tomar medidas para não prejudicar o planeta (Berrone & Gomez-Mejia, 2009).

Biswas *et al.* (2018), Mallin e Michelon (2011), Orazalin (2019), Spitzeck (2009) e Walls *et al.* (2012) concluíram que a presença de uma comissão de sustentabilidade nas empresas está

positivamente associada com a performance social e ambiental de uma empresa em diferentes zonas geográficas.

No entanto, não foi encontrada uma associação significativa entre as comissões de sustentabilidade e a performance ambiental em Berrone and Gomez-Mejia (2009) nem em Rodrigue *et al.* (2013).

Hipótese 4 (H4): A presença de uma comissão de sustentabilidade está positivamente associada com o reporte de ESG.

3.5. Relatório de Isolado de Sustentabilidade

Nos países europeus há um maior foco nos *stakeholders*, ao contrário dos Estados Unidos que são mais orientados para as necessidades dos investidores. Dada esta orientação para os *stakeholders*, as decisões operacionais das empresas da Europa são influenciadas pelos valores morais dos consumidores, colaboradores, governo, entre outros (Dhaliwal *et al.*, 2011). Maignan (2001) mostra que os consumidores de França e da Alemanha valorizam mais a responsabilidade ética e social das empresas, deixando as responsabilidades económicas como um fator secundário.

Uma empresa divulgar informação não financeira à partida é um indicador de que esta cumpre com as medidas de sustentabilidade. Uma vez que este reporte não tem limite de páginas e é diretamente relacionado com as medidas CSR, as empresas podem justificar as suas práticas de uma forma mais consistente e detalhada, o que significa também que, por outro lado, estarão mais expostas. Posto isto, empresas que se preocupam com a sociedade e com o ambiente estarão mais inclinadas em expor detalhadamente as suas práticas de sustentabilidade num relatório não financeiro do que empresas que praticam *greenwashing* (Zhang *et al.*, 2021).

A escolha de uma empresa fazer este relatório demonstra ao seu público um esforço para ser transparente, uma vez que para além de serem mais detalhados e de melhor compreensão do que os relatórios financeiros, disponibilizam informação para avaliar a sustentabilidade das empresas a longo prazo. Estes relatórios são muitas vezes objeto de estudo por parte dos investigadores na área da sustentabilidade (Dhaliwal *et al.*, 2011; Wang & Li, 2016).

Hipótese 5 (H5): As empresas fazerem o relatório de sustentabilidade isolado do relatório de gestão está associado com o reporte de ESG.

3.6. Dimensão

As empresas maiores – medindo a dimensão destas pelo total do ativo, são alvo de constante pressão social para tomarem as decisões certas, uma vez que terão recursos suficientes para tornar o mundo melhor, garantindo que a sua atividade não se cinge apenas aos interesses dos investidores, mas que beneficie o ambiente e a sociedade, tentando alcançar a legitimidade social (Branco & Rodrigues, 2008).

A sociedade apoia uma empresa estar em atividade desde que esta última demonstre que não tem como objetivo único tentar obter o maior lucro possível, mas que uma das suas principais funções seja satisfazer as necessidades e expectativas do seu público. Há assim uma tendência para estas empresas serem as que mais divulgam matérias não financeiras, uma vez que para além de conseguirem alocar os recursos suficientes, estão sujeitas a um maior escrutínio dos seus *stakeholders*, o que é consistente com a teoria da legitimidade (Deegan, 2002). Empresas mais pequenas para além de não terem tantos recursos que seja possível alocar em análises ou divulgações, que têm custos elevados, não têm tantos interessados nas suas atividades (menos *stakeholders*) nem têm um impacto ambiental ou social tão grande (Hahn & Kühnen, 2013).

De acordo com a teoria da agência, empresas de maior dimensão têm maior assimetria de informação. Quanto mais informação estas empresas divulgarem mais reduzem esta assimetria ao mesmo tempo que reduzem conflitos de interesses e dão segurança aos investidores, o que leva a reduzir os custos de agência (García-Meca *et al.*, 2005).

Branco e Rodrigues (2008), Brogi *et al.* (2022), Hahn e Kühnen (2013) e Rahman e Alsayegh (2021) estão entre os estudos que comprovam que a dimensão está positivamente relacionada com a divulgação de informação voluntária.

Hipótese 6 (H6): A dimensão está associada positivamente com o reporte de ESG.

3.7. Rendibilidade

Como mencionado anteriormente, as medidas ESG e, consequentemente, o seu reporte, melhora a rendibilidade das organizações (Buallay, 2019; Friede *et al.*, 2015; Orlitzky *et al.*, 2003).

Empresas com muito lucro podem ser alvo de um maior escrutínio público, de acordo com a teoria da legitimidade, ou até alvo de exposição política (Bewley & Li, 2000; Crespi & Migliavacca, 2020). Posto isto, estas empresas são incentivadas a explicar como alcançam esta rendibilidade para se demonstrarem legítimas perante os seus *stakeholders*, uma vez que o lucro pode ser associado a exploração dos trabalhadores e do meio ambiente. Assim sendo, empresas com maior rendibilidade são também encorajadas a divulgar se operam de acordo com as

normas ambientais e da sociedade, não tentando alcançar lucro a todo o custo, ou até se utilizam parte desse lucro para tomar ações ligadas à comunidade (Gamerschlag *et al.*, 2011).

No entanto, não existe uma harmonia nos resultados no que toca a este indicador. Vários autores não encontraram nenhuma relação entre a rendibilidade e a divulgação de informação (Chih *et al.*, 2010; Hahn & Kühnen, 2013).

Por outro lado, em concordância com a teoria desenvolvida, estudos empíricos como Brogi *et al.* (2022) e Rahman e Alsayegh (2021) concluíram uma relação positiva entre este indicador e o reporte de sustentabilidade.

Hipótese 7 (H7): A rendibilidade está associada positivamente com o reporte de ESG.

3.8. Endividamento

Empresas com grandes níveis de endividamento tendem a divulgar reportes de sustentabilidade com maior qualidade, o que é expectável, tendo em conta que os financiadores destas empresas necessitam de saber e controlar mais informação quanto maior o nível de alavancagem das mesmas, de modo a perceber se estas conseguem posteriormente pagar estes financiamentos. Assim sendo, estas empresas são encorajadas pelos seus financiadores a divulgar mais informação para além do reporte financeiro, de modo a reduzir assimetrias de informação e para mostrarem a sua legitimidade aos mesmos (Branco & Rodrigues, 2008; Hummel & Schlick, 2016; Linsley & Shrives, 2006). Na mesma direção, na perspetiva da teoria da agência, empresas mais endividadas têm um maior incentivo para divulgar informação voluntariamente para reduzirem os custos de agência (Oliveira *et al.*, 2006). Estes argumentos são compatíveis com os resultados estatísticos de estudos como os de Hummel e Schlick (2016) e Rahman e Alsayegh (2021).

Por outro lado, Linsley e Shrives (2006) argumentam que organizações com maior risco, como empresas com níveis de endividamento elevados, podem não querer dar ênfase aos seus níveis de risco e assim oferecer alguma resistência no que toca a divulgar informação voluntariamente.

Não foi encontrada uma associação significativa entre este indicador e a divulgação de informação voluntária em Depoers (2000). Em Ntim *et al.* (2013) foi encontrada uma associação negativa entre o nível de endividamento e o reporte não financeiro.

Hipótese 8 (H8): O nível de endividamento está associado com o reporte de ESG.

3.9. Idade

Segundo Owusu-Ansah (1998), empresas mais recentes poderão sofrer desvantagem competitiva se divulgarem demasiada informação, sendo que ainda estão a estudar o mercado e a desenvolver os seus produtos. Por outro lado, as empresas mais antigas não têm esse problema e, pelo contrário, como estão em atividade há mais tempo querem demonstrar que são conscientes nas suas estratégias, o que leva a um maior incentivo na divulgação de informação, sendo consistente não só com os resultados estatísticos da autora, mas também com o estudo de Al-Shammari *et al.* (2008).

Hipótese 9 (H9): A idade está associada com o reporte de ESG.

3.10. País

A forma como os *stakeholders* avaliam uma empresa depende de várias questões como questões éticas que dependem de cada cultura, questões legais e económicas, entre outras. De acordo com a teoria institucional, os países são ambientes sociais constituídos por várias componentes (normativa, cognitiva e regulativa) que levam à legitimação das empresas por parte dos *stakeholders* (Scott, 1995).

Campbell (2007) argumenta que as empresas estarão menos dispostas a agir de acordo com as normas sociais se for pouco provável atingirem grandes lucros a curto-prazo devido à instabilidade da economia do seu país. Estas limitações podem ser causadas pelo baixo poder de compra dos consumidores, por altos níveis de inflação do país, entre outros (Campbell, 2007; Orlitzky *et al.*, 2003). Campbell (2007) propõe igualmente que empresas situadas em países com sistemas legais que assegurem um comportamento responsável por parte das mesmas, estas tenderão a agir de maneira mais consciente, principalmente se estas normas forem resultado de um consenso entre o governo, os *stakeholders* e as empresas.

Em Maignan (2001) verifica-se que os Estados Unidos têm uma cultura empresarial mais orientada para os investidores, enquanto os países europeus (como a Alemanha e França) estão mais orientados para os *stakeholders*, estando a atenção dos consumidores destes últimos países mais virada para as questões legais e éticas das empresas, ao contrário dos consumidores dos Estados Unidos que apresentam uma maior atenção nos aspetos económicos das empresas. Este estudo demonstra que o nível de reporte não financeiro pode variar consoante a cultura empresarial de cada país.

Em Oliveira *et al.* (2019) não foi encontrada uma relação entre o país e o reporte voluntário.

Hipótese 10 (H10): O país está associado com o reporte de ESG.

4. Metodologia

O objetivo geral do presente estudo é determinar as variáveis significativas na implementação das medidas *Environmental, Social and Governance* (ESG) nas empresas seguradoras europeias e, como objetivos específicos, (1) relacionar as variáveis financeiras com o reporte de ESG nas empresas seguradoras europeias e (2) identificar as relações entre os determinantes e as três dimensões do ESG nas seguradoras europeias.

Este estudo poderá responder às questões de investigação (1) quais são os determinantes da implementação das medidas ESG nas empresas seguradoras europeias? e (2) quais são as variáveis destas empresas que estão relacionadas com cada uma das três dimensões do ESG?

4.1. Seleção e Caracterização da Amostra

O setor segurador é o que mais investe na economia da UE, tendo investido €10 627 mil milhões até 2020, o que equivale a 61% do PIB europeu. Sendo uma indústria bastante importante para o crescimento da economia, as seguradoras estão numa posição privilegiada para investir em matérias relacionadas com projetos de desenvolvimento da sustentabilidade como a eficiência de recursos, neutralização de carbono, entre outros. Várias seguradoras, de forma voluntária, já divulgaram matérias de sustentabilidade, desenvolveram normas de sustentabilidade e investiram em projetos relacionados, sempre acompanhados de estratégias ESG (Insurance Europe. 2020).

Das 600 empresas incluídas no *Stoxx 600 Europe*, excluindo 3 fundos de investimento e 566 empresas não pertencentes à indústria seguradora, foram selecionadas 31 empresas seguradoras à data de 31/10/2022 através da base de dados *Eikon*.

De acordo com a Tabela 4.1, que apresenta a seleção e caracterização da amostra, ainda foi eliminada 1 empresa seguradora da amostra inicial devido a não ter os dados necessários ao estudo na base de dados *Eikon*, como se verifica no Painel A. A amostra final contém 30 empresas seguradoras de 11 países europeus entre 2016 e 2020, com um total de 150 observações. O estudo inicia no ano 2016 devido a ser o ano em que começa a haver todos os dados necessários para o estudo nas 30 empresas.

O Painel B apresenta a amostra distribuída pelo Ramo Vida ou Ramo Não Vida, sendo que um terço das empresas seguradoras da amostra final são do Ramo Não Vida e as restantes são do Ramo Vida.

Distribuindo a amostra por país, verifica-se que a maioria das empresas são do Reino Unido (8), da Suíça (5), da Holanda (3) e da Alemanha (3), estando as restantes 11 empresas distribuídas por outros 7 países da Europa.

Tabela 4.1 - Seleção e Caracterização da Amostra

Painel A: Critérios de seleção da amostra	Número de Empresas	Número de Observações
Empresas incluídas no índice Stoxx 600 Europe	600	3000
Fundos de investimento	-3	-15
Empresas não pertencentes ao setor segurador	-566	-2830
Empresas sem dados na base de dados Eikon	-1	-5
Amostra Final	30	150

Painel B: Distribuição da amostra por ramo segurador	Número de Empresas	%
Ramo Vida	10	33%
Ramo Não Vida	20	67%
Amostra Final	30	100%

Painel C: Distribuição da amostra por país	Número de Empresas	%
Alemanha	3	10%
Bélgica	1	3%
Dinamarca	2	7%
Finlândia	1	3%
França	2	7%
Holanda	3	10%
Itália	2	7%
Noruega	2	7%
Polónia	1	3%
Reino Unido	8	27%
Suíça	5	17%
Amostra Final	30	100%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da *Eikon Database*.

4.2. Modelo Econométrico

Uma vez que as políticas de ESG podem ser determinadas endogenamente e que as variações no relato de ESG podem ser atribuídas a heterogeneidade não observável e/ou relacionadas com variações temporais, foi seguida a metodologia de dados em painel, com efeitos fixos, que permite limitar problemas de endogeneidade associados a enviesamento na seleção da amostra e controlar problemas de endogeneidade associados a variáveis omitidas (Brown et al., 2011).

De forma a analisar os determinantes do ESG nas empresas seguradoras da Europa, incluindo os efeitos fixos, foi definido o seguinte modelo econométrico:

$$ESG_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \text{Determinates}_{jit} + \gamma_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Este modelo econométrico será utilizado para testar todas as 10 hipóteses analisadas no Capítulo 3.

Como variável dependente do estudo foi utilizado o ESG *Combined Score*, que combina o ESG *Score*, calculado pelos dados existentes dos 3 pilares: *Environmental*, *Social* e *Governance*, com o ESG *Controversies Score*, em que os dados são recolhidos pelas diversas fontes de *media*. O ESG *Combined Score* é igual ao ESG *Score* se as empresas não estiverem envolvidas em controvérsias relacionadas com o ESG (Refinitiv, s.d.).

A Tabela 4.2 reflete a mensuração das variáveis independentes do estudo.

A dimensão do conselho de administração foi determinada de acordo com o número de membros no conselho de administração de cada empresa (Elzahar & Hussainey, 2012; Ntim *et al.*, 2013; Rouf, 2017; Samaha *et al.*, 2015).

A diversidade de género é mensurada pela proporção de mulheres presentes no conselho de administração (Adams & Ferreira, 2009; Campbell & Mínguez-Vera, 2008; Hafsi & Turgut, 2013; Isidro & Sobral, 2015).

Os diretores independentes são calculados pela percentagem de diretores independentes presentes no CA (Ntim *et al.*, 2013; Rouf e Hossan, 2021; Sharif e Rashid, 2014).

Foi criada uma variável *Dummy* para mensurar a comissão de sustentabilidade, uma vez que é uma variável categórica, na qual, se a seguradora tiver uma comissão de sustentabilidade, o valor da *Dummy* é =1, caso contrário é =0.

Para o relatório de sustentabilidade separado também foi criada uma variável *Dummy* que é =1 se a seguradora elaborar relatório de sustentabilidade, caso não o faça é =0.

De modo a mensurar a dimensão, é calculado o logaritmo natural do total dos ativos de cada empresa.

A rendibilidade é calculada pelo rácio ROA que é o quociente entre o resultado operacional e o total do ativo.

O nível de endividamento é calculado pela divisão entre o total das dívidas e o total dos ativos.

A idade é mensurada pelo número de anos de existência das empresas.

Finalmente, o país é calculado pela taxa de crescimento do PIB de cada país onde as seguradoras estão sediadas.

Tabela 4.2 - Mensuração das Variáveis Independentes

Variáveis	Mensuração	Sinal previsto	Referências
Dimensão do CA	Número de membros no conselho de administração.	+	Elzahar e Hussainey (2012); Ntim <i>et al.</i> (2013); Rouf (2017); Samaha <i>et al.</i> (2015).
Diversidade de Género no CA	Proporção de mulheres no conselho de administração.	+	Adams e Ferreira 2009; Campbell e Mínguez-Vera (2008); Hafsi e Turgut (2013); Isidro e Sobral (2015).
Diretores Independentes	Porcentagem de diretores independentes entre o total de diretores no conselho de administração.	+	Ntim <i>et al.</i> (2013); Rouf e Hossan (2021); Sharif e Rashid (2014).
Comissão de Sustentabilidade	Variável <i>Dummy</i> : se a seguradora tem comissão de sustentabilidade =1 e caso contrário é =0.	+	Biswas <i>et al.</i> (2018); Mallin e Michelin (2011); Orazalin (2019); Spitzbeck (2009); Walls <i>et al.</i> (2012).
Relatório de Sustentabilidade Separado	Variável <i>Dummy</i> : se a seguradora faz um relatório de sustentabilidade separado do relatório de gestão =1 e caso contrário é =0.	?	Dhaliwal <i>et al.</i> (2012)
Dimensão	Logaritmo natural do total de ativos.	+	Branco e Rodrigues (2008); Brogi <i>et al.</i> (2022); Elzahar e Hussainey (2012); Hahn e Kühnen (2013); Rahman e Alsayegh (2021).
Rendibilidade	Rácio ROA (<i>Return On Assets</i>): resultado operacional a dividir pelo total do ativo.	+	Brogi <i>et al.</i> (2022); Chih <i>et al.</i> , 2010; Hahn & Kühnen, 2013; Rahman e Alsayegh (2021).
Nível de Endividamento	Total das dívidas a dividir pelo total do ativo.	?	Depoers (2000); Hummel e Schlick (2016); Ntim <i>et al.</i> (2013); Rahman e Alsayegh (2021).
Idade	Número de anos desde a criação da empresa.	?	Oliveira <i>et al.</i> (2011).
País	Taxa de crescimento do PIB (Produto Interno Bruto).	?	Oliveira <i>et al.</i> (2019).

Fonte: Elaboração própria.

5. Resultados e Discussão

5.1. Análise Descritiva

Na Tabela 5.1 são apresentadas as estatísticas descritivas de cada variável presente no estudo, dependente e independentes, calculados pelo SPSS *Statistics* sendo os dados referentes ao período de 2016 a 2020.

A variável dependente, *ESG Combined Score*, apresenta uma média de 61,763%, o que significa que mais de metade das seguradoras encoraja o reporte de ESG. Este score tem um mínimo de 25,67% e um máximo de 91,47%, embora a tendência é não ir muito além da média, uma vez que o desvio padrão é de 15,03%. O pilar com a média mais alta de 68,284% é o *Governance Pillar*, seguido pelo *Environmental Pillar* com uma média de 63,799% e por fim o *Social Pillar* com um valor de 62,574%, que é o que se aproxima mais do *ESG Combined Score*, inclusive pelos seus mínimo e máximo. Logo, apesar de ter um mínimo de 26,82%, o *Governance Pillar* é a componente ESG mais assegurada pelas empresas seguradoras europeias, em média, com um desvio padrão de 18,63%.

Tabela 5.1 - Estatísticas Descritivas

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<i>ESG Combined Score</i>	150	25,670	91,470	61,763	15,030
<i>Environmental Pillar</i>	150	15,090	98,900	63,799	24,589
<i>Governance Pillar</i>	150	16,820	96,240	68,284	18,630
<i>Social Pillar</i>	150	25,400	93,520	62,574	17,331
Dimensão do CA	150	4,000	21,000	11,227	3,041
Diversidade de Género no CA	150	0,000	0,667	0,339	0,107
Independência do CA	150	0,200	1,000	0,688	0,211
Dimensão	150	15,131	20,758	18,614	1,468
Rendibilidade	150	-0,023	0,108	0,020	0,023
Endividamento	150	0,011	0,297	0,063	0,055
Idade	150	8,000	217,000	98,933	66,387
País	150	-11,031	5,945	0,429	3,606
		N	%		
Comissão de Sustentabilidade	<i>Dummy</i> =1	121	80,7		
	=0	29	19,3		
Relato Isolado de Sustentabilidade	<i>Dummy</i> =1	144	96,0		
	=0	6	4,0		

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da *Eikon Database*.

A dimensão do CA tem entre um mínimo de 4 diretores a 21, havendo uma média de 11 diretores presentes no CA. A proporção de mulheres no CA representa uma média de 33,9%,

variando entre a inexistência de mulheres no CA e 66,7% do CA ser do género feminino. Há, em média, 68,8% de diretores independentes no CA, sendo o mínimo 20% e o máximo 100%.

A dimensão, medida pelo logaritmo natural dos ativos, tem uma média de 18,614, sendo que o mínimo é de 15,131 e o máximo 20,758.

A média do rácio da rendibilidade é de 2%, sendo que há seguradoras com ROA negativo de -2,3% (mínimo) e a rendibilidade máxima é de 10,8%. Uma explicação provável para os níveis de rendibilidade mais baixos é o facto deste estudo incluir dados do ano 2020, em que foram estimadas perdas de 36 a 72 mil milhões no setor segurador da UE relativas à pandemia COVID-19 (Insurance Europe, 2020).

O nível de endividamento das empresas em estudo encontra-se, em média, nos 6,3%, e o mínimo e o máximo são de 1,1% e 29,7%, respetivamente. Os níveis de endividamento mais altos foram relativos à mesma empresa italiana “*Poste Italiane*”, sendo que a maior percentagem foi no ano 2020.

A variável “idade” demonstra que as seguradoras europeias têm, em média, 99 anos de existência, tendo a mais recente 8 anos e a mais antiga 217 anos.

A variável “país”, representada pela taxa de crescimento do PIB, indica uma média de 4,29%, sendo o mínimo negativo em -11,031% e o máximo 5,945%. Todos os valores negativos relativos ao crescimento do PIB, incluindo o valor mais baixo de -11,031% do Reino Unido, são relativos ao ano 2020, sendo um efeito direto do COVID-19. O PIB europeu desceu em 2020 pela primeira vez desde 2013, em cerca de 5,9% (Insurance Europe, 2020).

80,7% das seguradoras em estudo têm uma comissão de sustentabilidade e a grande maioria (96%) elabora o Reporte de Sustentabilidade separadamente do Relatório de Gestão, havendo apenas 6 seguradoras que não o fazem.

5.2. Matriz de Correlações

A Tabela 5.2 demonstra as correlações entre as variáveis independentes a dependente.

A variável dependente está positivamente correlacionada com a dimensão do CA ($p\text{-value}<0,05$), com a dimensão, com a idade, com a comissão de sustentabilidade e com o relatório de sustentabilidade isolado ($p\text{-value}<0,01$). Está também negativamente correlacionada com a rendibilidade ($p\text{-value}<0,01$).

O valor mais alto de VIF (*Variance-Inflated Factors*), como indica a Tabela 5.3, é de 2,028, o que indica níveis baixos de problemas de multicolinearidade ($VIF<10$) e que as variáveis independentes estão moderadamente correlacionadas (Shrestha, 2020).

Tabela 5.2 - Matriz de Correlações

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
<i>Painel A: Correlação de Pearson para as variáveis numéricas</i>											
(1) ESG Combined Score	1,000										
(2) Dimensão do CA	0,189 **	1,000									
(3) Diversidade de Género no CA	0,038	0,101	1,000								
(4) Independência do CA	0,148	-0,178 **	-0,179 **	1,000							
(5) Dimensão	0,588 ***	0,200 **	0,017	-0,012	1,000						
(6) Rendibilidade	-0,316 ***	-0,189 **	0,247 ***	-0,093	-0,606 ***	1,000					
(7) Endividamento	-0,108	0,033	0,187 **	-0,140	-0,173 **	0,213 ***	1,000				
(8) Idade	0,360 ***	0,383 ***	-0,160	0,051	0,423 ***	-0,367 ***	-0,026	1,000			
(9) País	-0,027	-0,069	-0,140	0,017	0,015	0,109	-0,126	-0,029	1,000		
<i>Painel B: Correlação de Spearman para as variáveis categóricas</i>											
(10) Comissão de Sustentabilidade	0,295 ***	0,085	0,002	-0,078	0,227 ***	-0,085	-0,180 **	0,268 ***	-,084	1,000	
(11) Relato Isolado de Sustentabilidade	0,236 ***	-0,209 **	0,077	0,067	0,136	-0,032	-0,079	0,185 **	-,021	0,417 ***	1,000
Correlação significativa a um nível de significância de ***0,01 (bilateral), **0,05 (bilateral) e *0,1 (bilateral).											

5.3. Modelos de Regressão

A Tabela 5.3 apresenta o resultado do modelo de regressão linear 1 com duas abordagens: *pooled* e efeitos fixos.

Tal como referido no Capítulo 5.2, foi calculado o VIF de modo a testar a existência de problemas de multicolinearidade. De acordo com os resultados, os níveis de multicolinearidade são mínimos ($VIF < 10$).

Depois de correr o modelo *pooled*, as estatísticas de diagnósticos dos dados em painel (estatística F, Bresch-Pagan e Hausman) indicam que o modelo de efeitos fixos é preferível aos modelos *pooled* e efeitos aleatórios.

Os resultados indicados na Tabela 5.3 demonstram que o modelo de regressão 1 com efeitos fixos é válido de maneira geral. Este modelo é estatisticamente significativo ($F=58,971$; $p\text{-value} < 0,01$). O poder explicativo das variáveis independentes em relação à variação do ESG *Combined Score* é de 28,9% (R^2 ajustado = 0,289).

Analisando o modelo de regressão 1 com efeitos fixos, os resultados do estudo indicam que o reporte de ESG está positivamente associado com a “diversidade de género no CA” ($p\text{-value} < 0,1$), com a comissão de sustentabilidade ($p\text{-value} < 0,01$), com o relato isolado de sustentabilidade ($p\text{-value} < 0,01$), com a dimensão ($p\text{-value} < 0,01$) com a rentibilidade ($p\text{-value} < 0,1$), com a idade ($p\text{-value} < 0,01$) e com o país ($p\text{-value} < 0,1$), suportando as hipóteses H2, H4, H5, H6, H7, H9, H10.

Na diversidade de género foi obtido um resultado em concordância com a teoria desenvolvida por Isidro e Sobral (2015) que defendem que as mulheres no conselho de administração acrescentam valor às empresas, melhorando conseqüentemente a sua performance a todos os níveis, incluindo então a performance não financeira.

Relativamente à presença de uma comissão de sustentabilidade nas empresas, a associação positiva encontrada está em harmonia com os resultados encontrados em Biswas *et al.* (2018), Mallin e Michelon (2011), Orazalin (2019), Spitzbeck (2009) e Walls *et al.* (2012), uma vez que se a empresa tem uma comissão de sustentabilidade, os assuntos relativos a estas matérias serão tratados de forma mais precisa, havendo mais experiência e especificidade (Berrone & Gomez-Meija, 2009). No entanto, o resultado obtido não está de acordo com os estudos empíricos de Berrone e Gomez-Meija (2009) e Rodrigue *et al.* (2013) que não encontraram nenhuma relação entre a comissão de sustentabilidade e o reporte de ESG.

Tabela 5.3 - Modelo de Regressão 1

Variáveis	Sinal previsto	ESG Combined Score	
		Pooled	Efeitos fixos
Constante		-72,950 *** -(2,894)	409,012 *** -(4,331)
Dimensão do CA	+	0,534 (0,942)	-1,460 †† -(2,325)
Diversidade de Género no CA	+	4,889 (0,306)	14,569 † (1,315)
Independência do CA	+	13,364 †† (1,914)	5,535 (0,522)
Comissão de Sustentabilidade	+	3,520 (1,145)	4,336 ††† (2,858)
Relato Isolado de Sustentabilidade	?	8,483 ** (2,333)	6,499 *** (2,709)
Dimensão	+	5,591 ††† (4,711)	14,535 ††† (4,117)
Rendibilidade	+	55,540 (0,690)	104,609 † (1,382)
Endividamento	?	0,589 (0,029)	-38,654 ** -(2,105)
Idade	?	0,017 (0,652)	2,003 *** (2,760)
País	?	-0,077 -(0,262)	0,690 * (1,850)
Efeitos fixos ano		Incluído	Incluído
Ajustamento do Modelo:			
R ² ajustado		0,383	0,289
Estatística F		7,974 ***	58,971 ***
Estatística Durbin-Watson		1,123	1,450
Estatística VIF		<2,028	<2,028
Observações		150	150
Diagnóstico dos dados em painel:			
Estatística F			6,533 ***
Estatística Breusch-Pagan			55,628 ***
Estatística de Hausman			25,280 ***

Significância a: †††0,01 (unilateral), ††0,05 (unilateral) e †0,1 (unilateral). Significância a: ***0,01 (bilateral), **0,05 (bilateral) e *0,1 (bilateral). Os erros padrão estão ajustados de heterocedasticidade e clusterizados ao nível de empresa. As estatísticas t são fornecidas entre parêntesis.

De acordo com Zhang *et al.* (2021) as empresas que fazem relatórios de sustentabilidade separadamente do relatório de gestão geralmente estão mais preocupadas com o ambiente e

com a sociedade, divulgando detalhadamente as suas práticas de sustentabilidade, o que explica o relato isolado de sustentabilidade estar associado positivamente com a variável dependente.

A relação positiva entre a dimensão e o reporte de ESG está em conformidade com a teoria da legitimidade, uma vez que empresas maiores estão sujeitas a um maior escrutínio público, logo são pressionadas a divulgar mais informação (Deegan, 2002) e, também está de acordo com a teoria da agência, reduzindo a assimetria de informação (García-Meca *et al.*, 2005).

Os resultados relativos à rendibilidade estão em harmonia com o estudos empíricos de Brogi *et al.* (2022) e Rahman e Alsayegh (2021) que encontraram uma relação positiva entre a rendibilidade e o reporte não financeiro. Este resultado pode ser explicado pela teoria da legitimidade, sendo que as empresas com maior rendibilidade têm motivações maiores a demonstrar que os seus lucros são obtidos de forma legítima e que, em parte, são utilizados para contribuir para a sociedade e para o ambiente (Bewley & Li, 2000; Crespi & Migliavacca, 2020; Gamerschlag *et al.*, 2011).

Assim como Owusu-Ansah (1998), que concluiu que as empresas com mais anos de existência tendem a divulgar mais informação, os resultados da Tabela 5.3 demonstram que a idade é um fator determinante no reporte de ESG.

O país, mensurado pelo PIB, demonstrou uma associação positiva com o reporte de ESG, o que, segundo Campbell (2007) pode ser explicado pelo facto de empresas situadas em países economicamente mais estáveis podem ter uma maior motivação para divulgar mais informação, uma vez que, sendo provável atingir lucros a curto-prazo, as empresas estão dispostas a agir em conformidade com as normas sociais. Este resultado não está de acordo com o de Oliveira *et al.* (2019) que não encontrou nenhuma relação entre as duas variáveis.

Não foi encontrada qualquer relação entre a “independência do CA” e o reporte de ESG, não suportando a hipótese H3.

A dimensão do CA demonstra uma relação negativa ($p\text{-value}<0,05$) com a variável dependente, não suportando assim a hipótese H1, uma vez que era esperada uma associação positiva entre as duas variáveis. Este resultado é consistente com o de Bouaziz (2014). No entanto, é contrário aos estudos de Ntim *et al.* (2013), Rouf (2017) e Samaha *et al.* (2015). Esta associação negativa entre as duas variáveis pode ser explicada pela falta de comunicação e coordenação quando a dimensão do CA é elevada (Jensen, 1993).

Relativamente ao endividamento, foi encontrada uma associação negativa ($p\text{-value}<0,05$) com o ESG *Combined Score*, suportando a hipótese H8 que previa uma relação entre as duas variáveis. O resultado obtido é consistente com Ntim *et al.* (2013) que também encontrou uma relação negativa entre o nível de endividamento e o reporte não financeiro. Empresas com altos

níveis de endividamento podem tender a oferecer resistência a divulgar informação de forma voluntária, de modo a não dar ênfase ao seu nível de risco (Linsley & Shrivess, 2006). No entanto, este resultado não é consistente com os estudos de Hummel e Schlick (2016) e Rahman e Alsayegh (2021) que encontraram uma associação positiva entre as duas variáveis.

5.4. Análise Adicional

Na Tabela 5.4 são apresentados os resultados do modelo de regressão 2 com a abordagem *pooled* e a abordagem efeitos fixos envolvendo os 3 pilares do ESG: *Environmental*, *Social* e *Governance*.

Os resultados indicados na Tabela 5.4 demonstram que o modelo de regressão 2 com efeitos fixos é válido de maneira geral. Este modelo é estatisticamente significativo (F de *Environmental*=7,635; F de *Social*=14,768; F de *Governance*=17,253; *p-value*<0,01). O poder explicativo das variáveis independentes em relação à variação de *Environmental*, *Social* e *Governance* é de 20,9% (R^2 ajustado= 0,209), 37,2% (R^2 ajustado= 0,372) e 50,4% (R^2 ajustado= 0,504), respetivamente.

Analisando o modelo de regressão 2 com efeitos fixos, é de notar que a dimensão do CA está negativamente associada com a componente *Governance* (*p-value*<0,05). No entanto esta variável não está associada com os pilares *Environmental* e *Social*.

A diversidade de género está positivamente associada com o pilar *Governance* (*p-value*<0,01), mas não demonstra nenhuma relação com *Environmental* nem *Social*.

Apesar de não ter sido encontrada nenhuma relação entre a independência do CA e o ESG *Combined Score*, verifica-se uma relação positiva desta variável independente com o *Social Pillar* (*p-value*<0,05). No modelo de regressão 1, esta variável pode não ter efeito significativo pelo facto da variável dependente ter o efeito das controvérsias de ESG.

A presença de uma comissão de sustentabilidade apenas tem um impacto positivo no *Social Pillar* (*p-value*<0,01).

O relato isolado de sustentabilidade demonstrou uma associação positiva com as três componentes: *Environmental* (*p-value*<0,1), *Social* e *Governance* (*p-value*<0,05).

A dimensão da empresa apenas tem impacto (positivo) no *Environmental Pillar* (*p-value*<0,01), não havendo relação com as outras componentes. O mesmo acontece com a rendibilidade (*p-value*<0,05).

Assim como no ESG *Combined Score*, verifica-se uma relação negativa entre o endividamento e as componentes *Environmental* e *Governance* (*p-value*<0,1 e *p-value*<0,05, respetivamente), apesar de não haver relação com o *Social Pillar*.

Relativamente à idade, há uma associação com os três pilares, positiva com *Governance* e *Social* ($p\text{-value}<0,01$) e negativa com *Environmental* ($p\text{-value}<0,05$).

O país apenas demonstrou uma relação (positiva) com a componente *Social* ($p\text{-value}<0,05$).

Tabela 5.4 - Modelo de Regressão 2

Variáveis	Sinal previsto	<i>Environmental Pillar</i>		<i>Governance Pillar</i>		<i>Social Pillar</i>	
		<i>Pooled</i>	Efeitos fixos	<i>Pooled</i>	Efeitos fixos	<i>Pooled</i>	Efeitos fixos
Constante		-	-	-	-	-	-
		164,312 ***	137,427	-4,821	317,762 ***	111,807 ***	240,903 **
		-(3,689)	-(1,025)	-(0,119)	-(3,902)	-(3,581)	-(2,120)
Dimensão do CA	+	0,417	-0,396	0,662	-2,257 ††	0,379	-0,498
		(0,408)	-(0,347)	(0,848)	-(2,306)	(0,646)	-(0,657)
Diversidade de Género no CA	+	-2,309	-11,254	6,173	41,668 †††	19,914	-3,529
		-(0,083)	-(0,499)	(0,257)	(2,952)	(1,267)	-(0,333)
Independência do CA	+	28,535 ††	-1,918	13,368	5,896	6,141	11,894 ††
		(2,082)	-(0,137)	(1,151)	(0,664)	(0,686)	(1,779)
Comissão de Sustentabilidade	+	4,251	-2,970	-6,327	-3,400	8,945 ††	8,792 †††
		(0,764)	-(0,500)	-(1,141)	-(0,975)	(2,288)	(3,872)
Relato Isolado de Sustentabilidade	?	7,522	19,984 *	5,467	10,535 **	13,653 ***	6,640 **
		(0,596)	(1,404)	(0,832)	(2,068)	(3,132)	(1,707)
Dimensão	+	10,566 †††	24,609 †††	2,822 †	0,690	7,252 †††	7,724
		(5,462)	(4,108)	(1,308)	(0,206)	(4,989)	(1,262)
Rendibilidade	+	-1,083	320,669 ††	86,296	36,311	39,043	52,031
		-(0,009)	(2,291)	(0,594)	(0,274)	(0,685)	(0,784)
Endividamento	?	-8,281	-89,714 *	-69,610 ***	-38,090 **	15,825	-19,745
		-(0,209)	-(1,552)	-(2,841)	-(1,812)	(0,744)	-(1,175)
Idade	?	-0,024	-2,675 **	0,051	3,787 ***	0,021	1,465 ***
		-(0,553)	-(2,013)	(1,049)	(4,952)	(0,749)	(3,528)
País	?	0,271	-0,384	-1,467 ***	0,039	0,007	0,327 **
		(0,816)	-(1,247)	-(4,805)	(0,181)	(0,034)	(2,247)
Efeitos fixos ano		Incluído	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído

Significância a: †††0,01 (unilateral), ††0,05 (unilateral) e †0,1 (unilateral). Significância a: ***0,01 (bilateral), **0,05 (bilateral) e *0,1 (bilateral). Os erros padrão estão ajustados de heterocedasticidade e clusterizados ao nível de empresa. As estatísticas t são fornecidas entre parêntesis.

Tabela 5.4 - Modelo de Regressão 2 (Continuação)

Variáveis	Sinal previsto	Environmental Pillar		Governance Pillar		Social Pillar	
		<i>Pooled</i>	Efeitos fixos	<i>Pooled</i>	Efeitos fixos	<i>Pooled</i>	Efeitos fixos
Ajustamento do Modelo:							
R2 ajustado		0,445	0,209	0,189	0,504	0,590	0,372
Estatística F		13,303 ***	6,641 ***	6,228 ***	7,868 ***	16,261 ***	4,370 ***
Estatística Durbin-Watson		0,459	1,306	0,393	1,309	0,300	1,409
Estatística VIF		<2,028	<2,028	<2,028	<2,028	<2,028	<2,028
Observações		150	150	150	150	150	150
Diagnóstico dos dados em painel:							
Estatística F			7,635 ***		17,253 ***		14,768 ***
Estatística Breusch-Pagan			67,377 ***		116,436 ***		143,509 ***
Estatística de Hausman			21,138 ***		49,404 ***		16,275 *

Significância a: †††0,01 (unilateral), ††0,05 (unilateral) e †0,1 (unilateral). Significância a: ***0,01 (bilateral), **0,05 (bilateral) e *0,1 (bilateral). Os erros padrão estão ajustados de heterocedasticidade e clusterizados ao nível de empresa. As estatísticas t são fornecidas entre parêntesis.

Conclusões

O presente estudo tem como objetivo determinar as variáveis significativas na implementação das medidas *Environmental, Social and Governance* (ESG) nas empresas seguradoras europeias, respondendo a duas questões de investigação (1) quais são os determinantes da implementação das medidas ESG nas empresas seguradoras europeias? e (2) quais são as variáveis destas empresas que estão relacionadas com cada uma das três dimensões do ESG?

Até à data não foram encontrados estudos de determinantes do reporte de ESG em seguradoras europeias, logo, este estudo vem preencher uma *gap* na literatura.

Respondendo às questões de investigação, (1) a dimensão do CA e o endividamento demonstraram impactar de forma negativa o reporte de ESG, ou seja, há uma relação inversa: empresas com uma grande dimensão do CA e com altos níveis de endividamento tendem a reportar menos informação de ESG. Por outro lado, a diversidade de género, a presença de uma comissão de sustentabilidade, o relato isolado de sustentabilidade, a dimensão da empresa, a rendibilidade, a idade e o país são variáveis que influenciam positivamente o reporte de ESG, havendo uma relação direta entre as variáveis independentes e a dependente; (2) o relato isolado de sustentabilidade está associado positivamente com as três componentes do ESG, a idade está associada negativamente com a componente *Environmental* e positivamente com *Social* e *Governance*, a dimensão do CA apresenta uma relação negativa com a componente *Governance*, a diversidade de género está positivamente associada com o pilar *Governance*, a independência do CA, a comissão de sustentabilidade e o país estão positivamente associados com o *Social Pillar*, a dimensão e a rendibilidade demonstram impactar positivamente o *Environmental Pillar* e o endividamento impacta negativamente os pilares *Environmental* e *Governance*.

Fazendo uma comparação entre os dois modelos de regressão, a dimensão do CA apresenta efeitos negativos no reporte de ESG assim como na componente *Governance*; a diversidade de género impacta positivamente o reporte de ESG e o *Governance Pillar*; a independência do CA demonstrou ser significativa apenas na componente *Social*, não tendo relação com o *score* de ESG; a comissão de sustentabilidade apresenta efeitos positivos tanto no reporte de ESG como na componente *Social*; o relato isolado de sustentabilidade foi a única variável a demonstrar uma associação positiva tanto no reporte de ESG como nos três pilares; a dimensão e a rendibilidade apresentam impactos positivos no reporte de ESG e na componente *Environmental*; o endividamento está negativamente associado com o reporte de ESG e com os pilares *Environmental* e *Governance*; a idade está associada positivamente com a divulgação

de ESG e com *Governance* e *Social*, porém está negativamente associada com *Environmental*; o país tem um impacto positivo no reporte de ESG e no pilar *Social*.

Uma das limitações do estudo foi o facto de apenas haver dados suficientes na base de dados *Eikon* a partir do ano 2016, o que reduz as observações. Ainda assim, foi excluída uma empresa do estudo, uma vez que não tinha todos os dados disponíveis.

Serão encorajados estudos futuros deste tópico noutras zonas geográficas, de modo a comparar diferentes questões legais, culturais ou económicas; ou até noutro setor de empresa, dado que o ESG é um tema recente e com grande potencial de ser explorado em qualquer ramo.

Referências Bibliográficas

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Al-Shammari, B., Brown, P., & Tarca, A. (2008). An investigation of compliance with international accounting standards by listed companies in the Gulf Co-Operation Council member states. *The international journal of accounting*, 43(4), 425-447. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2008.09.003>
- Ali, R., Rehman, R. U., Kanwal, M., Naseem, M. A., & Ahmad, M. I. (2022). Determinants of corporate social responsibility disclosure of banking sector in Pakistan. *Social Responsibility Journal*, 18(5), 1019-1034. <https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2019-0272>
- Alotaibi, K. O., & Hussainey, K. (2016). Determinants of CSR disclosure quantity and quality: Evidence from non-financial listed firms in Saudi Arabia. *International Journal of Disclosure and Governance*, 13(4), 364-393. <https://doi.org/10.1057/jdg.2016.2>
- APlanet (2023, abril). Tudo o que precisa saber sobre a nova taxonomia da União Europeia. <https://aplanet.org/pt/recursos/tudo-o-que-precisa-saber-sobre-a-nova-taxonomia-da-uniao-europeia/> (acedido a 18/07/2023).
- Baldini, M., Maso, L. D., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). Role of country-and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 79-98. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3139-1>
- Bebbington, J., Larrinaga-González, C., & Moneva-Abadía, J. M. (2008). Legitimizing reputation/the reputation of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(3), 371-374. <https://doi.org/10.1108/09513570810863969>
- Bédard, J., & Gendron, Y. (2010). Strengthening the financial reporting system: can audit committees deliver?. *International journal of auditing*, 14(2), 174-210.
- Berrone, P., & Gomez-Mejia, L. R. (2009). Environmental performance and executive compensation: An integrated agency-institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 52(1), 103-126. <https://doi.org/10.5465/amj.2009.36461950>
- Bewley, K., & Li, Y. (2000). Disclosure of environmental information by Canadian manufacturing companies: a voluntary disclosure perspective. *Advances in environmental accounting & management* 1(1), 201-226. [https://doi.org/10.1016/S1479-3598\(00\)01011-6](https://doi.org/10.1016/S1479-3598(00)01011-6)
- Bhatia, A., & Makkar, B. (2019). Extent and drivers of CSR disclosure: Evidence from Russia. *Transnational Corporations Review*, 11(3), 190-207.

<https://doi.org/10.1080/19186444.2019.1652067>

- Bhatia, A., & Tuli, S. (2017). Corporate attributes affecting sustainability reporting: an Indian perspective. *International Journal of Law and Management*, 59(3), 322-340. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-11-2015-0057>
- Biswas, P. K., Mansi, M., & Pandey, R. (2018). Board composition, sustainability committee and corporate social and environmental performance in Australia. *Pacific Accounting Review*, 30(4), 517-540. <https://doi.org/10.1108/PAR-12-2017-0107>
- Bouaziz, M. Z. (2014). Corporate governance and voluntary financial disclosure by Canadian listed firms. *Management Review: An International Journal*, 9(1), 44-69.
- Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2008). Factors influencing social responsibility disclosure by Portuguese companies. *Journal of business Ethics*, 83(4), 685-701. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9658-z>
- Brogi, M., Cappiello, A., Lagasio, V., & Santoboni, F. (2022). Determinants of insurance companies' environmental, social, and governance awareness. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1357-1369. <https://doi.org/10.1002/csr.2274>
- Brown, P., Beekes, W., & Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting & finance*, 51(1), 96-172. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00385.x>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98-115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of management Review*, 32(3), 946-967. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275684>
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of business ethics*, 83, 435-451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Chakroun, R., Matoussi, H., & Mbirki, S. (2017). Determinants of CSR disclosure of Tunisian listed banks: A multi-support analysis. *Social Responsibility Journal*, 13(3), 552-584. <https://doi.org/10.1108/SRJ-04-2016-0055>
- Chih, H. L., Chih, H. H., & Chen, T. Y. (2010). On the determinants of corporate social responsibility: International evidence on the financial industry. *Journal of Business Ethics*, 93(1), 115-135. <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-009-0186-x>

- Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer Jr, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.005>
- Chung, R., Bayne, L., & Birt, J. L. (2023). Determinants of ESG disclosure among listed firms under voluntary and mandatory ESG disclosure regimes in Hong Kong. *Journal of Applied Accounting Research*, (ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2022-0179>
- Comissão Europeia. (2018). Summary Report of the Public Consultation on the Fitness Check on the EU framework for public reporting by companies 21 March 2018 – 31 July 2018. <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FMeeting%20Documents%2F1709060818153206%2F08-01%20EC%20Fitness%20Check%20-%20Summary%20Report%20of%20the%20Public%20Consultation%20-%20TEG-CFSS%2018-11-28.pdf>
- Comissão Europeia. (2020). Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive 20 February 2020 – 11 June 2020. https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Corporate-Sustainability-Reporting/F_en
- Comissão Europeia (s.d.). Corporate Sustainability Reporting. https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en (acedido a 15/07/2023).
- Crespi, F., & Migliavacca, M. (2020). The determinants of ESG rating in the financial industry: the same old story or a different tale? *Sustainability*, 12(16), 6398. <https://doi.org/10.3390/su12166398>
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. *Accounting, auditing & accountability journal*, 15(3), 282-311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- Depoers, F. (2000). A cost benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, 9(2), 245-263. <https://doi.org/10.1080/09638180050129891>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.

<https://doi.org/10.2308/accr.00000005>

Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The accounting review*, 87(3), 723-759. <https://doi.org/10.2308/accr-10218>

Diretiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu e do Conselho. (2014). Jornal Oficial da União Europeia.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095>

Diretiva 2022/2464/EU do Parlamento Europeu e do Conselho. (2022). Jornal Oficial da União Europeia.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464>

Doś, A., & Pattarin, F. (2021). Drivers of CSR anchoring in transition economies: Evidence from Poland. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 30(4), 507-521. <https://doi.org/10.1111/beer.12363>

Dropulić, I., & Cular, M. (2019). The effect of corporate social disclosure practice on reporting quality: Evidence from the insurance sector in Croatia. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 24(2), 23-38.

<https://doi.org/10.30924/mjcmi.24.2.3>

Dyduch, J., & Krasodomska, J. (2017). Determinants of corporate social responsibility disclosure: An empirical study of Polish listed companies. *Sustainability*, 9(11), 1934. <https://doi.org/10.3390/su9111934>

El Khoury, R., Nasrallah, N., & Alareeni, B. (2023). The determinants of ESG in the banking sector of MENA region: a trend or necessity?. *Competitiveness Review: An International Business Journal*, 33(1), 7-29. <https://doi.org/10.1108/CR-09-2021-0118>

Elzahar, H., & Hussainey, K. (2012). Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. *The Journal of Risk Finance*, 13(2), 133-147.

<https://doi.org/10.1108/15265941211203189>

Elzahar, H., Hussainey, K., Mazzi, F., & Tsalavoutas, I. (2015). Economic consequences of key performance indicators' disclosure quality. *International Review of Financial Analysis*, 39(1), 96-112. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.005>

Fahad, P., & Nidheesh, K. B. (2021). Determinants of CSR disclosure: an evidence from India. *Journal of Indian Business Research*, 13(1), 110-133. <https://doi.org/10.1108/JIBR-06-2018-0171>

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325. <http://doi.org/10.1086/467037>

- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Gamerschlag, R., Möller, K., & Verbeeten, F. (2011). Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 5, 233-262. <https://doi.org/10.1007/s11846-010-0052-3>
- García-Meca, E., Parra, I., Larrán, M., & Martínez, I. (2005). The explanatory factors of intellectual capital disclosure to financial analysts. *European accounting review*, 14(1), 63-94. <https://doi.org/10.1080/0963818042000279713>
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of corporate finance*, 12(3), 381-402. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002>
- GPW – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (2021). ESG Reporting Guidelines Guide for issuers. https://www.gpw.pl/pub/GPW/ESG/ESG_Reporting_Guidelines.pdf (acedido a 28/07/2023).
- Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). Boardroom diversity and its effect on social performance: Conceptualization and empirical evidence. *Journal of business ethics*, 112, 463-479. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1272-z>
- Hahn, R., & Kühnen, M. (2013). Determinants of sustainability reporting: a review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of cleaner production*, 59(1), 5-21. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.07.005>
- Hasan, A., Hussainey, K., & Aly, D. (2022). Determinants of sustainability reporting decision: evidence from Pakistan. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(1), 214-237. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1964813>
- Herzig, C., & Schaltegger, S. (2011). Corporate sustainability reporting. *Sustainability communication: Interdisciplinary perspectives and theoretical foundation*, 151-169.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management review*, 28(3), 383-396. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>
- Hummel, K., & Schlick, C. (2016). The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure—Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory. *Journal of accounting and public policy*, 35(5), 455-476. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.06.001>

- Ikpor, I. M., Bracci, E., Kanu, C. I., Ievoli, R., Okezie, B., Mlanga, S., & Ogbaekirigwe, C. (2022). Drivers of sustainability accounting and reporting in emerging economies: evidence from Nigeria. *Sustainability*, *14*(7), 3780. <https://doi.org/10.3390/su14073780>
- Insurance Europe (s.d.). Sustainability hub. <https://sustainability.insuranceeurope.eu/>
- Insurance Europe (2020). European Insurance in Figures. <https://insuranceeurope.eu/publications/2569/european-insurance-in-figures-2020-data>
- International Institute for Sustainable Development (1992). Business strategies for sustainable development. https://www.iisd.org/system/files/publications/business_strategy.pdf (accedido a 25/04/2023).
- Isidro, H., & Sobral, M. (2015). The effects of women on corporate boards on firm value, financial performance, and ethical and social compliance. *Journal of business ethics*, *132*(1), 1-19. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2302-9>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, *48*(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Karamanou, I., & Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting research*, *43*(3), 453-486. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2005.00177.x>
- Kaźmierczak, M. (2022). A Literature Review on the Difference Between CSR and ESG. *Scientific Papers of Silesian University of Technology. Organization & Management*, (162). <http://doi.org/10.29119/1641-3466.2022.162.16>
- 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. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1336-0>
- Khovrak, I. (2020). ESG-driven approach to managing insurance companies' sustainable development. *Insurance Markets and Companies*, *11*(1), 42-52. [http://dx.doi.org/10.21511/ins.11\(1\).2020.05](http://dx.doi.org/10.21511/ins.11(1).2020.05)
- Kumar, K., Kumari, R., Poonia, A., & Kumar, R. (2023). Factors influencing corporate sustainability disclosure practices: empirical evidence from Indian National Stock Exchange. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, *21*(2), 300-321. <https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2021-0023>

- Latif, R. A., Mohd, K. N. T., Kamardin, H., & Ariff, A. H. M. (2023). Determinants of sustainability disclosure quality among plantation companies in Malaysia. *Sustainability*, *15*(4), 3799. <https://doi.org/10.3390/su15043799>
- Lim, S., Matolcsy, Z., & Chow, D. (2007). The association between board composition and different types of voluntary disclosure. *European Accounting Review*, *16*(3), 555-583. <https://doi.org/10.1080/09638180701507155>
- Linsley, P. M., & Shrivess, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, *38*(4), 387-404. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2006.05.002>
- Maignan, I. (2001). Consumers' perceptions of corporate social responsibilities: A cross-cultural comparison. *Journal of business ethics*, *30*, 57-72. <https://doi.org/10.1023/A:1006433928640>
- Mallin, C. A., & Michelon, G. (2011). Board reputation attributes and corporate social performance: An empirical investigation of the US best corporate citizens. *Accounting and Business Research*, *41*(2), 119-144. <https://doi.org/10.1080/00014788.2011.550740>
- Mohammadi, S., Saeidi, H., & Naghshbandi, N. (2021). The impact of board and audit committee characteristics on corporate social responsibility: evidence from the Iranian stock exchange. *International Journal of Productivity and Performance Management*, *70*(8), 2207-2236. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-10-2019-0506>
- Nguyen, A. H., & Nguyen, L. H. (2020). Determinants of sustainability disclosure: Empirical evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, *7*(6), 73-84. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no6.073>
- Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre-and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, *30*, 363-383. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.07.001>
- Oliveira, J., Azevedo, G., & Silva, M. (2019). Institutional and economic determinants of corporate social responsibility disclosure by banks: Institutional perspectives. *Meditari Accountancy Research*, *27*(2), 196-227. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-01-2018-0259>
- Oliveira, L., Lima Rodrigues, L., & Craig, R. (2006). Firm-specific determinants of intangibles reporting: evidence from the Portuguese stock market. *Journal of human resource costing & accounting*, *10*(1), 11-33. <https://doi.org/10.1108/14013380610672657>

- Oliveira, J., Lima Rodrigues, L., & Craig, R. (2011). Voluntary risk reporting to enhance institutional and organizational legitimacy: Evidence from Portuguese banks. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 19(3), 271-289. <https://doi.org/10.1108/13581981111147892>
- Orazalin, N. (2020). Do board sustainability committees contribute to corporate environmental and social performance? The mediating role of corporate social responsibility strategy. *Business Strategy and the Environment*, 29(1), 140-153. <https://doi.org/10.1002/bse.2354>
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Owusu-Ansah, S. (1998). The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. *The International Journal of Accounting*, 33(5), 605-631. [https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(98\)90015-2](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(98)90015-2)
- Passas, I., Ragazou, K., Zafeiriou, E., Garefalakis, A., & Zopounidis, C. (2022). ESG Controversies: A Quantitative and Qualitative Analysis for the Sociopolitical Determinants in EU Firms. *Sustainability*, 14(19), 12879. <https://doi.org/10.3390/su141912879>
- Pradhan, A. K., & Nibedita, B. (2021). The determinants of corporate social responsibility: Evidence from Indian Firms. *Global Business Review*, 22(3), 753-766. <https://doi.org/10.1177/0972150918814318>
- Pwc (2023). Normas de Relato de Sustentabilidade da UE (ESRS). <https://www.pwc.pt/pt/sustentabilidade/docs/pwc-sustentabilidade-normas-relato.pdf> (acedido a 10/07/2023).
- Rahman, R. A., & Alsayegh, M. F. (2021). Determinants of corporate environment, social and governance (ESG) reporting among Asian firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 167. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040167>
- Refinitiv (s.d.). Refinitiv ESG Scores. https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/fact-sheets/esg-scores-fact-sheet.pdf
- Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho. (2020). Jornal Oficial da União Europeia. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=PT>

- Reverte, C. (2009). Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms. *Journal of business ethics*, 88, 351-366. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9968-9>
- Rodrigue, M., Magnan, M., & Cho, C. H. (2013). Is environmental governance substantive or symbolic? An empirical investigation. *Journal of Business Ethics*, 114, 107-129. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1331-5>
- Rouf, M. A. (2017). Firm-specific characteristics, corporate governance and voluntary disclosure in annual reports of listed companies in Bangladesh. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 9(3), 263-282. <http://doi.org/10.1504/ijmfa.2017.10007758>
- Rouf, M. A., & Hossan, M. A. (2021). The effects of board size and board composition on CSR disclosure: a study of banking sectors in Bangladesh. *International Journal of Ethics and Systems*, 37(1), 105-121. <https://doi.org/10.1108/IJOES-06-2020-0079>
- Samaha, K., Khelif, H., & Hussainey, K. (2015). The impact of board and audit committee characteristics on voluntary disclosure: A meta-analysis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 24, 13-28. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2014.11.001>
- Scordis, N. A., Suzawa, Y., Zwick, A., & Ruckner, L. (2014). Principles for sustainable insurance: Risk management and value. *Risk Management and Insurance Review*, 17(2), 265-276. <https://doi.org/10.1111/rmir.12024>
- Scott, W.R. (1995). *Institutions and Organizations*. Thousand Oaks: Sage
- Sharif, M., & Rashid, K. (2014). Corporate governance and corporate social responsibility (CSR) reporting: an empirical evidence from commercial banks (CB) of Pakistan. *Quality & Quantity*, 48, 2501-2521. <https://doi.org/10.1007/s11135-013-9903-8>
- Sharma, P., Panday, P., & Dangwal, R. C. (2020). Determinants of environmental, social and corporate governance (ESG) disclosure: a study of Indian companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17, 208-217. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00085-y>
- Sheehy, B., & Farneti, F. (2021). Corporate social responsibility, sustainability, sustainable development and corporate sustainability: What is the difference, and does it matter?. *Sustainability*, 13(11), 5965. <https://doi.org/10.3390/su13115965>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

- Shrestha, N. (2020). Detecting multicollinearity in regression analysis. *American Journal of Applied Mathematics and Statistics*, 8(2), 39-42. <https://doi.org/10.12691/ajams-8-2-1>
- Spitzeck, H. (2009). The development of governance structures for corporate responsibility. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 9(4), 495-505. <https://doi.org/10.1108/14720700910985034>
- Swarnapali, R. M. N. C., & Le, L. (2017). Firm-specific and board-specific characteristics: do they matter for corporate sustainability disclosure of Sri Lankan listed companies?. *Proceedings of the 14th international conference on innovation and management*.
- Székely, F., & Knirsch, M. (2005). Responsible leadership and corporate social responsibility: Metrics for sustainable performance. *European Management Journal*, 23(6), 628-647. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2005.10.009>
- Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2022). Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure: A Literature Review. *The British Accounting Review*, 55(1), 101149. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2022.101149>
- United Nations Environment Programme Finance Initiative. (2012, junho). PSI Principles for Sustainable Insurance. <https://www.unepfi.org/psi/wp-content/uploads/2012/06/PSI-document.pdf> (acedido a 13/02/2023)
- Walls, J. L., Berrone, P., & Phan, P. H. (2012). Corporate governance and environmental performance: Is there really a link?. *Strategic management journal*, 33(8), 885-913. <https://doi.org/10.1002/smj.1952>
- Wang, K. T., & Li, D. (2016). Market reactions to the first-time disclosure of corporate social responsibility reports: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 138(1), 661-682. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2775-1>
- World Business Council for Sustainable Development. (2002, janeiro). Corporate social responsibility: The WBCSD's journey. https://www.globalhand.org/system/assets/f65fb8b06bddcf2f2e5fef11ea7171049f223d85/original/Corporate_Social_Responsability_WBCSD_2002.pdf (acedido a 02/05/2023)
- Zhang, L., Shan, Y. G., & Chang, M. (2021). Can CSR disclosure protect firm reputation during financial restatements?. *Journal of Business Ethics*, 173(1), 157-184. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04527-z>

