INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Desempenho ESG, Custo da dívida e Complexidade Organizacional: Evidência Europeia

Catarina Dias Vilarinho

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientador:
PhD Jonas da Silva Oliveira, Professor Associado (com Agregação)
ISCTE Business School, Departamento de Contabilidade

Outubro, 2025

BUSINESS
SCHOOL

Departamento de Contabilidade

Desempenho ESG, Custo da dívida e Complexidade Organizacional: Evidência Europeia

Catarina Dias Vilarinho

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientador:
PhD Jonas da Silva Oliveira, Professor Associado (com Agregação)
ISCTE Business School, Departamento de Contabilidade

Outubro, 2025

(Esta página foi deixada em branco propositadamente)

AGRADECIMENTOS

Com a conclusão deste projeto assinalo um momento determinante no encerramento deste capítulo da minha vida académica. Um capítulo marcado por anos desafiantes, especialmente estes dois últimos e que sem o apoio de algumas pessoas teria sido ainda mais difícil.

Primeiramente, expresso a minha profunda gratidão ao meu orientador, professor Jonas Oliveira, pela orientação exemplar e constante. A sua disponibilidade, paciência e rigor académico foram decisivos em cada etapa desta investigação. Os seus conselhos e comentários construtivos ajudaram-me a crescer e a elevar a qualidade deste trabalho.

Aos meus pais e avós, agradeço por todo o amor, apoio e dedicação incondicionais ao longo de toda a minha vida. Por me ensinarem o valor do esforço, da persistência e da honestidade, e por acreditarem sempre em mim, mesmo quando eu duvidava. Este trabalho é também o reflexo de tudo o que me transmitiram e do exemplo que me deram.

Agradecer aos meus amigos, especialmente os de Aveiro, por estarem presentes mesmo quando as minhas prioridades tiveram de mudar. Pela paciência, palavras de incentivo e pelos momentos de descontração que me ajudaram a manter o equilíbrio ao longo deste percurso.

Não posso deixar de agradecer aos meus colegas de trabalho, por toda a compreensão, apoio e flexibilidade que demonstraram ao longo deste trajeto, permitindo-me conciliar as exigências profissionais com a dedicação necessária a esta tese, algo que se revelou fundamental para que este projeto se tornasse possível.

O meu agradecimento a todos os que me apoiaram,

Catarina.

(Esta página foi deixada em branco propositadamente)

ABSTRACT

Over recent decades, growing stakeholder attention to sustainability has led firms to implement initiatives in these areas and disclose them in their reports, aiming to positively influence external perceptions. In parallel, non-financial reporting has expanded markedly and gained prominence in the corporate and economic context. This study examines whether ESG performance and Organizational Complexity affect an entity's Cost of Debt and further investigates the moderating role of organizational complexity in the relationship between Cost of Debt and ESG.

We analyze a sample of 304 firms listed in the STOXX 600 Europe over 2012–2021. ESG is measured using scores on a 0–100 scale, assessing performance in the environmental, social, and governance dimensions, an aggregate measure of all three, and adverse effects. The cost of debt is proxied by the ratio of total interest expense to total debt, and organizational complexity is proxied by the number of operating segments.

The results show that ESG Score has a negative and statistically significant impact on the Cost of Debt, while complexity has a positive and statistically significant impact. These findings remain when the model is estimated for the ESG Combined Score and for the environmental and social dimensions. We also find evidence that organizational complexity moderates the relationship between the ESG Score and the cost of debt.

Keywords: ESG, Cost of Debt, Organizational Complexity

JEL Classification: M14; M41

(Esta página foi deixada em branco propositadamente)

RESUMO

Nas últimas décadas, a crescente atenção dos *stakeholders* às questões de sustentabilidade levou as empresas a implementar iniciativas nessas áreas e a divulgá-las nos seus relatórios, com o objetivo de influenciar positivamente a perceção externa. Paralelamente, o relato não financeiro expandiu-se de forma significativa e ganhou relevância no contexto empresarial e económico. Este estudo pretende averiguar se o nível de desempenho ESG e a Complexidade Organizacional possuem impacto no Custo da Dívida de uma entidade. Mais além, pretende perceber o papel moderador da complexidade organizacional na primeira relação anterior.

Para o efeito, foi considerada uma amostra de 304 empresas listadas no *STOXX 600 Europe*, no período de 2012 a 2021. O ESG foi mensurado por meio de classificações numa escala de 0 a 100, avaliando o desempenho das dimensões ambiental, social e de governação, bem como a uma medida agregada das três e os efeitos adversos. O custo da dívida foi quantificado pelo rácio entre a despesa total com juros e o total de dívida e a complexidade organizacional foi obtida através do número de segmentos em que cada empresa opera.

Os resultados mostram que o ESG *Score* e a complexidade organizacional têm, respetivamente, um impacto negativo e significativo, e positivo e significativo no custo da dívida. Estes resultados mantêm-se quando corrido o modelo para o ESG *Combined Score* e para as dimensões ambiental e social do ESG. É também possível verificar que a complexidade organizacional modera a relação entre ESG *Score* e custo da dívida.

Palavras-chave: ESG, Custo da Dívida, Complexidade Organizacional

Classificação JEL: M14; M41

(Esta página foi deixada em branco propositadamente)

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO 1

2. ENQUADRAMENTO 3

2.1. SETOR BANCÁRIO 9

3. REVISÃO DA LITERATURA 13

3.1. CUSTO DA DÍVIDA 13

3.1.1. ESTRUTURA DE CAPITAL 13

3.1.2. DEFINIÇÃO DE CUSTO DA DÍVIDA 15

3.2. RELATO ESG (ESG REPORTING) 19

3.2.1. DETERMINANTES DO *ESG REPORTING* 24

3.3. ESG versus COST OF DEBT 25

4. QUADROS TEÓRICOS E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES 33

5. DESENHO DA INVESTIGAÇÃO 37

5.1. AMOSTRA 37

5.2. MODELO ECONOMÉTRICO 38

5.3. VARIÁVEIS 39

5.3.1. VARIÁVEL DEPENDENTE 39

5.3.2. VARIÁVEIS INDEPENDENTES 40

5.3.3. VARIÁVEIS DE CONTROLO 40

6. RESULTADOS 43

6.1. ANÁLISE DESCRITIVA 43

6.2. ANÁLISE BIVARIADA 44

6.3. TESTES DE HIPÓTESES 46

6.4. ANÁLISES ADICIONAIS 49

7. CONCLUSÕES E LIMITAÇÕES 53

7.1. LIMITAÇÕES 54

7.2. RECOMENDAÇÕES / INVESTIGAÇÕES FUTURAS 54

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 55

(Esta página foi deixada em branco propositadamente)

ÍNDICE DE TABELAS

TABELA 3.1.2.1.1. – *Literatura existente acerca dos determinantes do Custo da Dívida.* 18

TABELA 3.2.1.1. – *Literatura existente acerca dos determinantes do ESG Reporting.* 24

TABELA 3.3.1 - *Literatura existente acerca da relação ESG Disclosures versus Custo da Dívida.* 29

TABELA 3.3.2 - *Literatura existente acerca da relação ESG Performance/Score versus Custo da Dívida.* 30

TABELA 5.1.1. – *Seleção e caracterização da amostra.* 38

TABELA 5.3.3.1. – *Variáveis de controlo.* 42

TABELA 6.1.1. – *Estatísticas Descritivas.* 44

TABELA 6.2.1. *– Correlações.* 45

TABELA 6.3.1. – *Resultados do modelo de regressão linear múltipla – Hipótese 1 e 2.* 47

TABELA 6.3.2. – *Resultados do modelo de regressão linear múltipla – Hipótese 3.* 48

(Esta página foi deixada em branco propositadamente)

GLOSSÁRIO DE SIGLAS E ACRÓNIMOS

BCE – Banco Central Europeu

BSE – *Bombay Stock Exchange*

CA – Conselho de Administração

CD – Custo da Dívida

CDP – *Carbon Disclosure Project*

CDSB – *Climate Disclosures Standards Board*

CEFIC – *European Chemical Industry Council*

CEO – *Chief Executive Officer*

COD – *Cost of Debt*

COP – *Conference of the Parties*

CSI – *Cement Sustainability Iniciative*

CSP – *Corporate Social Performance*

CSR – *Corporate Social Responsibility*

CSRD – *Corporate Sustainability Reporting Directive*

CSV – *Creating Shared Value*

DA – *Discretionary Accruals*

EFRAG – *European Financial Reporting Advisory Group*

EIP – Entidades de Interesse Público

ESG – *Environmental, Social and Governance*

ESRS – *European Sustainability Reporting Standards*

ETR – *Effective Tax Rate*

EU – European Union

GDP – *Gross Domestic Product*

GEE – Gases com efeito de estufa

GRI – *Global Reporting Initiative*

ICR – *Interest Coverage*

IDX – *Indonesia Stock Exchange*

IIRC – *International Integrated Reporting Council*

LEV – *Leverage*

MBV – *Market-to-Book Value*

NFRD – *Non-Financial Reporting Directive*

ODS – Objetivos de desenvolvimento sustentável

ONU – Organização das Nações Unidas

PEE – Pacto Ecológico Europeu

PIB – Produto Interno Bruto

PRB – *Principles for Responsible Banking*

ROA – *Return on Assets*

ROCE – *Return on Capital Employed*

ROE – *Return on Equity*

RSC – Responsabilidade Social Corporativa

SASB – *Sustainability Accounting Standards Board*

SEBC – Sistema Europeu de Bancos Centrais

SFDR – *Sustainable Finance Disclosure Regulation*

SIC – *Standard Industrial Classification*

TBL – *Triple Bottom Line*

UE – União Europeia

UNCED – *United Nations Conference on Environment and Development*

UNEP – *United Nations Environment Programme*

UNEP FI – *United Nations Environment Programme Finance Iniciative*

UNFCCC – *United Nations Framework Convention on Climate Change*

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

YTM – *Yield-to-Maturity*

1. INTRODUÇÃO

Atualmente, o desempenho das empresas vai além das métricas financeiras, refletindo-se também no compromisso que as mesmas estabelecem com a sustentabilidade e na sua capacidade de gerar valor para a sociedade e o ambiente. Deste modo, diferentes grupos de *stakeholders* têm exercido pressão nas diferentes entidades para que as mesmas vão além dos requisitos legalmente exigidos no que concerne à divulgação das suas práticas ambientais, sociais e de governança (ESG) e melhorem o seu impacto no ambiente e sociedade em que se inserem (Eliwa et al., 2021). Segundo este autor, vários estudos defendem que a eficiente implementação das práticas ESG permite melhorar a performance financeira, na medida em que cria e mantém uma vantagem competitiva para a organização.

Uma das principais preocupações dos gestores das entidades aquando da implementação das medidas ESG é a de se os benefícios decorrentes de tal permitem ultrapassar os custos associados. O impacto das práticas ESG no acesso a financiamentos, mais concretamente, o impacto sentido ao nível do custo da dívida, pode corresponder a um destes benefícios. Contudo, poucos são os estudos que analisam o impacto das práticas ESG no custo da dívida e, consequentemente, pouco se sabe se as instituições de crédito valorizam a performance e as divulgações ESG (Eliwa et al., 2021). Deste modo, pode-se definir a primeira questão de investigação deste estudo como: está o desempenho ESG associado negativamente ao custo da dívida?

Adicionalmente, procurou-se estudar os efeitos da complexidade organizacional no custo da dívida. Jensen e Meckling (1976) afirmam que entidades mais complexas a nível organizacional são marcadas por uma maior assimetria de informação que, por si dificulta todo o processo de avaliação de risco levado a cabo pelas instituições bancárias e, consequentemente, origina taxas de juro mais elevadas sobre os instrumentos de dívida. Assim, será expectável que gestores das entidades recorram à divulgação de informações não financeiras para reduzir as assimetrias de informação existentes e, consequentemente, permitir o acesso a condições de financiamento mais vantajosas. Deste modo, pode-se definir a segunda questão de investigação deste estudo como: está a complexidade organizacional positivamente associada ao custo da dívida?

Por fim, será analisada a intensidade da relação estabelecida entre o ESG e o custo da dívida à luz de entidades com diferentes graus de complexidade organizacional, permitindo definir a terceira questão de investigação deste estudo como: Será que a complexidade organizacional de uma entidade influencia a relação entre o desempenho ESG e o custo da dívida?

Assente nos pressupostos da teoria da agência, da teoria dos *stakeholders* e da *pecking order theory,* recorreu-se a uma amostra de empresas europeias não financeiras listadas no índice *STOXX 600 Europe*, no período de 2012 a 2021, para responder às questões de investigação propostas. Os principais resultados deste estudo demonstram a existência de uma relação negativa e significativa

entre o custo da dívida e o ESG *Score,* e de uma relação positiva e significativa entre o custo da dívida e a complexidade organizacional. Igualmente, verifica-se que a complexidade organizacional modera a relação entre o custo da dívida e o ESG *Score*.

Este estudo procura aportar contributos relevantes para os diversos utilizadores do relato não financeiro ao explorar aspetos centrais desta tipologia de divulgação, promovendo uma compreensão mais aprofundada dos mesmos. Adicionalmente, analisa-se o impacto destas práticas sobre o custo da dívida de uma entidade, clarificando a forma como o relato não financeiro pode influenciar comportamentos de reporte.

O presente estudo encontra-se estruturado da seguinte forma: *Enquadramento* do relato não financeiro, *Revisão da Literatura* de estudos relacionados com o relato não financeiro e o custo da dívida, a *Metodologia ou Desenho de Investigação* do presente estudo, a apresentação dos resultados obtidos e a Conclusão, onde são apresentadas as limitações do estudo e sugestões para futuras investigações.

2. ENQUADRAMENTO

O Relato não financeiro reporta como uma determinada entidade lida com os principais temas que podem ter impacto na sua organização, assim como no meio envolvente em que se insere. Trata-se de um complexo processo em que uma empresa se torna consciente das consequências que advêm do seu processo de criação de valor, procurando explicá-las aos seus *stakeholders*. É um processo fundamental aquando de garantir valor a longo prazo e da assunção da responsabilidade corporativa (PwC, 2023).

Como em tantos outros desenvolvimentos globais, as origens do Relato Não Financeiro remontam a circunstâncias infelizes que, neste caso, tiveram fortes impactos no meio ambiente, de que são exemplos *Chernobyl* e *Schweizerhalle* (1986)[1]. Estes acontecimentos despertaram a necessidade de existência de uma legislação ambiental mais rigorosa. Adicionalmente, é crescente o escrutínio a que as diferentes organizações estão sujeitas. Este é proveniente dos mais diversos quadrantes e diz respeito a pilares que passam por áreas como a saúde e segurança, a remuneração e o tratamento dos trabalhadores (PwC, 2023).

A partir da década de 80, torna-se notória a crescente necessidade de divulgação de informações dos mais diversos carizes de âmbito não financeiro, com vista a complementar as informações financeiras já divulgadas nos reportes anuais, e que permitam auxiliar os diferentes *stakeholders* e fontes externas de financiamento no processo de tomada das mais diversas decisões.

Deste modo, pouco antes do fim do milénio, o *Global Reporting Iniciative (GRI)* publicou a sua primeira norma de relato sustentável. Paralelamente, várias indústrias iniciaram o processo de desenvolvimento daquele que seria o seu próprio *framework* a seguir na elaboração dos relatórios não financeiros. Por exemplo, a *European Chemical Industry Council (Cefic)* criou um *framework* para ser utilizado por entidades pertencentes à indústria química, a *Cement Sustainability Iniciative (CSI)* criou o normativo a ser utilizado por organizações que se enquadram na indústria de produção de cimentos, entre outros (PwC, 2023). Cedo se percebeu que, ao contrário do relato financeiro, que se encontra moldado por fortes normas contabilísticas, o relato não financeiro é marcado por normas muito menos definidas, sendo ele próprio algo de cariz meramente voluntário (Darnall et al., 2022). Estes fatores geravam diversos problemas, especialmente, ao nível da falta de consistência, no que diz respeito à informação disponibilizada, e falta de uniformidade, no que diz respeito às normas a seguir aquando

[1] *Chernobyl* e *Schweizerhalle* foram duas catástrofes ambientais, decorridas no ano de 1986. A primeira correspondeu a um acidente nuclear causado pela explosão de um reator nuclear numa central no norte da Ucrânia. A segunda corresponde a um derrame químico causado por um incêndio num armazém de produtos agroquímicos.

da elaboração desta tipologia de relatórios, o que não permitia a sua comparabilidade de entidade para entidade.

Destaca-se, assim, a necessidade de existência de um normativo universal que servisse de modelo à elaboração dos diferentes relatórios de informação não financeira e que tornasse essas mesmas divulgações comparáveis entre entidades.

De igual forma, ao longo dos anos, vários outros organismos independentes desenvolveram as suas próprias *guidelines* para elaboração dos diferentes relatórios de sustentabilidade, apesar de focadas em diferentes matérias. Podemos distinguir aquelas mais direcionadas para as questões ambientais, como o *Carbon Disclosure Project (CDP)* e o *Climate Disclosures Standards Board (CDSB*), e as mais focadas no tópico sustentabilidade em si, como o *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)* e o *International Integrated Reporting Council (IIRC)*.

A Organização das Nações Unidas (ONU) foi um dos primeiros organismos que visou chamar à atenção e trazer para discussão diferentes tópicos na temática da Sustentabilidade, pois o desenvolvimento sustentável sempre foi uma das suas principais preocupações. Assim, em 1992, organiza, na cidade do Rio de Janeiro, uma cimeira denominada de *United Nations Conference on Environment and Development*, também conhecida como *Earth Summit*. Uma das premissas mais destacada neste evento foi a de que, apesar dos diferentes fatores sociais, económicos e ambientais serem interdependentes, eles evoluem como um todo, dependendo o sucesso num setor, de uma ação sustentada ao longo do tempo noutros setores. Assim, o principal objetivo visava produzir uma ampla agenda e plano de ação internacional acerca de questões ambientais e de desenvolvimento que permitisse ajudar a orientar a cooperação internacional e a política de desenvolvimento no século XXI (United Nations, 1992).

A "Cimeira da Terra" concluiu que o conceito de desenvolvimento sustentável era um objetivo alcançável para todos os povos do mundo, independentemente de se situarem a nível local, nacional, regional ou internacional. Reconheceu também que a integração e o equilíbrio das preocupações económicas, sociais e ambientais na satisfação das nossas necessidades são vitais para sustentar a vida humana no planeta e que essa abordagem integrada é possível. A conferência reconheceu ainda que a integração e o equilíbrio das dimensões económica, social e ambiental exigiam novas perceções da forma como produzimos e consumimos, da forma como vivemos e trabalhamos e como tomamos decisões. Este conceito foi revolucionário para a época e desencadeou um animado debate no seio dos governos e entre estes e os seus cidadãos sobre a forma de garantir a sustentabilidade do desenvolvimento.

Assim, surge o maior *output* da *UNCED*, a Agenda 21, um programa de ação audacioso que apela a novas estratégias de investimento no futuro para alcançar um desenvolvimento global sustentável no século XXI. Segundo o preâmbulo desta, à época da cimeira, a humanidade confrontava-se com a

perpetuação das disparidades entre e dentro de nações, com o intensificar da pobreza, da fome, da saúde e da literacia e com uma contínua deterioração dos ecossistemas. Contudo, existe a consciencialização de que a integração das preocupações de desenvolvimento e ambiente, bem como uma maior atenção a estes tópicos, permite satisfazer as necessidades básicas, melhorar os padrões de vida para todos, proteger e melhorar a gestão dos ecossistemas e ter um futuro mais seguro e próspero. Nenhuma nação consegue atingir isto por si só, mas sim ao trabalhar em conjunto numa parceria global para o desenvolvimento sustentável (United Nations, 1992).

Outra importante realização desta cimeira foi o *United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC)*. Este corresponde a uma convenção internacional, ratificada por 198 países e que entrou em vigor a 21 de março de 1994. O seu objetivo primordial é servir de quadro de referência para os esforços globais de combate às alterações climáticas, procurando levar à estabilização dos gases com efeito de estufa (GEE) na atmosfera e procurar e prevenir a "perigosa" interferência humana no sistema climático (*United Nations*, 1992). Os países que assinaram esta convenção reúnem anualmente nas chamadas *Conference of the Parties (COP)*. Estas conferências são responsáveis por criar marcos globais para o movimento climático, ao estabelecer normas e fazer avançar a ação, nomeadamente, no que respeita à redução das emissões de carbono e à aceleração da transição energética global. As *COP's* são cruciais ao reunir os governos e, ao mesmo tempo, mobilizar o setor privado, a sociedade civil, a indústria e os indivíduos para enfrentar a crise climática.

Em linha com os desenvolvimentos ocorridos, em matéria de divulgações de informação não financeira e das necessidades da mesma por parte dos mais diversos *stakeholders*, *John Elkington* desenvolve, no ano de 1994, um *framework* contabilístico denominado *Triple Bottom Line (TBL)*. Este surge num período em que, tal como mencionado anteriormente, as diferentes entidades começam a ter a sustentabilidade e o desenvolvimento sustentável, como um objetivo a atingir. Contudo, a medição do grau em que uma determinada entidade é sustentável torna-se algo complexo, o que levou à criação deste *framework*. Este é assim um medidor de performance que incorpora três dimensões, a social, a ambiental e a financeira, sendo estas conhecidas pelos três P's (*People, Planet, Profits*). Distingue-se dos restantes *frameworks* ao ir além dos medidores de performance tradicionais, como o lucro, e incorporar medidores de cariz social e ambiental (Slaper, 2011).

Aquando da realização da COP 3[2], realizada em 1997 na cidade de Quioto, surgiu o Protocolo de Quioto, tornando-se o primeiro tratado judicialmente vinculativo no âmbito da *UNFCCC*. O seu objetivo primordial é o de visar reduzir as emissões de gases com efeito de estufa (GEE) e é um marco nas negociações sobre o clima, na medida em que estabeleceu objetivos concretos para os países

[2] Terceira sessão da Conference of the Parties (COP 3), dezembro de 1997. A COP 3 teve lugar de 1 a 10 de dezembro de 1997 em Quioto, Japão.

desenvolvidos, reconhecidos como aqueles que mais contribuíram para o aquecimento global devido às suas emissões históricas.

O Protocolo de Quioto foi adotado em dezembro de 1997, mas devido ao complexo processo de ratificação, apenas entrou em vigor em fevereiro de 2005, tornando-se o primeiro tratado judicialmente vinculativo desenvolvido no âmbito da *UNFCCC*. Ao visar a operacionalização desta convenção, tem em vista comprometer os países industrializados[3] e as economias em transição a uma redução das emissões de gases com efeito de estufa (GEE) de acordo os objetivos individuais acordados (United Nations, 2022). Em suma, este protocolo vincula 37 países industrializados e economias em transição, bem como todos os países da União Europeia, a uma redução das emissões. Um importante elemento deste protocolo a destacar é o chamado Mecanismo de Quioto, que consiste no estabelecimento de mecanismos de mercado flexíveis, baseados no comércio de licenças de emissão de gases. Clarificando, é um fenómeno denominado de *Emissons Trading*, que se baseia na venda de unidades de emissões em excesso, por parte de países com remanescente delas, a países que já tenham esgotado as suas e necessitem de *plafon* adicional para emissão de GEE.

Num estudo publicado pela PwC (2013), conclui-se que as diferentes entidades estão cada vez mais pressionadas para apresentar, nos seus relatórios, um vasto leque de medidas financeiras e não financeiras que permitam auxiliar os investidores a melhor avaliarem o seu desempenho. Estes e os *stakeholders* exigem agora que as equipas de gestão forneçam informações claras e inequívocas sobre como os fatores externos afetam a sua atividade, a sua abordagem à governação e à gestão de risco e a forma como o seu modelo de negócio realmente funciona. É ainda concluído que, apenas aproximadamente 20% do valor do mercado de uma entidade é referente aos seus ativos tangíveis. Simultaneamente, é desejo dos investidores que os restantes 80% de carácter intangível também sejam contabilizados. Assim, de forma a compreender a criação de valor a longo prazo de uma entidade, torna-se necessário melhorar a divulgação de informações não financeiras nos relatórios anuais (*PwC*, 2013).

Deste modo, para responder às crescentes necessidades de transparência empresarial em torno das questões ambientais, sociais e de governação, bem como apoiar a transição para um crescimento sustentável em toda a Europa, a União Europeia lança, em 2014, a Diretiva 2014/95/EU, também conhecida como *Non-Financial Reporting Directive (NFRD)*. O objetivo primordial desta diretiva é aumentar a transparência das informações sociais e ambientais prestadas pelas diferentes entidades para um nível igualmente elevado em todos os estados-membros e, assim, melhorar a divulgação de

[3] Apenas vincula países desenvolvidos, na medida em que assenta no princípio da "responsabilidade comum, mas diferenciada" que reconhece estes países como os maiores responsáveis pelos níveis de GEE existentes na atmosfera.

informações não financeiras por parte de certas grandes empresas. Esta diretiva aplica-se a grandes Entidades de Interesse Público (EIP) na UE, incluindo empresas cotadas, bancos, seguradoras e outras entidades designadas por cada estado-membro como EIP, resultando num total de cerca de 6.000 entidades impactadas por esta diretiva (*European Parliment*, 2021).

Esta diretiva veio então substituir um período em que a divulgação de informação não financeira era apenas feita voluntariamente, recorrendo a outros quadros como o *GRI* ou o *CDP*. Contudo, esta informação era inconsistente e não era comparável, dificultando avaliar o desempenho das empresas em matéria de ESG. A *NFRD* colmatou estas lacunas através da criação de um requisito base para as grandes empresas apresentarem informações nos seus relatórios sobre questões ambientais, sociais e demais temas, conduzindo a relatórios mais uniformes e comparáveis em toda a UE.

O ano de 2015 foi marcado pelo lançamento da Agenda 2030 e pelo estabelecimento do Acordo de Paris. A Agenda 2030 pode ser vista como a evolução da Agenda 21, implementada no ano de 1992, correspondendo à sua evolução e adaptação a tópicos ambientais, sociais e económicos.

Esta Agenda é então um plano de ação para as pessoas, o planeta e a prosperidade, bem como visa reforçar a paz universal numa liberdade mais ampla. É baseada em 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS's), 169 metas e 231 indicadores de medição de progresso (United Nations, 2015) que procuram desenvolver os objetivos que não foram passíveis de atingir com as agendas anteriores e que se espera que estimulem a ação nos próximos quinze anos nestas áreas de importância crítica (United Nations, 2015). Assim, as suas maiores diferenças face à Agenda anterior são a de que esta possui objetivos estruturados com metas específicas e cujos resultados podem ser mensuráveis, enquanto a anterior era apenas um documento de orientação com recomendações e não um conjunto vinculativo de objetivos.

No mesmo ano, aquando da realização da COP 21[4], na cidade de Paris, é assinado o Acordo de Paris, um tratado internacional cujo objetivo principal é o de limitar o aquecimento global e combater as alterações climáticas. Para tal, os governos acordaram unir esforços para manter o aquecimento global abaixo dos 1,5ºC e procurar fazer face aos efeitos das alterações climáticas (European Council, 2025a).

A nível europeu, e no seguimento do Acordo de Paris, e de modo a atingir os objetivos propostos no mesmo, a União Europeia lançou o Pacto Ecológico Europeu (PEE). Este baseia-se num pacote de iniciativas políticas que procuram colocar a UE no percurso da transição ecológica, com o objetivo final de alcançar a neutralidade climática até ao ano de 2050 (*European Council*, 2025a). Uma importante iniciativa incluída neste pacto é a *Fit for 55*, um pacote de procura transpor estas ambições climáticas

[4] Vigésima primeira sessão da Conference of the Parties (COP 21), novembro de 2015. A COP 21 teve lugar de 30 de novembro a 12 de dezembro de 2015 em Paris, França.

para lei de cada um dos estados-membros, tornando uma obrigação legal a ambição política de cada um para atingir a neutralidade carbónica. De igual forma, torna todos os membros comprometidos com a redução de GEE em pelo menos 55% até 2030 (*European Council*, 2025b).

Ainda no seguimento do Pacto Ecológico Europeu (PEE) e dos objetivos nele definidos, no ano de 2020, a União Europeia desenvolveu um sistema de classificação que proporciona uma linguagem comum e uma definição clara daquilo que é uma atividade económica sustentável (*EY*, 2024). Este é denominado de *EU Taxonomy* e é essencial para permitir direcionar investimentos para atividades e projetos sustentáveis, criando segurança para investidores, proteção dos mesmos face ao *greenwashing*[5], ajudar entidades a tornarem-se mais amigas do ambiente e mitigando riscos da fragmentação do mercado (*European Comission*, 2025).

No ano de 2021, após a publicação do PEE e dos novos objetivos de sustentabilidade, a Comissão Europeia anuncia a revisão da *NFRD*, na medida em que o paradigma vivido já havia sido alvo de diversas alterações e verificava-se necessária a adaptação da diretiva às mesmas, bem como a correção de algumas falhas que lhe foram sendo apontadas. Adicionalmente, as expectativas, por parte dos diferentes *stakeholders*, no que diz respeito a dados *ESG*[6] para fundamentar as suas decisões de investimento são crescentes.

Começando por abordar as críticas colocadas à Diretiva 2014/95/EU, estas andam em torno da falta de um *framework* para guiar as entidades na elaboração dos relatórios de informação não financeira, deixando alguma flexibilidade na preparação dos mesmos, não existindo assim um padrão ou estrutura detalhados para utilização como guia, promovendo uma certa estandardização e permitindo a comparabilidade entre diferentes organizações. A outra falha existente baseia-se da falta de confirmação por parte de um organismo externo da informação apresentada nos mesmos relatórios (European Parliment, 2021).

De forma a colmatar a primeira falha apresentada, a Comissão Europeia solicitou ao *European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG)*, para desenvolver recomendações para um potencial futuro normativo comum europeu para o desenvolvimento dos relatórios de informação não financeira (European Parliment, 2021).

Assim, como solução para os erros apontados à Diretiva 2014/95/EU, é publicada a Diretiva 2022/2464, mais conhecida como *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*. Esta visa responsabilizar mais as diferentes entidades pelos seus impactos ambientais e sociais, bem como acelerar a transição da UE para um sistema económico e financeiro sustentável e inclusivo. É

[5] O ato de fornecer ao público ou aos investidores informações enganosas ou completamente falsas sobre o impacto ambiental dos produtos e operações de uma empresa.

[6] A sigla ESG pode ser traduzida por práticas ambientais, sociais e de boa governança das empresas.

complementada pelas Normas Europeias de Relato de Sustentabilidade (*ESRS*), o que lhe permite aumentar a amplitude das informações não financeiras comunicadas, assegurando que as mesmas são coerentes, relevantes, comparáveis, fiáveis e de fácil acesso. A *CSRD* irá exigir a divulgação de informações numa perspetiva de dupla materialidade, que inclua a forma como os riscos e oportunidades ambientais, sociais e de governação (ESG) afetam o desempenho financeiro, assim como a forma como a entidade afeta as pessoas e o ambiente (*Deloitte*, 2024).

O horizonte temporal de aplicação desta Diretiva será iniciado, para empresas já sujeitas à *NFRD*, no ano fiscal com início a 1 de janeiro de 2024 para os relatórios a emitir em 2025. Contudo, apenas estará concluído em 2029, na medida em que o leque de entidades que se encontram sujeitas a esta diretiva irá sendo alargado, faseadamente, ano após ano (EY, 2024).

As principais alterações verificadas com a introdução desta nova diretiva face à anterior são o alargamento do âmbito, passando agora a estarem abrangidas cerca de 50.000 empresas da UE, a utilização de *standards* obrigatórios, a obrigatoriedade de auditoria por parte de um revisor oficial de contas e a inclusão destas informações de sustentabilidade numa secção dedicada do Relatório de Gestão (PwC, 2024).

Deste modo, *CSRD* permite elevar significativamente as normas e o âmbito dos relatórios de sustentabilidade na UE, marcando uma mudança para divulgações ESG rigorosas, comparáveis e verificadas. Permite ainda, alinhar a União Europeia mais estreitamente com as normas globais de sustentabilidade e fornece às partes interessadas informações fiáveis para a tomada de decisões informadas, promovendo uma economia mais sustentável em toda a Europa.

Para concluir, a Diretiva *CSRD*, o Regulamento de Divulgação de Finanças Sustentáveis (SFDR, Regulamento 2019/2088) e o Regulamento da Taxonomia (Regulamento 2020/852) constituem as componentes centrais dos requisitos do novo *framework* de *reporting* de sustentabilidade, que visa apoiar a estratégia de financiamento sustentável da União Europeia.

2.1. SETOR BANCÁRIO

Após a adoção do Acordo de Paris e da Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável, vários países, incluindo os estados-membros da UE, tomaram consciência de que a transição para uma economia menos dependente do carbono, circular e mais eficiente no que concerne à gestão de recursos, é a chave para atingir a competitividade a longo prazo da União Europeia (European Commission, 2018).

Os bancos, tal como qualquer outra organização ou entidade, são afetados e condicionados pelas alterações climáticas. Contudo, enquanto financiadores da economia, possuem uma oportunidade única de acelerar a transferência de recursos privados para fins consistentes com um planeta mais sustentável (Mijs, 2021). Assim, o sistema financeiro tem sido alvo de profundas reformas que lhe

permitam transformar-se em parte da solução para uma economia mais verde e sustentável, nomeadamente reorientando o capital privado para investimentos mais sustentáveis, o que só por si exige uma modificação na forma como o próprio sistema funciona aos dias de hoje (European Commission, 2018).

No contexto europeu, são diversos os reguladores do setor bancário. Como principal regulador, encontra-se o Banco Central Europeu (BCE). Este é a instituição central da União Económica Monetária e é responsável pela política monetária da área do euro desde 1 de janeiro de 1999. Esta instituição, juntamente com todos os bancos centrais nacionais da UE, constitui o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), cujo principal objetivo é o de manter a estabilidade dos preços (European Parliament, 2025). Este é também o primordial objetivo do BCE, sendo este ponto, fortemente, afetado pelas alterações climáticas e, pela consequente, transição para uma economia mais verde, não só pelo impacto na economia em si, como no perfil de risco e valor dos ativos do balanço do *Eurosistema*. Deste modo, é também seu objetivo garantir que todos os preparativos adequados para fazer face aos riscos esperados decorrentes do clima, são realizados (European Central Bank, 2022).

Para esta instituição, os três objetivos fundamentais que guiam o seu trabalho em matéria de alterações climáticas são a gestão e atenuação dos riscos financeiros a elas associados, a promoção do financiamento sustentável e o apoio a uma transição ordenada para uma economia hipocarbónica e partilha de conhecimentos para promoção de mudanças mais amplas de comportamento. Assim, ao elaborar a Agenda 2022, o BCE procura detalhar todas as prioridades e atividades que permitem a uma organização atingir estes três objetivos fundamentais, detalhando todo o trabalho a realizar para tal. Esta é atualizada regularmente, de forma a garantir que permite a reflexão sobre novos desenvolvimentos em diversas áreas em matéria de sustentabilidade (European Central Bank, 2022).

Em 2016, a Comissão Europeia nomeou um grupo de especialistas em *Sustainable Finance* que, em 2018, publicaram um relatório intitulado de *Sustainable Finance Report*, o qual oferece uma visão abrangente de como criar uma estratégia de financiamento sustentável para a UE. O mesmo, argumenta que, para tal facto, são necessários dois fatores essenciais, sendo eles a melhoria do contributo do setor financeiro para um crescimento sustentável e inclusivo, financiando as necessidades a longo prazo da sociedade, e o fortalecimento da estabilidade financeira ao incorporar fatores ambientais, sociais e governança (ESG) na tomada de decisões de investimento (European Comission, 2018).

Este plano ficou conhecido como *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, definindo não só uma estratégia para a área de *Sustainable Finance*, mas também o roteiro (*roadmap*) para trabalhos futuros (EBA, 2019). *Sustainable Finance* é assim, um termo usado para definir o financiamento e os mecanismos institucionais de mercado que contribuem para a consecução de um crescimento saudável, equilibrado e inclusivo, através do apoio direto e indireto ao quadro dos ODS's. Este refere

também, o processo de ter em conta considerações de cariz ambiental e social, originando investimentos de longo prazo e em atividades sustentáveis (EBA, 2019).

Este plano de ação insere-se nos esforços mais alargados que visam estabelecer a ligação entre o financiamento e as necessidades específicas da economia europeia e mundial. Este plano, para além de procurar promover os objetivos atrás já mencionados, introduz o conceito de gestão dos riscos financeiros decorrentes das alterações climáticas. Isto é, a transição para uma economia mais sustentável envolve tanto riscos como oportunidades para a economia e para as instituições financeiras, na medida em que os estragos causados pelas alterações climáticas e pela degradação ambiental podem ter um impacto significativo na economia real e no sistema financeiro. Já há vários anos que estes são identificados pelo BCE como dos principais fatores de risco para o sistema bancário da zona euro, devendo as instituições bancárias adotar uma abordagem estratégica, prospetiva e abrangente no que diz respeito a esta tipologia de riscos (Banco Central Europeu, 2020).

Assim, o Risco de Transição é, como o próprio nome indica, o risco de resulta, direta ou indiretamente, do processo de ajustamento para uma economia mais sustentável e o Risco Físico, aquele que surge do efeito direto das alterações climáticas, como os fenómenos meteorológicos extremos (Banco Central Europeu, 2020).

Para concluir, o setor bancário possui um papel chave no combate às alterações climáticas e na promoção de uma economia mais verde, o que justifica a crescente pressão a que se encontra sujeito, tanto por *stakeholders* como *shareholders*. Tal irá ter um impacto crescente nos empréstimos e demais decisões de investimento, bem como na gestão dos riscos, na medida em que os bancos irão procurar manter a sua rentabilidade e desempenho, diminuindo os custos associados aos riscos de transição.

(Esta página foi deixada em branco propositadamente)

3. REVISÃO DA LITERATURA

3.1. CUSTO DA DÍVIDA

A decisão mais importante de qualquer empresa, na procura da maximização do seu valor, tende a passar pela escolha de quais os produtos produzir ou serviços oferecer ao seu público-alvo ou potenciais clientes. Decisões como a forma de financiar as suas operações e investimentos costumam ser tidas como menos importantes ou até mesmo secundárias. A esta decisão dá-se o nome de escolha da Estrutura de Capital ótima a adotar.

A importância dada a esta decisão depende das assunções que os gerentes ou outros tomadores de decisão da entidade, fazem acerca do mercado de capitais e dos diferentes agentes que nele operam. Baseia-se na escolha de que quantidade de dívida e que quantidade de *equity* uma empresa deve usar para se financiar (Clayman et al*.,* 2012). É por muitos autores considerada como uma das principais questões a cargo do gestor de uma organização (Brusov et al., 2023). Tal deve-se, à importância que a mesma possui para todos os utilizadores das informações financeiras da entidade. Assim, para além desta decisão afetar o desempenho da própria entidade, ela fornece informações acerca das decisões estratégicas que a mesma utiliza para gerar valor (Hamid et al., 2015). Pode-se ainda dizer que a relevância desta deliberação se prende com o facto de a mesma poder ter fortes impactos no valor da entidade. Deste modo, um bom juízo acerca da Estrutura de Capital pode ter um impacto positivo, tanto no desempenho, como no valor da organização, enquanto uma má decisão pode originar dificuldades financeiras para a mesma e, eventualmente, levar à falência (Eriotis e Vasiliou, 2007).

3.1.1. ESTRUTURA DE CAPITAL

Estrutura de Capital pode ser definida como a mistura de dívida e de *equity* que uma entidade usa para financiar as suas atividades e crescimento, sendo o seu objetivo primordial determinar qual o nível de alavancagem financeira que permite maximizar o seu valor ao minimizar o Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)[7](Clayman *et al.,* 2012). Por outras palavras, podemos dizer que corresponde ao rácio entre aquilo que a entidade detém e o capital emprestado (Brusov et al., 2023). De forma genérica, toma-se por *equity* ou capital próprio todos os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas da entidade, enquanto a dívida ou capitais alheios correspondem a todos os recursos que são obtidos através do endividamento, de que são exemplo, as obrigações, o capital de risco, os empréstimos bancários, entre outros.

[7] Também conhecido, em inglês, como *Weighted Average Cost of Capital (WACC),* e pode ser obtido através da média ponderada dos custos marginais de financiamento de todas as fontes de capital da entidade, ponderada pela proporção de cada componente.

A estrutura de capital pode ser medida através de indicadores como o Custo Médio Ponderado do Capital (*WACC*), o rácio de dívida[8] e o rácio do *equity*[9]. O primeiro indicador é o único que contempla, tanto dívida como *equity*, e reflete o custo médio de financiamento da entidade. Já o segundo permite evidenciar a percentagem de ativos que são financiados por dívida e, o terceiro, a proporção de ativos que é financiada através de capital próprio. Um elevado valor do segundo rácio sugere um elevado grau de alavancagem da entidade, enquanto um elevado valor do terceiro rácio transmite elevada estabilidade e solidez financeira.

O estudo e investigação acerca da decisão da estrutura de capital a adotar tem sido um dos temas que tem ganho importância crescente ao longo dos anos, por parte de diversos investigadores na área das Finanças Empresariais, tendo mesmo se tornado um tema central nesta área de estudo. Segundo Damodaran (2014), o objetivo principal das Finanças Empresariais[10] é o de maximizar o valor do negócio/entidade e, posteriormente, a maximização do valor para os *shareholders* da entidade, enquanto visa garantir que a mesma gere, de forma eficiente, os seus recursos financeiros, de forma a suportar o seu crescimento sustentável e atingir os seus objetivos estratégicos. O mesmo autor defende que esta área de estudo se foca, essencialmente, em procurar dar resposta a três decisões das entidades: a decisão de investimento, a decisão de financiamento e a decisão de dividendos. O presente estudo foca-se na decisão de financiamento, isto é, na busca, não só da combinação certa de dívida e *equity* para financiar as suas operações, como também no tipo certo de dívida a escolher.

Cedo se percebeu que depender de apenas uma fonte de financiamento era algo ineficiente, tendo-se passado a prestar maior atenção à decisão de estrutura de capital de uma entidade, procurando perceber qual seria a estrutura ótima para determinada entidade em determinado momento. Para auxiliar neste processo de decisão, surgiram as chamadas teorias da estrutura de capital. Estas são a "materialização" do pensamento de cada autor, evidenciando a sua perspetiva sobre quais os fatores e pontos-chave a ter em consideração neste processo de decisão.

Podemos dividir, do ponto de vista histórico, o desenvolvimento das teorias da estrutura de capital em três fases. A primeira fase, corresponde aos anos antes de 1958, marcada pela abordagem tradicional da estrutura de capital, em que as decisões acerca da estrutura de capital se baseavam em análises empíricas de dados ou práticas financeiras da entidade. A segunda fase, entre 1958 e 1963, marcada pelos modelos teóricos quantitativos de *Mondigliani e Miller*, que eram baseados num conjunto de assunções irrealistas que os tornavam pouco aplicáveis na vida real. A terceira fase,

[8] Conhecido, em inglês, como *Debt Ratio,* e é dado pelo quociente entre o total de dívida e o total de ativos.

[9] Conhecido, em inglês, como *Equity Ratio,* e é dado pelo quociente entre o capital próprio da entidade e o total de ativos.

[10] As Finanças Empresariais correspondem a uma área das finanças que lida com a forma como os negócios gerem os seus recursos financeiros, decisões de investimento e estrutura de capital, de forma a maximizar valor para os seus *shareholders*.

marcada pelos anos após 1964 até à atualidade, é marcada pelo desenvolvimento de vários modelos teóricos que diversos economistas e académicos desenvolveram ao longo dos anos para refutar as teorias de *Mondigliani e Mille*r e procurar alinhá-las com o cenário do mundo real. Assim, ao dia de hoje, é possível destacar algumas das teorias da estrutura de capital mais marcantes, sendo elas: a teoria tradicional (Durand, 1952), as teorias de MM – Proposição I e II (Mondigliani e Miller, 1958 e 1963), a teoria do trade-off (*Kraus e Litzenberger*, 1973), a teoria dos custos de agência (Jensen e Meckling, 1976) e a teoria do pecking order (Myers e Majluf, 1984).

Para concluir, tal como mencionado, as teorias acerca da estrutura de capital providenciam diferentes perspetivas sobre a forma como as entidades devem balancear a sua dívida e *equity* a fim de otimizarem o custo do capital e o valor da entidade. Enquanto, segundo algumas teorias, a estrutura de capital ótima existe, outras argumentam que as decisões de financiamento são moldadas pelas condições de mercado, características da empresa e assimetria de informações existente.

De notar que, nenhuma teoria da estrutura de capital fornece uma solução única para todas as entidades, na medida em que, estas enfrentam circunstâncias únicas e específicas que afetam as suas decisões de financiamento, como por exemplo, condições de mercado, políticas fiscais, estabilidade financeira, entre outros. Enquanto algumas teorias enfatizam a minimização de custos, outras concentram-se no equilíbrio de riscos ou das informações disponíveis para os *stakeholders*. Em última análise, as empresas devem navegar por estas perspetivas concorrentes para chegar a uma estrutura de capital que melhor se adapte aos seus objetivos, recursos e ambiente de mercado.

3.1.2. DEFINIÇÃO DE CUSTO DA DÍVIDA

Custo da dívida é o custo do financiamento através de capitais alheios para uma empresa quando a mesma emite um título ou contrai um empréstimo bancário, podendo ser estimado o seu valor antes de impostos através de dois métodos: a *Yield-to-Maturity (YTM)*[11] e a abordagem *Debt-Rating* (Clayman *et al.,* 2012). Já segundo Baule (2019), o custo da dívida corresponde à rendibilidade esperada exigida pelos detentores de capital. Damodaran (2014) propõe outra definição, sendo o custo da dívida a taxa a que se pode solicitar um determinado empréstimo, não refletindo os riscos de incumprimento *(Risk of Default)*[12] nem o nível das taxas de juro praticadas no mercado. O custo da dívida pode ainda ser definido custo de oportunidade para os investidores que detém a dívida da entidade (Brealey et al., 2020).

[11] A Yield-to-Maturity (YTM) corresponde, em português, ao Rendimento Esperado até ao Vencimento.

[12] É o risco que é função da capacidade que a entidade tem para gerar fluxos de caixa de operações e das suas obrigações financeiras.

Existem vários métodos de cálculo para estimar o custo da dívida. Segundo Clayman et al. (2012), tal como referido anteriormente, a YTM corresponde ao retorno anual que o investidor ganha com um título caso o adquira hoje e o mantenha até ao seu vencimento. Por outras palavras, corresponde ao rendimento que iguala o valor presente dos pagamentos prometidos do título ao seu preço de mercado. Outro método proposto pelos mesmos autores, corresponde à abordagem *Debt-Rating*, que é utilizada quando não se encontra disponível um preço de mercado atual fiável para a dívida da entidade. Assim, baseada no *rating* da dívida da entidade, estimamos o custo antes de impostos da dívida usando o rendimento de títulos com uma classificação comparável para vencimentos que correspondem ao da dívida existente da entidade.

Baule (2019) defende que apesar de ser prática comum a utilização da YTM como aproximação para o custo da dívida de uma entidade, esta negligencia o risco de incumprimento (*Risk of Default*), sendo por isso apenas fiável em situações em que o risco seja reduzido. A ideia chave por detrás do estudo de Baule (2019) é a de que os métodos tradicionais podem menosprezar o risco existente, sobrestimando o verdadeiro custo do empréstimo. O uso da YTM assume que os valores emprestados serão pagos na sua totalidade, desconsiderando as probabilidades de incumprimento ou as taxas de recuperação em caso de incumprimento. Ao mesmo tempo, reflete os retornos prometidos e não os esperados, na medida em que os investidores podem não receber a totalidade dos fluxos de caixa prometidos devido a incumprimento, o que faz com que a YTM sobrestime o verdadeiro custo da divida. Assim, este autor sugere que se utilize o chamado retorno esperado para os detentores de títulos, que incorpora não só a probabilidade de incumprimento, mas também as perdas esperadas em caso de incumprimento.

Tal como mencionado anteriormente, a estrutura de capital da entidade é a mistura de diferentes porções de dívida e de equity. Por sua vez, a estrutura da dívida pode também ser constituída por uma mistura de várias fontes de financiamento sob a forma de endividamento. Esta utilização de capitais alheios na estrutura de capitais de uma organização designa-se por alavancagem financeira (*Financial Leverage*). Quanto maior for o nível de dívida na estrutura de capital da entidade, maior é o seu grau de alavancagem financeira. Esta utilização de dívida pode permitir a potenciação de ganhos, mas também perdas. Deste modo, podemos concluir que a alavancagem financeira pode trazer ganhos para os acionistas da empresa, mas pode também colocar a entidade em dificuldades, decorrentes essencialmente, do excesso de dívida e da incapacidade da entidade de lidar com a mesma (Ross et. al, 2002).

A adoção de dívida como fonte de financiamento pode proporcionar benefícios tributários, uma vez que os encargos com juros são dedutíveis, diminuindo assim a base de cálculo do imposto devido pela empresa. Conforme apontado por Graham (2022), essa possibilidade de abatimento dos juros representa um fator relevante na definição da estrutura de capital. Em contraste, os dividendos

distribuídos aos acionistas não contam com essa vantagem fiscal, tornando o financiamento por *equity* menos atrativo. Dessa forma, a alavancagem financeira não influencia apenas o custo do capital, mas também interfere diretamente na carga tributária suportada pelas empresas (DeAngelo, 2022).

A taxa nominal pode ser reduzida por meio de incentivos fiscais e deduções, permitindo que despesas vinculadas ao financiamento por dívida sejam abatidas. Com isso, a *Effective Tax Rate* (ETR) geralmente se mantém abaixo da taxa nominal, oferecendo às empresas um benefício tributário significativo quando optam por uma estrutura de capital mais alavancada.

Pesquisas recentes indicam que a composição do capital de uma empresa pode ser influenciada por medidas fiscais que incentivam a utilização de dívida (Harris e Raviv, 1991). Diversas teorias procuram explicar qual seria a estrutura de capital mais eficiente. Abordagens como a teoria do *trade-off* e a teoria da agência sugerem que a decisão entre aumentar o nível de endividamento ou recorrer ao capital próprio está ligada ao equilíbrio entre os benefícios fiscais proporcionados pela dívida e os custos decorrentes de dificuldades financeiras ou conflitos de agência associados a um nível elevado de alavancagem (Frank e Shen, 2019).

Quando uma entidade decide acerca do uso de financiamento de dívida, ela está a realocar alguns fluxos de caixa futuros esperados ao pagamento do empréstimo, deixando de ir para os requerentes de capital, em troca de dinheiro adiantado. Os fatores por detrás desta decisão permanecem indefinidos apesar da vasta literatura teórica e décadas de testes empíricos (Frank e Goyal, 2009).

Alguns autores estudaram ainda as diferentes tipologias e maturidade de dívida. Hart e Moore (1994), concluíram no seu estudo que existe uma correspondência entre a maturidade/vencimento da dívida com a finalidade do empréstimo. Quer isto dizer que, por exemplo, empréstimos de longo prazo estão geralmente associados a aquisição de ativos não correntes. De igual forma, Leland e Toft (1996) afirmam que a maturidade da dívida representa um *trade-off* entre as vantagens fiscais, os custos de falência e os custos de agência, tendo concluído no seu estudo que empresas com maiores custos de falência tendem a preferir dívida de longo prazo.

Para concluir, o custo da dívida refere-se à taxa efetiva que uma empresa paga sobre os fundos que obtém emprestados de terceiros, abrangendo despesas como juros e outras taxas associadas, correspondendo a um componente crítico na determinação da estrutura de capital e na avaliação geral de uma empresa.

3.1.2.1. DETERMINANTES DO CUSTO DA DÍVIDA

O custo da dívida é afetado e condicionado por um conjunto de fatores que podem ser de natureza interna e externa à entidade. Uma entidade, estando consciente da sua existência e aprendendo a gerir e balancear estes fatores, pode conseguir reduções do custo da dívida, tão benéficas para a mesma. Apesar de a maior parte da literatura existente acerca do custo da dívida e seus determinantes

se focar mais na vertente da quantidade de dívida e não no seu custo[13], foram encontrados vários artigos que procuram analisar os fatores que mais contribuem, e de que forma para este indicador, como se pode verificar na Tabela 3.1.2.1.1..

TABELA 3.1.2.1.1. – *Literatura existente acerca dos determinantes do Custo da Dívida.*

DETERMINANTES DO CUSTO DA DÍVIDA		
AUTORES	**AMOSTRA UTILIZADA**	**RESULTADOS OBTIDOS**
TANIN ET AL. (2024)	500 empresas industriais listadas publicamente na bolsa dos Estados Unidos no período de 2007 a 2010	Os resultados do estudo evidenciam a existência de um impacto negativo do **tamanho da entidade** e da **alavancagem** no custo da dívida.
RUSLIM E MUSPYRA (2021)	69 entidades/276 observações entidade-ano da indústria manufatureira e listadas no *Indonesia Stock Exchange (IDX)* no período de 2016 a 2019	Os resultados do estudo evidenciam a existência de uma relação negativa e significativa entre **rendibilidade** (ROE) e custo da dívida. Adicionalmente, comprova-se a existência de uma relação negativa, mas não significativa, entre financial ***leverage*** e custo da dívida.
FAROOQ E JABBOURI (2015)	242 entidades listadas nas bolsas de oito países pertencentes ao *MENA* (Bahrein, Egipto, Jordânia, Kuwait, Marrocos, Qatar, Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos), no período de 2004 a 2008	Os resultados do estudo evidenciam a existência de uma relação significativamente negativa entre o custo da dívida e a política de dividendos. Os autores argumentam que tal se deve ao facto de a política de dividendos funcionar como um substituto para outros mecanismos de governança corporativa nos mercados emergentes. Adicionalmente, o estudo conclui que um valor mais elevado de ***Interest Coverage Ratio (ICR)*** surge associado a menores valores de Custo da Dívida, existindo por isso, uma relação negativa entre estes dois indicadores.
SANTOSUOSSO (2014)	3.556 empresas italianas não listadas no período de 2007 a 2011, excluindo entidades do setor financeiro e bancário	Os resultados do estudo comprovam a existência de uma relação negativa entre **rendibilidade (ROA)** da entidade e Custo da Dívida. Isto é, uma entidade com baixos níveis de rendibilidade tende a verificar um aumento ao nível do custo da dívida. Segundo o autor, tal deve-se ao facto de apenas entidades lucrativas possuírem *retained earnings* como uma forma de financiamento, tendendo por isso a apresentar menores custo da dívida.
BENMELECH E BERGMAN (2009)	426 tranches de dívida, dos quais 191 são colocações privadas e 235 foram emitidos em mercados públicos dos EUA	Os resultados do estudo permitem evidenciar a existência de uma relação negativa entre os spreads de crédito das tranches e os valores esperados do colateral. Isto é, quanto maior o valor esperado dos colaterais associados a uma tranche de dívida, ou seja, os ativos que podem ser usados para garantir o pagamento, menor tende a ser o spread de crédito exigido pelos investidores para aquele título. Em suma, quanto maior for a **liquidez** associada, menor tenderá a ser o custo da dívida associado.
JIANG (2008)	8.878 observações entidade-ano no período de 1985 a 2002 presentes no *Anual Compustat File*	Os resultados do estudo mostram que entidades que superam as suas expectativas definidas em termos de lucro (aumento da **rendibilidade**), possuem uma maior probabilidade de obterem um *upgrade* no *rating* de crédito, indicativo de *spreads* mais reduzidos e, consequentemente, um menor custo da dívida.
CHEN E ZHAO (2006)	24.028 observações de entidades presentes no *Compustat* e *Research annual industrial tapes* no período de 1971 a 2002	Os resultados do estudo mostram que empresas com maiores rácios *market-to-book value* enfrentam menores custos de financiamento. De forma consistente, empresas com rácios *market-to-book value* mais elevados utilizam mais dívida, enquanto aquelas com rácios mais baixos reduzem mais a sua dívida. Isto é, entidades que possuam um MBV mais elevado, sinónimo de um elevado **valor da entidade**, irão possuir reduções ao nível do custo da dívida.

[13] *Leverage* e *Cost of Debt* apesar de aparecerem muitas vezes associados, são termos distintos, referindo-se o primeiro à quantidade e proporção de dívida na estrutura de capital da entidade, e o segundo ao custo, ou seja, à taxa de juro paga por esses fundos emprestados. *Leverage* é obtido pelo quociente entre o Total de dívida e o Total de *Equity* ou Ativos.

DIAMOND (1989)	Não aplicável	Os resultados do estudo evidenciam a existência de uma relação negativa entre a **idade da entidade** e as taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras em contrapartida pelo capital emprestado. Segundo o autor, tal deve-se ao facto de, ao longo dos anos, a entidade construir uma reputação nos mercados de dívida, pelo que as taxas de juro que lhe são aplicadas tenderam a diminuir graças ao seu bom historial de crédito.

Fonte: Elaboração Própria.

A Tabela 3.1.2.1.1. analisa os determinantes do Custo da Dívida com base em oito estudos, tendo sido as variáveis mais utilizadas nos mesmos a rendibilidade e a alavancagem (*leverage*).

A rendibilidade demonstrou uma relação negativa com o custo da dívida na totalidade dos estudos analisados (Ruslim e Muspyra, 2021; Santosuosso, 2014; Jiang, 2008). Tal significa que incorporar atividades de financiamento adicionais, caso a rendibilidade da entidade se mantenha boa, não se irá traduzir em aumentos sentidos ao nível dos custos do financiamento. Boas rendibilidades fazem também com que os credores sejam percecionados como tendo um risco menor de crédito, pelo que o custo da dívida irá permanecer reduzido ainda que se verifique um aumento do recurso a financiamento através de dívida (Ruslim e Muspyra, 2021). De igual forma, um baixo nível de rendibilidade surge associado ao risco de dificuldades corporativas (*risk of corporate distress*) e, consequentemente, a um aumento do custo da dívida associado (Santosuosso, 2014).

Os estudos analisados demonstram que a alavancagem se associa negativamente ao custo da dívida (Tanin et al., 2024; Ruslim e Muspyra, 2021). Isto verifica-se porque, segundo Ruslim e Muspyra (2021), no momento de escolha do financiamento a adotar por parte da entidade, caso a sua alavancagem financeira se verifique elevada, isso não será compensado com um aumento do nível de custo da dívida associado. Tal ocorre porque, segundo os mesmos autores, a alta alavancagem financeira transmite aos credores que a entidade possui a capacidade de fazer face às suas obrigações com regularidade e manter um bom desempenho.

Os restantes estudos analisados permitem destacar algumas conclusões como: a dimensão da entidade possuir um impacto negativo no custo da dívida (Tanin et al., 2024); o *interest coverage ratio* (ICR) se relacionar positivamente com o custo da dívida (Farooq e Jabbouti, 2015); e a idade da empresa possuir um impacto negativo no custo da dívida (Diamond, 1989).

3.2. RELATO ESG (ESG REPORTING)

Perante a atual economia global, marcada pela rápida evolução e pelo cenário climático, social e geopolítico, o desenvolvimento sustentável tornou-se uma prioridade fundamental para as empresas, governos e para a sociedade em geral. Nos últimos anos, tem-se verificado um crescente interesse nas informações corporativas não financeiras, bem como nos ativos intangíveis das entidades (PwC, 2021). Tal reflete as crescentes expectativas e procura, por parte da sociedade, de entidades que enfrentem

as questões ambientais e sociais, juntando-se aos esforços globais para construir uma sociedade mais sustentável, tal como proposto nos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável das Nações Unidas (ODS's) e no Acordo de Paris.

Cada vez mais existe a consciencialização de que uma organização não consegue crescer no longo prazo, sem a confiança da sociedade e dos seus *stakeholders*. Desta forma, para que a mesma apresente um crescimento sustentável, esta deve procurar criar um valor partilhado (*shared value*[14]) com a sociedade, tanto numa perspetiva financeira, como numa perspetiva não financeira. Adicionalmente, deve ainda procurar atingir e cumprir todas as expectativas e procuras crescentes da sociedade em que se insere (PwC, 2021).

Abordando em maior detalhe esta questão da "criação de valor partilhado", esta nem sempre foi a perspetiva a adotar pelas entidades defendida por diversos autores. Segundo Friedman (1970), o objetivo único de uma organização é o de gerar lucro para os seus *shareholders*, devendo o foco acerca das questões ou preocupações ambientais ficar a cargo dos indivíduos e governos. Anos mais tarde, Freeman (1984) surge com uma nova perspetiva defendendo que as entidades para se tornarem rentáveis a longo prazo, necessitam de gerar valor para todos os seus *stakeholders*. Mais recentemente, Porter e Kramer (2011) criam a perspetiva do "Creating Shared Value", segundo a qual as diferentes entidades devem colaborar com os seus *stakeholders*, de modo a gerar um valor partilhado que resulta da criação de valor, enquanto se foca na resolução de problemas ou preocupações sociais e ambientais. Assim, enquanto Freeman (1984) defende que as empresas devem equilibrar os interesses de todos os *stakeholders*, Porter e Kramer (2011) mostram, que integrar desafios sociais e ambientais na estratégia empresarial pode gerar simultaneamente valor económico e social.

Atualmente, verifica-se que as entidades estão mais dependentes dos seus ativos intangíveis[15], verificando-se uma alteração nos seus processos de criação de valor. Esta alteração pode ser argumentada com o diferencial existente entre o valor de mercado da entidade e o seu valor contabilístico (*market value versus book value*). Hoje em dia, existe um consenso generalizado de que o valor de uma entidade não é verdadeiramente retratado pelas suas demonstrações financeiras tradicionais, dada a sua incapacidade de capturar o valor decorrente dos ativos intangíveis (Arvidsson, 2011). Assim, é notória a necessidade de um foco adicional na divulgação de informações não

[14] Referência ao conceito de *Creating Shared Value* desenvolvido por Michael Porter e Mark Kramer, que sugere que as empresas podem gerar valor económico para si, enquanto criam valor social (criação de valor para a sociedade em que se inserem).

[15] Muitos autores consideram que a Sustentabilidade pode ser considerada como um ativo intangível, na medida em que gera valor a longo prazo para uma entidade, apesar de não possuir qualquer forma tangível nem ser mensurável diretamente nas demonstrações financeiras.

financeiras, na medida em que, estas irão permitir capturar pelo menos uma parte do valor decorrente dos ativos intangíveis da entidade. Estes complementos aos relatórios financeiros "tradicionais" referem-se, essencialmente, ao conceito do *Triple-Bottom-Line*[16], na medida em que as diferentes entidades devem informar os seus *stakeholders* acerca das suas atividades de sustentabilidade económica, ecológica e social (Velte, 2023).

Adicionalmente, vários investigadores afirmam que os benefícios associados à integração de sustentabilidade na estratégia e práticas de negócios de uma entidade, vão muito para além de aspetos como o aumento da transparência e a melhoria da reputação e legitimidade da mesma (Rahman e Alsayegh., 2021).

O dramático crescimento da procura por transparência e responsabilização empresarial pode ser observado ao longo da última década, e levou as diferentes entidades a demonstrarem e realizarem esforços e progressos na implementação de políticas de responsabilidade social e ambiental e no seu relato, por forma a manterem-se competitivas na indústria em que se inserem (Advidsson e Dumay, 2021).

Ou seja, a divulgação de informações não financeiras é essencial para garantir a transparência, credibilidade e sustentabilidade das organizações. Além de complementar os dados financeiros estas informações permitem que investidores, consumidores e demais *stakeholders* avaliem o impacto ambiental, social e de governo das sociedades. A adoção de relatórios não financeiros fortalece a reputação empresarial, reduz riscos e impulsiona a confiança do mercado, criando valor a longo prazo. Assim, a interação entre informações financeiras e não financeiras é fundamental para um modelo de gestão mais sustentável, responsável e alinhado com as exigências da sociedade e dos reguladores.

A sustentabilidade nas organizações pode ser definida, segundo o *Business and Sustainable Development: A Global Guide* (1992), como a adoção de estratégias e atividades de negócios que atendam às necessidades da empresa e dos seus *stakeholders*, enquanto protegem, sustentam e aprimoram os recursos humanos e naturais que serão necessários no futuro. De igual forma, segundo o *Brundtland World Commission Report* (1987), podemos definir o desenvolvimento sustentável, como aquele que atende às necessidades da geração presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras de atenderem às suas próprias necessidades.

A Responsabilidade Social Empresarial (RSE) representa o compromisso voluntário das empresas para se comportarem de forma adequada, justa e responsável com o ambiente em que operam. Refere-se a uma abordagem de negócios que tem em consideração questões económicas, ambientais

[16] Conceito de sustentabilidade, criado por *John Elkington*, em 1994, que avalia o desempenho organizacional em três dimensões: económica, social e ambiental. Defende que as empresas devem equilibrar o lucro com o respeito pelo meio ambiente e o bem-estar das pessoas. O objetivo é promover um desenvolvimento responsável e sustentável a longo prazo.

e sociais de uma forma equilibrada, holística e de longo prazo para benefício das partes interessadas atuais e futuras. Segundo este mesmo autor, o objetivo da RSE é procurar o bem-estar da sociedade e do meio ambiente através de atividades empresariais.

O termo ESG (*Environmental, Social and Governance*), tal como o nome indica, compreende a existência de três pilares: o ambiental, o social e o de governação. Os itens considerados na estrutura e âmbito do ESG são limitados àqueles que têm o potencial de afetar o desempenho financeiro ou a solvência de entidades, seja positiva ou negativamente (Li et al., 2024). Segundo Kostic e Hujdur (2023), os *Standards* ESG avaliam a sustentabilidade e o impacto das empresas em questões ambientais, sociais e de governança, indo muito além do seu desempenho financeiro. Alguns padrões são impostos por leis e regulamentos do país onde o negócio opera, e outros resultam das expectativas dos *stakeholders* e da pressão dos investidores devido às crescentes preocupações com os direitos humanos e questões ambientais.

Segundo os mesmos autores, o fator ambiental procura avaliar o impacto de uma organização no meio ambiente através do consumo dos recursos necessários à sua operação, por exemplo, matérias-primas e energia. Inclui diversos fatores de que são exemplo a forma como a entidade contribui para as alterações climáticas, para a poluição, para o esgotamento de recursos naturais, entre outros. A vertente social respeita ao impacto que as empresas têm na sociedade em que se inserem, estando intimamente ligada a tópicos como os direitos humanos e do trabalho, a inclusão, a igualdade, entre outros. Por fim, o fator governação diz respeito às práticas e procedimentos adotados e implementados dentro de uma empresa para garantir que a mesma segue as leis e padrões estabelecidos pelas suas partes interessadas relevantes. Aqui incluem-se aspetos como as ações realizadas pela entidade a fim de garantir uma gestão justa e transparente, a divulgação de informações, a prevenção da corrupção, entre outros (Kostic e Hujdur, 2023).

O relato ESG (*ESG Reporting*) pode ser definido como a divulgação e comunicação formal dos objetivos de sustentabilidade de uma empresa, reconhecidos mais especificamente como os seus objetivos ambientais, sociais e de governação, bem como os seus progressos na consecução desses objetivos (Darnall et al., 2022). Isto é, este tipo de relato implica que as entidades divulguem publicamente os seus impactos relacionados com os três pilares do ESG, sendo mais conhecido como *Sustainability Reporting*. Com mais informação disponível, os *stakeholders* externos à organização possuem melhores condições de avaliar o desempenho global das entidades e moldar melhor as suas decisões de compra e investimento para recompensar as empresas mais sustentáveis (Rhodes, 2010). A divulgação destas informações, tal como atrás mencionado, podem levar a um ganho de confiança na entidade por parte dos seus *stakeholders* e a um ganho de reputação para a própria entidade.

Na maior parte das circunstâncias, este relato ainda é de cariz voluntário, sendo apenas encorajado e sugerido pelos governos dos países. Contudo, existem alguns países onde estas

divulgações já são obrigatórias, tal como testemunhado na Índia, China, Dinamarca, Hong Kong, Malásia e Brasil (Cordazzo et al., 2020). No contexto europeu, tal como mencionado no enquadramento desta dissertação, o horizonte de aplicação da Diretiva 2022/2464, será faseado, estando já obrigadas a estas divulgações as entidades anteriormente abrangidas pela NFRD, e indo sendo estendida esta obrigatoriedade ano após ano a mais entidades consoante algumas características das mesmas.

A informação financeira direciona-se, principalmente, aos investidores, e centra-se na análise de dados de cariz financeiro. Já a divulgação de informação não financeira direciona-se a um conjunto mais amplo de *stakeholders* e foca-se nas ações realizadas pela entidade em relação a um conjunto de categorias. Esta tipologia de informação permite facilitar a avaliação do valor intangível da entidade, em comparação com os tradicionais relatórios financeiros, fornecendo ao público indicadores extra-financeiros para compreender a forma como as entidades criam valor (Romito e Vurro, 2020).

Ao contrário do relato financeiro, que é moldado por normas contabilísticas já bem estabelecidas e aplicado a todas as entidades, as práticas associadas ao *ESG Reporting* são menos definidas (Erkens et al. 2015). Este facto, juntamente com o já mencionado, de que este tipo de relato é, na maior parte dos casos de cariz voluntário, leva a inconsistências no relato, bem como a que sejam levantadas questões acerca da qualidade e veracidade/exatidão da informação divulgada. Deste modo, são evidentes as variações entre as informações divulgadas por diferentes entidades. Estas variações verificam-se problemáticas porque impedem a comparabilidade das divulgações, bem como colocam em causa a credibilidade das mesmas (Darnall et al., 2022).

As normas de *ESG Reporting* surgiram para fazer face a essas preocupações, procurando moldar o conteúdo e os procedimentos considerados alvo de divulgação de informação de sustentabilidade. Assim, estas normas são desenhadas para proporcionarem um *framework* claro que as diferentes entidades possam seguir para divulgarem publicamente a sua informação de sustentabilidade (Romito e Vurro, 2020). Adicionalmente, uma das novidades que advém da nova diretiva CSRD prende-se com a necessidade de confirmação, por parte de uma entidade externa, das informações apresentadas nestes relatórios, a fim de apurar a credibilidade das informações neles incluídas.

Em 2022, existiam já vários *frameworks* internacionais que ofereciam orientações acerca da elaboração dos relatórios ESG e da informação que neles deveria constar. No entanto, a maioria das entidades aplica um dos cinco principais *frameworks* internacionais de relato ESG, desenvolvidos por associações profissionais, sendo eles: *Global Reporting Initiative* (GRI), *Sustainability Accounting Standards Board*, *Carbon Disclosure Project*, *International Integrated Reporting Council*, and *Carbon Disclosure Standards Board* (Threlfall et al., 2020). Contudo, o GRI permanece como o mais utilizado.

Para concluir, o *ESG Reporting* tornou-se uma ferramenta essencial para as empresas demonstrarem o seu compromisso com a sustentabilidade, a transparência e a governação ética. Ao

divulgarem fatores ESG, as empresas podem aumentar a confiança das partes interessadas, atrair investidores e cumprir regulamentos em constante evolução, como a norma europeia CSRD. Para além disso, estas divulgações permitem ainda ajudar as empresas a identificar riscos, a gerar valor a longo prazo e a melhorar a sua eficiência operacional.

3.2.1. DETERMINANTES DO *ESG REPORTING*

TABELA 3.2.1.1. – *Literatura existente acerca dos determinantes do ESG Reporting.*

DETERMINANTES DO ESG REPORTING		
AUTORES	**AMOSTRA UTILIZADA**	**RESULTADOS OBTIDOS**
RAHMAN E ALSAYEGH (2021)	1244 entidades presentes na Bloomberg ESG *database* durante o período de 2005 a 2017	A análise fornece evidências de que as características de uma entidade, como a performance, a rendibilidade, o nível de endividamento e a dimensão, possuem um impacto na probabilidade de divulgação de informação não financeira. Assim, empresas com um alto desempenho económico, uma maior lucratividade, uma maior alavancagem e dimensões superiores, tendem a ser mais preocupadas com as divulgações ESG.
SHARMA E PANDAY (2020)	82 entidades cotadas na *Bombay Stock Exchange (BSE)* na Índia, no período de 2013 e 2016	A análise fornece evidências de que a rendibilidade, medidas pelo *ROA* e pelo *ROCE*, estão positivamente associados com as divulgações *ESG*. Já no que diz respeito à performance de mercado, nível de endividamento e investidores institucionais estrangeiros, verificou-se que estes estão negativamente associados às divulgações *ESG*.
ANGGANARARAS ET AL. (2023)	106 entidades na Indústria da Moda, no período de 2016 a 2021	Este estudo analisa o impacto de algumas características da administração e comité de auditoria nas divulgações de informações ESG. A análise fornece evidências de que a *board diversity*, *board Independence*, tamanho do CA e reuniões do CA estão positivamente associadas às divulgações de *ESG*.
BALDINI ET AL. (2018)	14.1774 observações de empresas-ano, no período de 2005 a 2012	A análise fornece evidências de que o país onde se encontram as entidades, está positivamente associado à divulgação de informações ESG.
IGLESIAS ET AL. (2023)	19.468 observações de empresas-ano de 19 países emergentes, no período de 2016 a 2021	A análise fornece evidências de que a presença de mulheres no Conselho de Administração e a presença de membros independentes no CA estão positivamente associadas à divulgação de informações ESG. Por sua vez, a dualidade de CEO, não apresentou uma relação significante com a divulgação de informações ESG.
BUALLAY (2019)	2.350 observações de 235 bancos da União Europeia cotados em bolsa, no período de 2007 a 2016	A análise fornece evidências de que a performance da entidade possuí um impacto positivos nas suas divulgações de informações ESG.
EL KHOURY E NASRALLAH (2023)	38 bancos cotados em 9 países da região MENA (Médio Oriente e Norte de África)	A análise fornece evidências de que para a amostra utilizada, se verifica uma associação negativa entre a performance financeira (ROA) e a divulgação de informações ESG. De igual forma, concluem que existe uma associação positiva entre a dimensão da entidade e a divulgação de informações ESG.
CHUNG ET AL. (2023)	109 entidades cotadas na bolsa de Hong Kong nos anos de 2011, 2014 e 2019	A análise fornece evidências de que a dimensão da entidade possui uma associação positiva à divulgação de informações ESG. Adicionalmente, conclui que empresas auditadas por Big4 tendem a divulgar mais informação ESG fora do período da sua obrigatoriedade.

CRESPI E MIGLIAVACCA (2020)	727 entidades financeiras a operar em 22 países no período de 2006 a 2017	A análise fornece evidências de que a rentabilidade e a dimensão da entidade, quando acompanhados de desenvolvimento social e económico, possuem uma associação positiva à divulgação de informações ESG.
SUTTIPUN (2021)	120 empresas cotadas na bolsa da Tailândia, no período de 2015 a 2019	A análise fornece evidências de que características da entidade como o tamanho do Conselho de Administração (CA), o número de elementos femininos no CA, o Comité CSR e a sua remuneração, possuem uma associação positiva à divulgação de informações ESG. Por outro lado, verificou-se que fatores como a existência de um Comité de Auditoria e a compensação do CEO, surgem negativamente associados à divulgação de informações ESG.
GAVANA ET AL. (2024)	1.935 observações de empresas-ano de entidades não financeiras listadas nas bolsas dos países da EU, no período de 2014 a 2022	A análise fornece evidências de que a diversidade de género existente nos Conselhos de Administração possui efeitos positivos na divulgação de informações ESG.

Fonte: Elaboração Própria.

A Tabela 3.2.1.1. analisa os determinantes do ESG Reporting com base em onze estudos, tendo sido a variável mais utilizada a performance da entidade.

No que concerne à performance financeira da entidade esta demostrou uma relação positiva com o relato ESG (Rahman e Alsayegh, 2021; Buallay, 2019; El Khoury e Nasrallah, 2023). Segundo Rahman e Alsayegh (2021), os resultados do seu estudo revelam que as organizações com alta visibilidade social, marcadas por um elevado desempenho económico, elevada lucratividade, entre outros indicadores, são geralmente sujeitas a pressões por parte dos diversos *stakeholders*, divulgando por isso mais informações ESG. Tal ocorre não apenas para cumprir a sua responsabilidade perante as partes interessadas, mas também para procurar convencer o público de que estão a procurar cumprir com as suas expectativas sociais. Assim, estas entidades tendem a divulgar mais e melhor as suas práticas de sustentabilidade para comprovar que os seus produtos e serviços são desejáveis e benéficos para os diferentes grupos de *stakeholders*, permitindo-lhes conquistar um *status* legítimo na sociedade (Rahman e Alsayegh, 2021).

Adicionalmente, no que respeita às variáveis determinantes do relato ESG, através dos restantes estudos analisados é possível destacar algumas conclusões como: a dimensão da entidade possuir uma relação positiva com o relato ESG (Chung et al., 2023; Crespi e Migliavacca, 2020); e que as características do comité de auditoria e do conselho de administração da entidade, como maior diversidade de género, possuem um impacto positivo no relato ESG (Iglesias et al., 2023; Gavana et al., 2024; Angganararas et al., 2023; Suttipun, 2021).

3.3. ESG versus COST OF DEBT

Tal como mencionado anteriormente, a atenção às questões de sustentabilidade cresceu significativamente nos últimos anos. Os *stakeholders* exercem, de forma crescente, pressão nas entidades para que estas tenham um comportamento mais sustentável e diminuam o seu impacto na

sociedade e no ambiente. Adicionalmente, procuram promover junto das mesmas a divulgação, com maior detalhe, de informação relativa ao tópico da sustentabilidade (Eliwa et al., 2021). Cada vez mais, as informações financeiras se revelam incapazes de atender às crescentes necessidades dos *stakeholders*, decisores políticos e dos investidores, assumindo a divulgação de informações não financeiras um papel cada vez mais importante (Raimo et al, 2021).

Também as instituições bancárias passaram a estar sujeitas a um maior escrutínio acerca dos temas ESG, tanto por parte dos reguladores, como de investidores e da sociedade civil, especialmente após a assinatura dos chamados Princípios para Responsabilidade Bancária (*Principles for Responsible Banking* (PRB)) da UNEP FI[17] no ano de 2019. Estes correspondem a um conjunto de 6 princípios desenhados para trazer propósito, visão e ambição para as finanças sustentáveis, procurando alinhar as estratégias de negócio das diferentes instituições bancárias europeias com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS's) e o Acordo de Paris (UNEP FI, 2019). De igual forma, e segundo estes princípios, passa a ser responsabilidade das instituições financeiras, trabalhar junto dos seus clientes a fim de incentivar práticas sustentáveis e atividades económicas que criem prosperidade partilhada para as gerações atuais e futuras (UNEP FI, 2019). Este tema possui particular relevância no que concerne à concessão de financiamentos, na medida em que, desta forma, estas instituições, para além de estarem sujeitas ao *default risk*, passam a estar também sujeitas ao chamado *reputational risk*. Isto é, as instituições passam a estar associadas aos seus clientes, logo, por exemplo, caso concedam financiamentos a entidades associadas a práticas ESG negativas, a própria instituição pode sofrer consequências adversas das suas partes interessadas (Eliwa et al., 2021). Segundo o mesmo autor, estes riscos devem servir de incentivo para que as instituições financeiras integrem a avaliação da informação ESG no seu processo de análise de concessão de crédito.

Estes desenvolvimentos em termos de legislação, ainda que voluntária, aplicável ao setor bancário, bem como as crescentes exigências do diversos *stakeholders* ao nível das divulgações em matéria de ESG, têm conduzido ao aumento do estudo, por parte da comunidade académica, da relação existente entre ESG e o custo do capital (Darnoso et al., 2024).

Deste modo, vários têm sido os estudos realizados a fim de analisar o impacto do *ESG Disclosures/Performance* em vários resultados financeiros, tais como no custo do *equity*, no desempenho no mercado de ações, no valor da entidade, no risco sistemático, entre outros. Contudo, o papel do ESG em influenciar o *default risk* e o custo da dívida, tem recebido atenção limitada (Atif e Ali, 2021). Botosan (2006) confirma este facto, ao afirmar que estudos passados já analisaram

[17] *United Nations Environment Programme Finance Iniciative* (UNEP FI) corresponde a uma parceria entre as Nações Unidas e o Setor Financeiro (bancos, seguradoras, investidores, entre outros), sendo o seu objetivo principal ligar o este setor à agenda ambiental e de desenvolvimento sustentável, auxiliando este setor a gerir melhor os riscos e oportunidades ligados à sustentabilidade. Foi fundada em 1992, na sequência da Cimeira da Terra do Rio de Janeiro, e integra-se no Programa das Nações Unidas para o Ambiente (UNEP).

amplamente a relação entre as divulgações de informação não financeira e o custo do capital próprio (*equity*), mas que tem sido prestada pouca atenção ao impacto que estas mesmas divulgações podem ter no custo da dívida. Consequentemente, pouco se sabe acerca de se as Instituições Financeiras se preocupam e têm em consideração o *ESG Performance* e *Disclosures*, ou até mesmo se estas divulgações, na ausência de qualquer performance, possuem um impacto significativo para si (Eliwa et al., 2021). Este autor refere ainda que, apesar da ligação entre *ESG Disclosure* e custo da dívida ser clara, existe uma escassez de estudos empíricos que analisam esta relação, informação também reiterada por Alves e Meneses (2024).

Partindo para a análise da literatura existente sobre o impacto do ESG no custo da dívida, muitos autores analisam esta relação referindo o *ESG Performance* e o *ESG Disclosures* de forma intercambiável como medida das práticas *ESG* (Eliwa et al., 2021), ou seja, utilizam ambos os termos como equivalentes e indistintivamente. Contudo, segundo Eliwa et al. (2021), estas duas medidas são distintas. A primeira corresponde à forma de medir aquilo que uma entidade realmente faz em matéria de ESG, enquanto a segunda se refere, simplesmente, ao método utilizado pela entidade para comunicar aos seus *stakeholders* estas atividades que realiza em matéria de ESG. Eliwa et al. (2021) menciona ainda que a diferença entre os dois tópicos é marcada pelo facto de o *ESG Disclosures* fornecer informações adicionais, como por exemplo, acerca do sistema de gestão de risco de determinada entidade, evidência da consciência das sociedades dos seus pontos fracos em matéria ESG e como pretendem mitigar os seus impactos negativos.

É ainda de destacar que o *ESG Score* corresponde a uma forma de medir a *performance* de uma entidade nas matérias ambientais, sociais e de governação, sendo usado em diversos estudos para examinar o impacto das práticas ESG na *performance* das entidades (Alves e Meneses, 2024).

Analisando os resultados obtidos de estudos anteriores que se focaram na análise do impacto do *ESG Performance* e *Disclosure* de uma entidade no seu custo da dívida, é possível verificar que os mesmos proporcionam resultados contraditórios (Eliwa et al., 2021; Maaloul et al., 2021; Li et al., 2024; Yan et al., 2024). Tal destaca o facto de estas investigações ainda se encontrarem naquilo que pode ser considerado como uma fase embrionária (Li et al., 2024), destacando a necessidade de uma investigação mais profunda da relação entre o ESG *Score* e o custo da dívida (Alves e Meneses, 2024).

Iremos partir para a análise das Tabelas 3.3.1 e 3.3.2, de elaboração própria, e que resumem os resultados obtidos em diversos estudos realizados à investigação da relação referida. Começando por analisar a Tabela 3.3.1, focada no ESG *Disclosures*, é possível verificar que a maior parte dos estudos evidenciados indiciam uma relação negativa entre as divulgações ESG e o custo da dívida (Darnoso et al., 2024; Eliwa et al., 2021; Raimo et al., 2021; Maaloul et al., 2021; Atif e Ali, 2021; Hamrouni et al., 2019; Guidara e Khlif, 2014; Yang et al., 2008; Francis et al., 2005), havendo apenas dois estudos empíricos que revelam que não existe uma relação evidente ou significativa (Kamel e Shahwan, 2014;

Wang et al., 2008). Nestes estudos, é ainda possível destacar a análise individual às variáveis ESG realizada em alguns deles. Eliwa et a. (2021) conclui que o pilar que possui maior impacto no custo da dívida é o ambiental, enquanto Hamrouni et al. (2019), conclui que o pilar social é positivamente associado ao custo da dívida, o pilar ambiental está negativamente associado e a governação possui um impacto não significativo.

Passando para a análise da Tabela 3.3.2, focada no ESG *Performance*/*Score*, é possível verificar uma predominância de estudos que comprovam a existência de uma relação inversa entre a performance ESG e o custo da dívida (Li et al., 2024; Alves e Meneses, 2024; Yan et al., 2024; Arora e Sharma, 2022; Apergis et al., 2022; Maaloul et al., 2021; Eliwa et al., 2021; Bacha et al., 2021; La Rosa et al., 2018), existindo apenas dois estudos que revela a existência de uma relação positiva (Magnanelli e Izzo, 2016) e a não existência de uma evidência significativa que comprove a relação (Gigante e Manglaviti, 2022).

Em suma, a análise às Tabelas 3.3.1 e 3.3.2 permite concluir o já afirmado por diversos autores, não parecendo existir um consenso acerca do impacto do ESG no custo da dívida. Assim, apesar haver uma predominância de artigos que evidenciam a existência de uma relação negativa, existem artigos que obtiveram resultados correspondentes a uma relação positiva, e até mesmo artigos, na investigação dos quais, não foi encontrada qualquer influência significativa entre as duas variáveis.

Deste modo, podemos afirmar que parte da literatura permite suportar a relevância do ESG na explicação do custo da dívida, argumentando que maiores *Scores* ESG tendem a surgir associados a menores custos de financiamento. Cada autor possui uma espécie de explicação para esta conclusão, convergindo grande parte delas para os mesmos dois aspetos: redução da assimetria de informação e minimização do *Default Risk* e do *Reputational Risk.*

Segundo Yan et al. (2024), vários estudos indicam que uma *performance* ESG enaltecida tem o potencial de mitigar o custo da dívida ao reduzir a assimetria de informação e enaltecer a qualidade dos lucros. Isto é, uma maior acessibilidade à informação acerca das diversas entidades, mitigando a assimetria de informação, possui o poder de diminuir o custo da dívida. Para Arora e Sharma (2022), entidades com elevados ESG *Score* possuem um custo da dívida reduzido. Tal, segundo os mesmos autores, deve-se ao facto de que se as entidades bancárias integrarem detalhes de informação ESG aquando das suas decisões de financiamento, podem aliviar dois tipos de riscos inerentes à entidade: *Reputational Risk* e *Default Risk*. Consequentemente, minimizando o custo da dívida, ou seja, a componente paga às instituições financeiras. Também Raimo et al. (2021), afirmam que o efeito das divulgações ESG no custo da dívida pode ser explicado através de duas razões. A primeira está relacionada com a assimetria de informação existente entre a entidade e um partido externo à mesma, neste caso as instituições bancárias. Assim, a entidade deve fornecer informações detalhadas por forma a reduzir os custos de assimetria de informação e, consequentemente, o custo da dívida a que

está sujeita. A segunda é relativa ao apuramento do *Default Risk*, para o qual são utilizadas todas as informações disponíveis acerca de determinada entidade. Assim, aquando da avaliação deste risco, também será avaliada a probabilidade de a entidade estar a ocultar informação que possa afetar negativamente a sua imagem, pelo que quanto mais for a informação disponível, maior facilidade existirá neste apuramento e menor será a probabilidade de ocultação de informação, pelo que este risco tenderá a ser menor.

TABELA 3.3.1 - *Literatura existente acerca da relação ESG Disclosures versus Custo da Dívida.*

ESG DISCLOSURE VERSUS CUSTO DA DÍVIDA		
AUTORES	**AMOSTRA UTILIZADA**	**RESULTADOS OBTIDOS**
DARNOSO ET AL. (2025)	93 empresas listadas na bolsa da Indonésia no período de 2020 a 2022 e que apresentaram Relatórios de Sustentabilidade	Existência de uma relação significativamente negativa entre *ESG Disclosures* e o custo da dívida, o que se deve ao facto dos credores passarem a avaliar a entidade com base na sua rendibilidade e divulgações *ESG.*
ELIWA ET AL. (2021)	6018 observações entidade-ano de empresas listadas na União Europeia no período de 2005 a 2016	Existência de uma associação significativamente negativa entre custo da dívida e *ESG Performance* e *ESG Disclosures*. Analisando as dimensões individuais do ESG, a ambiental (E) é a que possui maior impacto no custo da dívida. Esta relação é mais óbvia em países cuja cultura empresarial prioriza os interesses dos *stakeholders* e não apenas dos *shareholders.*
RAIMO ET AL. (2021)	919 entidades cotadas no S&P 1200 *Global Index* a 1 de março de 2020	Existência de uma relação negativa entre *ESG Disclosures* e custo da dívida, sugerindo que entidades "mais transparentes" e que adotam políticas alargadas de divulgação *ESG*, têm a possibilidade de aceder a financiamentos externos com melhores condições.
MAALOUL ET AL. (2021)	900 observações entidade-ano de entidades listadas no *US S&P* 500 e que estão incluídas no ranking da *Fortune* intitulado de *World's Most Admired Companies* no período de 2013 a 2016	Existência de uma relação negativa entre a divulgação de informações ESG, que leva a que uma entidade seja percecionada como tendo uma maior reputação, e os seus custos de financiamento através de dívida (custo da dívida). Também se conclui que uma boa reputação corporativa reduz o custo da dívida e é mediadora da relação entre o ESG *Performance/Disclosure* e o custo da dívida
ATIF E ALI (2021)	5206 observações entidade-ano de entidades listadas nas bolsas de Nova Iorque e Chicago no período de 2006 a 2017	Existência de uma relação negativa entre *ESG Disclosures* e o *Default Risk* sendo este efeito causado pelo incremento da rentabilidade e a redução da variabilidade da performance e do custo da dívida. Assim, conclui-se que entidades com baixo custo da dívida possuem baixo *Default risk* e, entidades com elevado *ESG Disclosures* apresentam baixos níveis de custo da dívida.
HAMROUNI ET AL. (2019)	80 entidades francesas listadas no Índice SBF 120 no período de 2010 a 2015	Existência de uma relação significativamente negativa entre o *CSR Score* e o custo da dívida de uma entidade. Avaliando o efeito individual de cada uma das variáveis *ESG* com o custo da dívida, os resultados obtidos são: a variável social (S) é positivamente associada; variável ambiental (E) negativamente e a governança (G) possui um efeito não significativo.
GUIDARA E KHLIF (2014)	80 observações entidade-ano de empresas listadas na bolsa de Joanesburgo no período de 2008 a 2011	Existência de uma relação significativamente negativa entre divulgações voluntárias e o custo da dívida. A realização de divulgações voluntárias, e em tempo oportuno, correspondem a componentes-chave da transparência corporativa, e permitem reduções do custo da dívida de uma entidade.
KAMEL E SHAHWAN (2014)	73 entidades não financeiras, de 7 setores de atividade distintos, e cotadas na bolsa de valores do Egipto no ano de 2005	Os resultados do estudo revelam que o impacto da divulgação voluntária de informações no custo da dívida de uma entidade não é evidente.
WANG ET AL. (2008)	109 entidades chinesas listadas, que emitem ações domésticas e estrangeiras	Os resultados do estudo revelam que não existe indicação significativamente evidente do impacto da divulgação voluntária de informações no custo da dívida de determinada entidade.

YANG ET AL. (2008)	108 empresas listadas na bolsa de Taiwan, no ano de 2004, e que pertencem à indústria de *Integrated Circuit* (IC)	Os resultados do estudo demonstram que empresas com uma maior necessidade de financiamento externos possuem mais incentivos para apresentarem maiores níveis de divulgação de informação. E, por sua vez, essa política de divulgações mais extensiva, leva a, tanto um menor custo da dívida, como do *equity.*
FRANCIS ET AL. (2005)	672 observações entidade-ano de 34 países, excluindo EUA, com informações acerca dos seus *disclosures scores*, no ano de 1991 ou 1993, conforme reportado no *CIFAR*	Os resultados do estudo evidenciam que, primeiramente, entidades mais dependentes de financiamento externo, tendem a expandir a sua política de divulgação. Seguidamente, um maior nível de divulgação irá levar a um menor custo de financiamento externo (relação negativa).

Fonte: Elaboração Própria.

TABELA 3.3.2 - *Literatura existente acerca da relação ESG Performance/Score versus Custo da Dívida.*

ESG PERFORMANCE / ESG SCORE VERSUS CUSTO DA DÍVIDA		
AUTORES	**AMOSTRA UTILIZADA**	**RESULTADOS OBTIDOS**
LI ET AL. (2024)	4571 entidade-ano observações de empresas cotadas nas bolsas de se Shangai e *Schenzhen* no período de 2011 a 2020	Existência de uma relação U inversa entre *ESG Scores* e o custo de dívida de uma entidade. Esta relação revela-se negativa (positiva) para *ESG Scores* relativamente baixos (altos).
ALVES E MENESES (2024)	768 empresas listadas, entre 2013 e 2022, no *S&P 500 Index*, *S&P Europe 350 Index* e *Bovespa Index*	Evidência de que entidades com níveis de *ESG Score* mais elevados tendem a estar associadas a menores custos de dívida. Ou seja, existência de uma relação negativa entre o *ESG Score* e o custo da dívida.
YAN ET AL. (2024)	2258 observações entidade-ano de empresas coreanas não financeiras com ano fiscal terminado em dezembro e cotadas nos mercados *KOSPI* e *KOSDAQ*	Evidência da existência de uma relação negativa entre *ESG Performance* e custo da dívida. Isto é, entidades com maior *performance ESG* possuem um menor custo da dívida. Este analisa ainda, o efeito mediador da auditoria interna nesta relação, concluindo que o maior número de membros de auditoria interna permite enfraquecer a relação negativa entre ESG e o custo da dívida.
ARORA E SHARMA (2022)	260 empresas listadas no *NIFTY* 500 no período de 2015 a 2020	Existência de uma relação entre o *ESG Score* e o custo da dívida: quanto maior o *ESG Score*, menor será o custo da dívida. Igualmente conclui-se que a dimensão Social (S) é a componente com o maior nível de significância com a componente custo da dívida.
GIGANTE E MANGLAVITI (2022)	600 empresas não financeiras europeias, observadas no período de 2018 a 2020	O estudo realizado não encontrou qualquer evidência significativa para a correspondência entre *ESG Score* e custo da dívida para a amostra utilizada. Isto significa que não se encontrou uma evidência robusta e efeitos positivos em termos de custo da dívida para entidades que apresentem um *Score ESG* acima da média.
APERGIS ET AL. (2022)	157 entidades pertencentes ao Índice S&P 500 no período de 2010 a 2019	Evidência de uma relação negativa entre *ESG Scores* e o custo da dívida. Mais concretamente, evidencia-se que entidades que demonstram um forte Score ESG, beneficiam de spreads de títulos de dívida menores, e de melhores ratings de títulos.
MAALOUL ET AL. (2021)	900 observações entidade-ano de entidades listadas no *US S&P 500* e que estão incluídas no ranking da Fortune intitulado de *World's Most Admired Companies* no período de 2013 a 2016	Existência de uma relação negativa entre a divulgação de informações ESG, que leva a que uma entidade seja percecionada como tendo uma maior reputação, e os seus custos de financiamento através de dívida (custo da dívida). Também se conclui que uma boa reputação corporativa reduz o custo da dívida e é mediadora da relação entre o *ESG Performance/Disclosure* e o custo da dívida.
ELIWA ET AL. (2021)	6018 observações entidade-ano de empresas listadas na União Europeia no período de 2005 a 2016	Existência de uma associação significativamente negativa entre custo da dívida e *ESG Performance* e *ESG Disclosures*. Analisando as dimensões individuais do *ESG*, a ambiental (E) é a que possui maior impacto no custo da dívida. Esta relação é mais óbvia em países cuja cultura empresarial prioriza os interesses dos *stakeholders* e não apenas dos *shareholders*.

BACHA ET AL. (2021)	1044 entidade-ano observações de 87 empresas presentes no Indíce *CAC All-Tradable Stock* no período de 2005 a 2016	O estudo conclui que a *Corporate Social Responsability Performance* é negativamente associada com o custo da dívida, sugerindo que credores e outras instituições financeiras compreendem os impactos do *Corporate Social Responsability Performance* no valor de mercado da entidade e na sua reputação. Adicionalmente, o estudo conclui que esta redução ao nível do custo da dívida é mais pronunciada em entidades auditada por auditores com maior qualidade (entidades *Big 4*).
LA ROSA ET AL. (2018)	1228 entidade-ano observações de entidades não financeiras listadas no *S&P Europe* 350 no período de 2005 e 2012	Existência de uma relação negativa entre *Corporate Social Performance* e a taxa de juro associada aos financiamentos externos. Logo, CSP possui um efeito positivo na redução do custo da dívida. Adicionalmente, conclui-se que entidades com uma melhor Corporate Social Performance são mais atrativas para os detentores de capital em termos verba disponível para empréstimo.
MAGNANELLI E IZZO (2016)	1641 observações entidade-ano de 332 entidades, cobrindo um período entre 2005 e 2009. Amostra inicial retirada do *Dow Jones Sustainability Indexes*	Existência de uma relação positiva entre *Corporate Social Performance (CSP)* e o custo da dívida, sugerindo que as diferentes entidades financeiras não interpretam elevados níveis de Corporate Social Performance como um fator redutor de risco.

Fonte: Elaboração Própria.

(Esta página foi deixada em branco propositadamente)

4. QUADROS TEÓRICOS E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

Este estudo utiliza diversas teorias para desenvolver um modelo da relação entre ESG e custo da dívida. São elas a Teoria da Agência, a Teoria da Legitimidade e a *Pecking Order Theory.*

A *Pecking Order Theory*, também conhecida como Teoria da Hierarquização das Escolhas, corresponde a uma teoria construída na base da existência de assimetria de informação entre gestores (entidade) e investidores externos (mercado de capitais). Segundo Myers e Majluf (1984), esta teoria procura prever o comportamento de financiamento de uma entidade, assentando em dois pressupostos: os gestores da empresa estão em vantagem, no que concerne à informação que dispõem acerca da sua organização, quando comparado com os investidores externos; e os gestores da entidade agem de acordo com os interesses dos seus *shareholders*. Com base no exposto, os autores preveem que a empresa, aquando da sua estratégia de financiamento, segue uma ordem hierárquica de fontes de financiamento. Desta forma, serão sempre privilegiados fundos gerados internamente, apenas se recorrendo a dívida quando os recursos internos se verifiquem insuficientes para financiar as atividades da entidade.

A Teoria da Agência baseia-se na relação entre duas partes: o principal e o agente. De acordo com esta teoria, os credores (principal) confiam o seu capital a uma entidade (agente) com a expectativa de receber o montante emprestado de volta, juntamente com uma parcela de juros que compense o risco associado a este empréstimo de capitais (Jensen e Meckling, 1976). Torna-se evidente que, neste processo, os gestores das entidades têm acesso a um leque mais variado de informações acerca do passado e futura *performance* da mesma quando comparados com o principal, resultando nas chamadas assimetrias de informação (Gerwanski, 2020). Tal leva a que sejam normalmente impostas pelas entidades externas *covenants* ou outras restrições contratuais, que acabam por originar maiores custos de agência e, consequentemente, maiores custos da dívida (Guidara e Khlif, 2014). Assim, pode-se afirmar que os detentores de capital valorizam a transparência da informação, penalizando a opacidade da mesma, refletindo isso ao nível do custo da dívida a que uma entidade está sujeita (Raimo et al., 2021). De facto, uma maior divulgação de informação irá permitir às entidades reduzirem os custos de agência e assimetria de informação e, por consequência, terão impacto na redução dos níveis de custo da dívida. Estas divulgações, nas quais podem ser integradas as divulgações ESG, podem constituir uma ferramenta de comunicação de informações que não estão incluídas nas divulgações financeiras da entidade (Raimo et al., 2021).

A Teoria da Legitimidade é baseada num contrato social informal estabelecido entre as empresas e a comunidade em que estão inseridas, traduzindo-se no cumprimento, não apenas das expectativas dos investidores e acionistas, mas também sociais e dos demais *stakeholders* (De Villiers e Marques, 2016). Segundo os mesmos autores, os relatórios de divulgação de informação não financeira são

utilizados para comunicar em conformidade com as normas sociais. Utilizando esta teoria, pode argumentar-se que empresas que implementem práticas ESG conseguem ter um bom desempenho e construir uma "boa imagem" aos olhos da comunidade (Darnoso et al., 2024). O mesmo autor afirma que as entidades estão cada vez mais conscientes de que a sua conexão com as comunidades em que operam pode influenciar os seus negócios, enfatizando a obrigação que as empresas têm com o seu ambiente social e em agir de acordo com os princípios da justiça. Deste modo, pode ainda evidenciar-se que, as divulgações não financeiras de uma entidade, ao serem amplamente divulgadas e conhecidas por partes interessadas, têm o potencial de aumentar substancialmente o desempenho financeiro (Darnoso et al., 2024).

As Teorias da Legitimidade e da Agência indicam que as práticas ESG irão fornecer informações não financeiras acerca das operações comerciais de uma organização, podendo ser usadas por partes externas, tanto público em geral como credores, para avaliar os riscos da empresa. Boas práticas ESG levarão a opiniões exteriores que percecionam a entidade como tendo menos riscos, reduzindo assim o custo da dívida a que a mesma está sujeita (Darnoso et al., 2024). Tal relação vai de acordo com investigações anteriores que concluíram a existência de uma relação negativa entre práticas ESG e o custo da dívida da entidade. Com base no exposto e nos resultados de estudos passados já anteriormente mencionados nesta dissertação, podemos propor a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 1: *O desempenho ESG está associado negativamente com o custo da dívida.*

A complexidade organizacional reflete o grau em que a estrutura, as operações e o governo das sociedades de uma entidade estão interligadas, envolvendo múltiplos segmentos de negócio, dispersão geográfica e vários níveis hierárquicos. As empresas com maior complexidade organizacional enfrentam desafios acrescidos de coordenação e controlo, o que tem implicações para as suas relações com os fornecedores de capital externo, incluindo os credores. Teoricamente, é expectável que maior complexidade organizativa possa aumentar o custo da dívida das empresas. Primeiro, de acordo com Jensen e Meckling (1976) estruturas organizacionais complexas agravam as assimetrias de informação entre gestores e detentores de dívida, ao dificultar a monitorização das ações de gestão e a avaliação do perfil de risco da empresa. Quanto mais complexas forem as atividades e os processos de relato interno, mais elevados serão os custos de processamento de informação, maior será o potencial de discricionariedade e de comportamento oportunístico dos gestores, o que leva os credores a exigir prémios de risco mais elevados. Segundo a complexidade organizativa, uma vez que aumenta os custos de processamento de informação (Cohen e Lou, 2012), tende-se a observar uma redução da transparência e a interpretação da informação financeira e não financeira. Quando as empresas operam em múltiplos segmentos, subsidiárias ou jurisdições, a informação empresarial torna-se

menos comparável, mais difícil de interpretar, sendo mais opaca (Bushman et al., 2004). Os credores perante a incerteza quanto à estabilidade dos fluxos de caixa e à exposição ao risco, exigem taxas de juro mais elevadas sobre os instrumentos de dívida. Finalmente, estruturas organizacionais mais complexas requerem sistemas de coordenação e controlo mais sofisticados, o que aumenta o potencial de ineficiência e de fricções internas (Williamson, 1985), podendo enfraquecer a fiabilidade do desempenho e sinalizar aos financiadores um maior risco de incumprimento. Por conseguinte, com base nestes argumentos teóricos é expectável que a complexidade organizativa esteja associada a custos de dívida mais elevados, dado que os credores incorporam nos seus preços o aumento do risco e das dificuldades de monitorização decorrente da complexidade.

Hipótese 2: *A complexidade organizacional está associada positivamente com o custo da dívida.*

Um conjunto vasto de estudos sugere que níveis elevados de desempenho ESG tende a estar associado a custos de dívida mais baixos. Empresas que apresentam práticas robustas de ESG transmitem aos credores sinais de menor risco operacional, reputacional e regulatório, melhoram a transparência e fortalecem a relação com os *stakeholders*, o que se traduz em acesso mais facilitado ao financiamento e em condições mais favoráveis (El Ghoul et al., 2011; Chava, 2014; Goss e Roberts, 2011). A intensidade desta relação negativa entre ESG e o custo da dívida pode variar entre empresas. A complexidade organizativa altera o ambiente informacional, de monitorização e de implementação das práticas ESG. Por um lado, empresas mais complexas apresentam maior opacidade e maior dificuldade para os credores avaliarem os riscos associados a diferentes unidades de negócio. Neste contexto, um desempenho ESG elevado funciona com um sinal mais forte de gestão eficaz de riscos e governação. Isto reduz significativamente a incerteza dos credores, traduzindo-se numa maior redução do custo da dívida do que ocorreria empresas com menor complexidade organizativa (Jensen e Meckling, 1976; Cheng et al., 2014). Por outro lado, a complexidade organizativa aumenta os custos de coordenação interna e a probabilidade de choques idiossincráticos. Assim, os credores atribuem maior valor a mecanismos de controlo e governação eficazes que são sinalizados por práticas de ESG robustas, especialmente quando auditadas por terceiros ou comunicadas de forma transparente. (Bushman et al., 2004; Goss e Roberts, 2011).

Todavia, este efeito moderador é condicionado pela credibilidade e granularidade das divulgações ESG. Se as informações ESG forem agregadas ou percecionadas como simbólicas (*greenwashing*), o efeito da complexidade poderá ser atenuado, reduzindo o impacto positivo do ESG sobre a redução do custo da dívida (Marquis et al. 2016).

Hipótese 3: *A relação entre o custo da dívida e o desempenho ESG é moderada pelo nível de complexidade da empresa.*

(Esta página foi deixada em branco propositadamente)

5. DESENHO DA INVESTIGAÇÃO

5.1. AMOSTRA

Este estudo adota uma abordagem quantitativa, combinando dados financeiros e não financeiros divulgados pelas diferentes entidades que constam na amostra selecionada, para analisar a relação entre o nível de desempenho ESG e o custo da dívida, bem como o efeito moderador da complexidade organizacional nesta relação. A amostra compreende as empresas presentes no índice *STOXX 600 Europe*, no período de 2012 a 2021, escolhido por abranger os principais avanços na divulgação de informação não financeira na Europa, permitindo capturar o efeito de acontecimentos como a implementação da NFRD e a consolidação de normas como a Taxonomia da UE e a regulações de *Sustainable Finance (SFDR)*.

A amostra inicial era constituída por 600 empresas (6 000 observações entidade-ano). Excluíram-se 18 empresas por terem sido constituídas após 2012, 109 instituições financeiras e de seguros[18] e 169 entidades que não apresentavam informação disponível na *Eikon database*, obtendo-se uma amostra final balanceada de 304 empresas (3 040 observações entidade-ano), conforme apresentado no Painel A da Tabela 5.1.1.

No que diz respeito à distribuição da amostra pelos setores de atividade, evidenciada no Painel B da Tabela 5.1.1., foram agrupadas as empresas tendo em conta o seu Código SIC (*Standard Industrial Classification).* Dada a exclusão do grupo (6) Finanças, Seguros e Imobiliário, resultam quatro grupos: (1/2/3) Indústrias extrativas, construção e transformação, com 188 empresas, (4) Transportes e serviços públicos (*utilities*), com 51 entidades, (5) Comércio por grosso e a retalho, com 30 empresas e (7/8) Serviços, com 35 entidades. As empresas encontram-se distribuídas por 17 países, podendo destacar-se, tendo em conta a sua representatividade na amostra, o Reino Unido (81 entidades), a França (46 entidades) e a Alemanha (38 entidades). Com menor representação, salientam-se Portugal e a Polónia, com 2 empresas cada, conforme se pode verificar no Painel C da Tabela 5.1.1.

[18] Foram desconsideradas do estudo as instituições financeiras e seguradoras por apresentarem modelos de negócio, estruturas de balanço e requisitos regulatórios específicos que as tornam menos comparáveis com as demais entidades.

TABELA 5.1.1. – *Seleção e caracterização da amostra.*

	N.º de Empresas	***Observações empresa/ano***	***%***
Painel A - Critérios de seleção da amostra			
Empresas incluídas no STOXX 600 Europe	600	6 000	100
Empresas constituídas após o ano de 2012	-18	-180	3,00
Empresas financeiras e de seguros	-109	-1 090	18,17
Empresas sem informação na Eikon database	-169	-1 690	28,17
Amostra final	***304***	***3 040***	***50,67***
Painel B - Distribuição da amostra pelos setores de atividade (SIC Codes)			
SIC Code 1 - Extração mineira e Construção	8	80	2,63
SIC Code 2/3 - Transformação	180	1 800	59,21
SIC Code 4 - Transportes e Utilities	51	510	16,78
SIC Code 5 - Comércio a retalho e por grosso	30	300	9,87
SIC Code 7/8 - Serviços	35	350	11,51
Amostra final	***304***	***3 040***	***100,00***
Painel C - Distribuição da amostra pelos países			
Áustria	5	50	1,64
Bélgica	6	60	1,97
Dinamarca	13	130	4,28
Finlândia	10	100	3,29
França	46	460	15,13
Alemanha	38	380	12,50
Irlanda	9	90	2,96
Itália	9	90	2,96
Luxemburgo	4	40	1,32
Holanda	14	140	4,61
Noruega	6	60	1,97
Polónia	2	20	0,66
Portugal	2	20	0,66
Espanha	13	130	4,28
Suécia	24	240	7,89
Suiça	22	220	7,24
Reino Unido	81	810	26,64
Amostra final	***304***	***3 040***	***100,00***

Fonte: Elaboração Própria.

5.2. MODELO ECONOMÉTRICO

Para testar as hipóteses previamente formuladas, e à luz da revisão da literatura, foi especificado um modelo econométrico de relação linear para analisar as relações propostas no conjunto de empresas

europeias. Este modelo será utilizado para testar as diferentes hipóteses definidas através da análise do nível de significância associado aos diferentes β.

Deste modo, foi formulado o seguinte modelo:

$$CD = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 COMPLEX + \beta_n Variáveis\ de\ Controlo + \mu$$

Para suportar a primeira hipótese (H1), β_1 deverá ser negativo e estatisticamente significativo, o que implica rejeitar a hipótese nula de ausência de associação ($\beta_1 = 0$) e concluir que um maior desempenho ESG se relaciona com um menor custo da dívida. Para a segunda hipótese (H2) proposta, testa-se se β_2 é estatisticamente diferente de zero ($\beta_2 \neq 0$). Esta hipótese é suportada se β_2 for positivo e estatisticamente significativo, o que implica rejeitar a hipótese nula de ausência de associação ($\beta_2 = 0$) e concluir que uma maior complexidade organizativa se relaciona com um maior custo da dívida.

Por fim, por forma a testar a terceira hipótese (H3), e analisar se a complexidade organizacional modera a relação entre o custo da dívida e o desempenho ESG, iremos partir de uma abordagem de "subamostras". Isto é, partindo e utilizando o mesmo modelo econométrico que para as hipóteses anteriores, iremos dividir a nossa amostra em subgrupos tendo em conta uma variável moderadora. De seguida, será corrido o modelo para os diferentes subgrupos e analisados os resultados de cada um deles, permitindo assim averiguar se os comportamentos das diferentes variáveis diferem entre esses subgrupos, indicando moderação. Deste modo, não serão efetuadas quaisquer alterações ao modelo para realização do teste a esta hipótese, tratando-se apenas de uma alteração ao nível da amostra utilizada. Neste caso, a variável moderadora será a complexidade organizacional (COMPLEX), pelo que será dividida a amostra em empresas com baixa complexidade organizacional (empresas com um número de segmentos inferior ao valor médio) e empresas com alta complexidade organizacional (empresas com um número de segmentos superior ao valor médio). Resumidamente, a hipótese será validada caso os resultados obtidos para o modelo sejam diferentes nestes dois subgrupos definidos e essa diferença seja estatisticamente significativa.

5.3. VARIÁVEIS

5.3.1. VARIÁVEL DEPENDENTE

No que respeita à variável dependente do estudo, o custo da dívida pode ser definido como os custos do financiamento através de capitais alheios quando uma entidade decide contrair um empréstimo bancário (Clayman et al., 2012), podendo também ser definido como a rendibilidade esperada exigida pelos detentores de capital (Baule, 2018). Este pode ser quantificado pelo rácio entre a despesa total

com juros e o total de dívida, assumindo um valor entre 0 e 1. A despesa total de juros inclui a soma das despesas com juros de empréstimos de curto e de longo prazo, enquanto o total de dívida corresponde ao somatório da totalidade dos montantes emprestados a curto e longo prazo. É utilizado o custo da dívida antes de impostos, na medida em que este é aquele que reflete, em teoria, a taxa de juros real cobrada pelos credores.

5.3.2. VARIÁVEIS INDEPENDENTES

No que concerne às variáveis independentes utilizadas no estudo, o ESG pode ser quantificado com recurso às pontuações ESG. Estas permitem, combinando as diferentes dimensões num único *score* e com recurso a uma escala de 0 a 100, aferir a *performance* de cada uma das dimensões individuais que compõem o *ESG*: a ambiental (*ESG_EN*), a social (*ESG_SO*) e a governação (*ESG_GO*). Assim, as duas métricas a utilizar são o *ESG Score* (*ESG_S*), que corresponde à *proxy* mais simplificada, e o *ESG Combined Score* (*ESG_CS*), que corresponde ao ESG_S ajustado pelo valor do *Controversies Score*. Este não é mais do que os efeitos controversos e outros eventos negativos associados ao *ESG* que são refletidos nos meios de comunicação a nível global (Chen e Xie, 2022). Deste modo, quando não existem controvérsias reportadas, o ESG_CS e o ESG_S irão apresentar os mesmos valores, significando que as entidades em questão não se envolveram em quaisquer controvérsias relacionadas com o *ESG*.

A outra variável independente utilizada no estudo é a complexidade organizativa, que pode ser representada através do número de segmentos em que cada empresa opera. De acordo com Huynh e Phan (2023), a complexidade da estrutura empresarial aumenta à medida que se adicionam subsidiárias a diferentes níveis hierárquicos. Läger et al. (2021) analisou a relação entre a divulgação de informação não financeira e a complexidade organizacional, tendo concluído que os maiores níveis de divulgação deste tipo de informação são verificados em entidades com uma estrutura mais complexa.

5.3.3. VARIÁVEIS DE CONTROLO

No que concerne às variáveis de controlo, foram incluídas no estudo, tendo por base a literatura analisada, um conjunto de variáveis, presentes na Tabela 5.3.3.1, que visam, essencialmente, garantir a robustez estatística do modelo e a credibilidade dos resultados obtidos, bem como possibilitar uma leitura mais rigorosa e fidedigna dos mesmos.

A dimensão da entidade (*Lnsize*) pode ser calculada através do logaritmo natural do total de ativos de cada entidade. É esperado que esta variável mantenha uma relação positiva com o ESG, na medida em que quanto maior for a dimensão da organização, maior será a probabilidade de estas

demonstrarem fortes preocupações com a divulgação de informações ESG (Rahman e Alsayegh, 2021; El Khoury e Nasrallah, 2023; Chung et al., 2023; Crespi e Migliavacca, 2020).

A variável *Return on Assets (ROA*), que pode ser obtida através do quociente entre o resultado antes de impostos e o total de ativos, é utilizada como um índice de rentabilidade que permite evidenciar o desempenho de uma entidade, na medida em que permite observar o quão eficiente a mesma é a utilizar os seus ativos para gerar lucro. Segundo Sharma e Panday (2020), são as entidades com maior rendibilidade aquelas que são expectáveis de apresentar níveis mais elevados de ESG e, consequentemente, apresentar uma relação positiva entre as duas variáveis. Contudo, já El Khoury e Nasrallah (2023) defende a existência de uma relação negativa entre as mesmas duas variáveis, sugerindo que entidades com melhor performance financeira podem apresentar menores níveis de divulgação de informação ESG.

A variável *Interest Coverage Ratio* (ICR), calculada a partir do quociente entre o lucro operacional de uma entidade (EBIT) e a sua despesa em juros, é utilizada como uma forma de medir a solvência de uma entidade, bem como a sua capacidade para pagar os juros da sua dívida, evidenciando assim o grau de facilidade com que a entidade faz face a esta obrigação. Espera-se, segundo Farooq e Jabbouri (2015), que esta variável mantenha uma relação negativa com o custo da dívida, na medida em que, valores mais elevados de ICR tendem a surgir associados a menores custos de financiamento através de dívida.

O nível de endividamento de uma entidade (LEV), que pode ser obtido pelo quociente entre o total das dívidas e o total dos ativos, permite apurar a quantidade de dívida utilizada por uma organização para financiar as suas atividades e operações, avaliando o seu risco financeiro e a sua estrutura de capital. Segundo Sharma e Panday (2020), verifica-se a existência de uma relação negativa entre o nível de endividamento e o ESG. Já para Rahman e Alsayegh (2021), esta relação entre as duas variáveis é positiva, na medida em que, empresas com um maior grau de alavancagem financeira, tendem a estar mais preocupadas com a divulgação de informação não financeira.

A variável acréscimos discricionários pode ser utilizada para estimar a gestão de resultados, recorrendo para tal ao Modelo de Jones (1991). Nesta perspetiva, os acréscimos podem ser decompostos em duas componentes: os acréscimos não discricionários, que refletem o desempenho económico efetivo da empresa, e os acréscimos discricionários, que traduzem variações não explicadas pela atividade operacional normal da entidade (Fernandes, 2007). Segundo Liu et al. (2025), que conduziu um estudo acerca do ESG Performance na gestão de resultados, é evidente que níveis de desempenho ESG mais elevados permitem reduzir significativamente ambos os tipos de gestão de resultados (*accrual-based* e *real earnings management*).

A variável GDP corresponde à taxa de crescimento anual do PIB real do país onde a empresa está sediada. É incluída como variável de controlo para captar as condições macroeconómicas e políticas que podem afetar simultaneamente o desempenho ESG e o custo da dívida.

TABELA 5.3.3.1. – *Variáveis de controlo.*

VARIÁVEIS DE CONTROLO			
VARIÁVEL	**DESCRIÇÃO**	**SINAL ESPERADO**	**REFERÊNCIAS**
LnSize	Logaritmo natural do valor do total de ativos	-	Rahman e Alsayegh 2021; El Khoury e Nasrallah 2023; Chung et al., 2023; Crespi e Migliavacca, 2020
ROA	Rácio entre o resultado antes de impostos e o total de ativos	**+ / -**	Sharma e Panday (2020); El Khoury e Nasrallah (2023)
ICR	Rácio entre o lucro operacional e a sua despesa em juros	-	Farooq e Jabbouri (2015)
LEV	Rácio entre o total da dívida e o total de ativos	**+ / -**	Sharma e Panday (2020); Rahman e Alsayegh (2021)
DA	Acréscimos discricionários	-	Liu et al. (2025)
GDP	Taxa de crescimento do PIB		

Fonte: Elaboração Própria.

6. RESULTADOS

6.1. ANÁLISE DESCRITIVA

A Tabela 6.1.1. mostra as estatísticas descritivas para as variáveis em estudo, para o período de 2012 a 2021. Através dela é possível concluir que, para o período em análise, as empresas europeias não financeiras apresentam, para as diferentes métricas de ESG os seguintes indicadores. Para o ESG *Score* (ESG_S), o valor mínimo registado é de 34,170 pontos e o mais elevado de 88,75 pontos, tendo as empresas europeias em média, registado uma pontuação de 67,135 pontos. Já no que diz respeito ao ESG *Combined Score* (ESG_CS), a média situa-se nos 62,711 pontos e o valor mínimo e máximo registados são de, respetivamente, 33,30 e o 85,01 pontos.

Passando para a análise das dimensões individuais do ESG, o pilar ambiental, medido pela variável ESG_EN, apresenta um valor máximo e mínimo de, respetivamente, 93,11 e 0 pontos e uma média de 66,515 pontos. A dimensão governança, representada pela variável ESG_GO, apresenta um mínimo e um máximo de, respetivamente, 22,23 e 90,54 pontos, e uma média de 61,825 pontos. Já o pilar social, medido pela variável ESG_SO, apresenta uma pontuação média de 70,845 pontos, e um valor mínimo registado de 2,16 pontos e máximo de 93,90 pontos.

O custo da dívida (CD) apresenta uma média, para a amostra de empresas europeias utilizada, de 0,034, e um máximo e um mínimo de, respetivamente, 0 e 0,088, evidenciando uma dispersão moderada (desvio padrão de 0,023). Já a variável complexidade organizativa (Complex), apurada pelo número de segmentos em que cada empresa opera, apresenta um mínimo de 8,7 e um máximo de 20,7 e, uma média que ronda os 15,865 segmentos.

No que diz respeito às variáveis de controlo, a variável dimensão da entidade (LnSize), apresenta uma dimensão média de 16,16, variando entre uma dimensão mínima de 10,538 até uma dimensão máxima de 18,483. A média do rácio de rendibilidade, representada pela variável ROA, é de 12,4%, sendo que existem entidades que apresentam um ROA negativo na ordem dos -215,2% e outras com rendibilidade máxima de 74,8%. Já a variável ICR apresenta um valor médio de 21,245 e um valor mínimo e máximo de, respetivamente, 0,049 e 125,306.

A variável que nos permite apurar o grau de alavancagem financeira de uma determinada entidade, representada no estudo como LEV, apresenta um valor médio de 0,459, o que na prática se traduz em dizer que, em média, o passivo total de uma entidade, representa 45,9% do seu ativo total. O mínimo e o máximo assumido para esta variável situam-se nos 0,010 e 2,382, respetivamente. No que concerne aos Acréscimos Discricionários, estes em média, apresentam um valor de 0,566, tendo um valor mínimo de 0,031 e um valor máximo de 1,862. Por último, a variável GDP, que representa a taxa de crescimento do PIB, permite evidenciar que, em média, os países europeus contemplados

nesta amostra, apresentam um crescimento do PIB de cerca de 1,384% e um crescimento máximo de 25,176% e uma diminuição máxima de -10,823%.

É de destacar que os níveis de dispersão e a presença de *outliers* foram controlados através de uma *winsorização* nos percentis 5 e 95, o que contribuiu para minimizar valores extremos. Além disso, um indicativo de baixa dispersão é o facto de o desvio padrão ser inferior à média em praticamente todas as variáveis analisadas.

TABELA 6.1.1. – *Estatísticas Descritivas.*

	N	***Mínimo***	***Máximo***	***Média***	***Desvio padrão***
ESG_S	3 040	34,170	88,750	67,135	15,210
ESG_CS	3 040	33,300	85,010	62,711	14,765
ESG_EN	3 040	0,000	93,110	66,515	20,333
ESG_GO	3 040	22,230	90,540	61,825	19,974
ESG_SO	3 040	2,160	93,900	70,845	18,436
CD	3 040	0,000	0,088	0,034	0,023
Complex	3 040	8,702	20,705	15,865	2,083
LnSize	3 040	10,538	18,483	16,160	1,272
ROA	3 040	-2,152	0,748	0,124	0,205
ICR	3 040	0,049	125,306	21,245	30,817
LEV	3 040	0,010	2,382	0,459	0,599
DA	3 040	0,031	1,862	0,566	0,502
GDP	3 040	-10,823	25,176	1,384	3,399

As variáveis contínuas estão winsorizadas ao percentil 5 e 95.

Fonte: Elaboração Própria.

6.2. ANÁLISE BIVARIADA

Da análise da Tabela 6.2.1., é possível concluir que todas as variáveis possuem uma baixa correlação. Todos os coeficientes associados às mesmas são inferiores a 0,800, com exceção para as variáveis ESG_EN (0,805) e ESG_SO (0,870), pelo que podemos afirmar que a multicolineriedade é mínima. Recorrendo à Tabela 6.3.1., como todos os valores de VIF são inferiores a 2,180, podemos afirmar que não existem problemas de multicolinearidade.

As diferentes métricas ESG, correlacionam-se negativa e significativamente com o custo da dívida (CD), com exceção da dimensão governação que apresenta uma correlação positiva ainda que não significativa. Tal pode indicar que empresas com uma maior métrica ESG (ESG_S, ESG_CS, ESG_EN ou ESG_SO) são propensas a apresentar menores valores de custo da dívida. Ainda através da análise da tabela, é possível verificar que as diferentes métricas ESG se correlacionam positiva e significativamente com a variável complexidade organizativa (Complex), o que pode indicar que entidades mais complexas tende a apresentar maiores níveis de desempenho ESG.

TABELA 6.2.1. *– Correlações.*

		(1)		(2)		(3)		(4)		(5)		(6)		(7)		(8)		(9)		(10)		(11)		(12)		(13)
(1)	ESG_S	1,000																								
(2)	ESG_CS	0,783	**	1,000																						
(3)	ESG_EN	0,805	**	0,626	**	1,000																				
(4)	ESG_GO	0,610	**	0,468	**	0,222	**	1,000																		
(5)	ESG_SO	0,870	**	0,688	**	0,660	**	0,302	**	1,000																
(6)	CD	-0,073	**	-0,063	**	-0,047	**	0,002		-0,121	**	1,000														
(7)	Complex	0,422	**	0,219	**	0,418	**	0,167	**	0,381	**	-0,061	**	1,000												
(8)	LnSize	0,568	**	0,269	**	0,532	**	0,277	**	0,503	**	-0,015		0,673	**	1,000										
(9)	ROA	-0,043	*	0,022		-0,067	**	-0,090	**	0,032		-0,400	**	-0,105	**	-0,248	**	1,000								
(10)	ICR	-0,200	**	-0,119	**	-0,153	**	-0,171	**	-0,135	**	-0,077	**	-0,292	**	-0,310	**	0,339	**	1,000						
(11)	LEV	0,051	**	0,073	**	-0,003		0,000		0,095	**	-0,500	**	0,120	**	-0,019		0,579	**	-0,140	**	1,000				
(12)	DA	-0,065	**	-0,048	**	-0,047	**	-0,028		-0,069	**	0,033		-0,087	**	-0,095	**	0,014		0,023		-0,020		1,000		
(13)	GDP	-0,058	**	-0,015		-0,057	**	-0,036	*	-0,048	**	-0,032		-0,046	*	-0,048	**	0,078	**	0,067	**	0,019		-0,026		1,000

** Correlação significante ao nível de significância de **0,01 level, *0,05 (bilateral). As variáveis contínuas estão winsorizadas ao percentil 5 e 95.

Fonte: Elaboração Própria.

6.3. TESTES DE HIPÓTESES

A Tabela 6.3.1. contempla os resultados da regressão linear múltipla realizada para testar as três hipóteses anteriormente definidas. Para a primeira hipótese (H1), é estudada a relação entre o desempenho ESG e o custo da dívida, na segunda hipótese (H2) avalia-se a relação entre a complexidade organizacional e o custo da dívida e, por fim, na terceira, procura-se a analisar se a complexidade organizacional modera a relação entre o desempenho ESG e o custo da dívida. Para tal, será utilizado o modelo 1, que utiliza o ESG *Score* (ESG_S) como uma métrica da performance ESG de uma entidade. O modelo inclui variáveis de controlo por ano e por setor, e os pressupostos de normalidade foram verificados ($n > 30$).

Iniciando a análise dos resultados do modelo 1, presentes na Tabela 6.3.1., é possível afirmar, tendo por base a Estatística F, que o modelo é estatisticamente significativo ($F = 195{,}964$; $p - value < 0{,}001$) para explicar a relação entre o custo da dívida e as variáveis independentes e de controlo. É evidente ainda o poder explicativo deste modelo, através da análise do coeficiente de determinação ajustado (R^2), situando-se este em 33,9%, evidenciando o poder explicativo que as variáveis independentes e de controlo possuem no custo da dívida.

Com base nos resultados obtidos, é possível afirmar que as métricas ESG, através do ESG *Score* (ESG_S), estão negativamente associadas ao custo da dívida (CD), permitindo a validação da primeira hipótese (H1) em estudo ($\beta_1 = -26{,}470$; $p - value < 0{,}05$). Estes resultados vão em linha com o previsto e permitem corroborar as recentes descobertas acerca do efeito das medidas ESG no custo da dívida. À semelhança dos resultados obtidos neste estudo para entidades europeias, também Eliwa et al. (2021) validou as mesmas conclusões para 15 entidades da União Europeia, Darnoso et al. (2015) para entidades listadas na Bolsa de valores da Indonésia, Arora e Sharma (2022) para entidades sediadas na Índia e Raimo et al. (2021) e Maaloul et al. (2021) para uma amostra de entidades de todo o mundo.

No que diz respeito ao estudo da segunda hipótese, é possível verificar que a variável complexidade organizativa (COMPLEX) apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo com o custo da dívida ($\beta_2 = 0{,}388$; $p - value < 0{,}001$). Deste modo, podemos afirmar que a complexidade está positivamente associada com o custo da dívida, o que significa que entidades que apresentem maiores níveis de complexidade organizacional serão expectáveis de apresentar níveis mais elevados de custo da dívida. Estes resultados são consistentes com a literatura anterior que sugere que níveis mais elevados de complexidade organizativa são proporcionais a custos de dívida mais elevados (Jensen e Meckling, 1976; Bushman et al., 2004; Williamson, 1985).

No que diz respeito às variáveis de controlo, os resultados apresentados no primeiro modelo indicam que a variável custo da dívida não está associada com a variável acréscimos discricionários

(DA) ($p - value > 0{,}001$), mas está positivamente associada, com um coeficiente positivo e estatisticamente significativo ($p - value < 0{,}001$) com as variáveis LnSize e ROA, evidenciando que quanto maior for a rendibilidade ou a dimensão da entidade, mais elevado sará o custo da dívida. Já no que concerne às variáveis ICR, LEV e GDP, é possível verificar que estão negativamente associadas, com um coeficiente negativo e estatisticamente significativo ($p - value < 0{,}001; 0{,}05$), com a variável custo da dívida, evidenciando, por exemplo, que quanto maior o nível de endividamento da entidade, menor será o custo da dívida.

TABELA 6.3.1. – *Resultados do modelo de regressão linear múltipla – Hipótese 1 e 2.*

	Custo da Dívida									
	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5	
Constante	-42,000	***	13,385	***	-71,369	***	-0,005		-51,013	***
ESG_S	-26,470	††								
ESG_CS			-15,816	††						
ESG_ENV					-34,029	**				
ESG_GOV							-5,187			
ESG_SOC									-50,320	***
Complex	0,388	***	0,327	**	1,078	***	-0,490	**	0,482	**
LnSize	6,462	***	2,783	***	7,585	***	4,426	***	7,153	***
ROA	10,531	***	8,007	***	11,190	***	1,907		15,225	***
ICR	-0,037	***	-0,035	***	-0,017		-0,069	***	-0,018	
LEV	-1,461	***	-0,377		-3,215	***	-0,567		-1,104	
DA	-0,306		-0,601		0,213		-0,153		-0,683	
GDP	-0,162	**	-0,027		-0,214	**	-0,115		-0,191	**
Efeitos fixos sector de atividade	Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos	
Efeitos fixos ano	Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos	
Ajustamento do modelo:										
Observações	3 040		3 040		3 040		3 040		3 040	
R^2	0,341		0,087		0,299		0,087		0,286	
R^2 Ajustado	0,339		0,085		0,297		0,084		0,284	
Estatística F	195,964	***	36,153	***	161,517	***	35,978	***	151,452	***
Estatística Durbin-Watson	0,464		0,761		0,396		0,572		0,489	
VIF	<2,180		<2,180		<2,180		<2,180		<2,180	

Estatisticamente significativas a ***0,01, **0,05 e *0,1 (bilateral) †††0,01, ††0,05 e †0,1 (unilateral). As variáveis contínuas estão winsorizadas ao percentil 5 e 95. Erros padrão são ajustados de heterocedasticidade e clusterizados ao nível da empresa.

Fonte: Elaboração Própria.

Para analisar a hipótese 3 (H3), foi adotada uma abordagem das subamostras. Esta divide a amostra inicial em duas subamostras (entidades com elevada complexidade organizacional e entidades com baixa complexidade organizacional), verificando-se a existência de moderação caso os resultados obtidos sejam diferentes em ambas as subamostras. Os resultados deste estudo são apresentados na Tabela 6.3.2..

Iniciando a análise pelo Painel A – Empresas com baixa complexidade organizacional, é possível, tendo por base a Estatística F, afirmar que o modelo 1 é estatisticamente significativo ($F = 62{,}803$; $p - value < 0{,}001$), evidenciando que o modelo de regressão é adequado para explicar a

hipótese em estudo. Adicionalmente, com recurso ao coeficiente de determinação ajustado (R^2), é possível analisar o poder explicativo do mesmo, apresentando este o valor de 24,6% evidenciando o poder explicativo que as variáveis independentes e de controlo possuem no custo da dívida.

Com base nos resultados, é possível verificar que a variável ESG_S não está associada à variável custo da dívida (CD) ($\beta_1 = -16{,}846$; $p - value > 0{,}001$), evidenciando que, para entidades com baixa complexidade organizacional, não se pode afirmar o anteriormente verificado de que empresas com maiores níveis de desempenho ESG são expectáveis de possuir menores níveis de custo da dívida.

Partindo para a análise do Painel B – Empresas com elevada complexidade organizacional, através da Estatística F, é possível afirmar que o modelo 1 é estatisticamente significativo ($F = 55{,}790$; $p - value < 0{,}001$), permitindo concluir que os mesmos são adequados para o estudo da hipótese em questão. Com recurso ao coeficiente de determinação ajustado (R^2), conclui-se que o poder explicativo do modelo se situa nos 22,4%.

Com base nos resultados obtidos, é possível concluir que a variável ESG_S está negativamente associada, com um coeficiente negativo e estatisticamente significativo ($\beta_1 = -44{,}323$; $p - value < 0{,}001$), com a variável custo da dívida (CD), evidenciando que, para entidades com elevada complexidade, é possível afirmar que elevados valores de desempenho ESG surgem associados a menores custos do endividamento externo.

Estes resultados permitem afirmar que a complexidade organizacional modera a relação entre o custo da dívida e o desempenho ESG, permitindo validar a hipótese 3 (H3).

TABELA 6.3.2. – *Resultados do modelo de regressão linear múltipla – Hipótese 3.*

	Custo da Dívida									
	Modelo 1		***Modelo 2***		***Modelo 3***		***Modelo 4***		***Modelo 5***	
Painel A: Empresas com baixa complexidade organizacional										
Constante	-62,163	***	-29,971	***	-94,147	***	-7,656		-81,079	***
ESG_S	-16,846									
ESG_CS			-20,948							
ESG_ENV					-10,796					
ESG_GOV							-28,756			
ESG_SOC									-26,552	
Complex	0,657	*	0,610	*	1,110	**	-0,253		1,141	***
LnSize	7,455	***	5,307	***	8,928	***	4,771	***	8,366	***
ROA	10,782	***	8,713	***	13,508	***	-2,277		15,551	***
ICR	-0,028	**	-0,022	*	-0,006		-0,066	***	-0,003	
LEV	-1,095		-0,882		-3,752	***	-0,196		0,257	
DA	0,014		-0,165		0,677		0,113		-0,624	
GDP	-0,274	***	-0,273	***	-0,391	***	-0,168		-0,306	**
Efeitos fixos sector de atividade	Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos	
Efeitos fixos ano	Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos	

Ajustamento do modelo:

Observações	1 520		1 520		1 520		1 520		1 520	
R^2	0,250		0,139		0,185		0,090		0,220	
R^2 Ajustado	0,246		0,135		0,181		0,085		0,216	
Estatística F	62,803	***	30,567	***	42,959	***	18,614	***	53,193	***
Estatística Durbin-Watson	0,460		0,586		0,391		0,620		0,454	
VIF	<1,864		<1,864		<1,864		<1,864		<1,864	
Painel B: Empresas com alta complexidade organizacional										
Constante	-12,714	**	69,085	***	-34,813	***	5,637		-8,363	
ESG_S	-44,323	†††								
ESG_CS			-9,875	††						
ESG_ENV					-86,180	†††				
ESG_GOV							45,623			
ESG_SOC									-93,860	†††
Complex	0,337	***	0,787	**	0,411		0,898	**	0,652	**
LnSize	5,552	***	0,644	*	6,281	***	4,374	***	5,958	***
ROA	9,524	***	5,492	*	5,453	*	11,243	**	14,003	***
ICR	-0,036	**	-0,016		-0,046	**	-0,030		-0,029	
LEV	-2,133		-0,344		-2,998	***	-1,694		-2,945	***
DA	-0,441		-0,740		-0,184		-0,326		-0,292	
GDP	-0,038		0,228		0,013		-0,110		-0,063	
Efeitos fixos sector de atividade	Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos	
Efeitos fixos ano	Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos		Incluídos	
Ajustamento do modelo:										
Observações	1 520		1 520		1 520		1 520		1 520	
R^2	0,228		0,013		0,218		0,051		0,183	
R^2 Ajustado	0,224		0,008		0,214		0,046		0,179	
Estatística F	55,790	***	2,501	***	52,791	***	10,073	***	42,348	***
Estatística Durbin-Watson	0,478		1,034		0,426		0,532		0,548	
VIF	<3,023		<3,023		<3,023		<3,023		<3,023	

Estatisticamente significativas a ***0,01, **0,05 e *0,1 (bilateral) †††0,01, ††0,05 e †0,1 (unilateral). As variáveis contínuas estão winsorizadas ao percentil 5 e 95. Erros padrão são ajustados de heterocedasticidade e clusterizados ao nível da empresa.

Fonte: Elaboração Própria.

6.4. ANÁLISES ADICIONAIS

Para melhor analisar os resultados obtidos anteriormente, iremos aplicar ao mesmo modelo, a variável ESG *Combined Score* e, numa fase seguinte, aplicá-lo a cada um dos pilares ESG individualmente (ambiental, social e governança). Os resultados obtidos para esta nova fase do estudo são os apresentados nas Tabelas 6.3.1 (Hipóteses 1 e 2) e 6.3.2 (Hipótese 3) para os modelos 2 (ESG *Combined Score* - ESG_CS), modelo 3 (Ambiental - ESG_ENV), modelo 4 (Governança - ESG_GOV) e modelo 5 (Social - ESG_SOC).

Iniciando com a análise dos resultados associados à variável ESG *Combined Score* – Modelo 2, variável que apenas difere do ESG Score por introduzir a vertente do ESG *Controversies*, para as hipóteses 1 e 2, é possível afirmar, tendo por base a Estatística F, que o modelo é estatisticamente

significativo ($F = 36{,}153$; $p - value < 0{,}001$) para explicar a relação entre o custo da dívida e as variáveis independentes e de controlo, possuindo um poder explicativo de 8,5% ($R^2 = 0{,}085$).

A Tabela 6.3.1. permite concluir que os resultados anteriormente apresentados para as relações entre o custo da dívida e as variáveis independente ESG *Score* e complexidade organizacional, se mantém para a variável dependente ESG *Combined Score*. Deste modo, pode destacar-se a associação negativa, marcada pelo coeficiente negativo e estatisticamente significativo ($\beta_1 = -15{,}816$; $p - value < 0{,}001$) entre o ESG_CS e o CD. Igualmente, a associação positiva, marcada pelo coeficiente positivo e estatisticamente significativo ($\beta_2 = 0{,}327$; $p - value < 0{,}05$) entre a complexidade organizacional (COMPLEX) e o custo da dívida. Para a hipótese 3, quando se procurou analisar se a complexidade modera a relação entre o ESG_CS e o CD, é possível verificar, pela Tabela 6.3.2., que os resultados verificados para o ESG_S permanecem válidos. Deste modo, continua a verificar-se que a complexidade modera a relação entre as duas variáveis, sendo a associação negativa significativo ($\beta_1 = -9{,}875$; $p - value < 0{,}05$) entre as mesmas especialmente sentida em entidades que apresentam elevada complexidade organizacional. Em suma, no que concerne à análise das hipóteses em estudo à luz da variável depende ESG *Combined Score*, é possível verificar que todas as conclusões anteriormente apuradas para o ESG *Score* se mantém para esta nova variável independente.

Numa última fase da investigação, foi corrido o modelo de regressão para cada um dos três pilares ESG, estando os resultados obtidos evidenciados nos modelos 3, 4 e 5 de ambas as Tabelas. Partindo para a análise dos resultados da Tabela 6.3.1. no âmbito da hipótese 1 (H1) e hipótese 2 (H2), é possível verificar que as três dimensões das métricas ESG impactam negativamente o custo da dívida ($\beta_{ENV} = -34{,}029; \beta_{GOV} = -5{,}187;\ \beta_{SOC} = -50{,}320$), mas que apenas a ambiental e social o fazem de forma estatisticamente significativa ($p - value < 0{,}001; 0{,}05$). Tal significa que o contributo de todas as dimensões permite diminuir os valores associados ao custo da dívida, mas apenas o das dimensões ambiental e social é significativo. Já no que respeita à hipótese 2 (H2), é evidente o impacto positivo da complexidade organizativa no custo da dívida quando consideradas as dimensões ambiental e social, enquanto na dimensão governança o impacto se revela negativo ($\beta_{ENV} = 1{,}078; \beta_{GOV} = -0{,}490;\ \beta_{SOC} = 0{,}482$). Todas as dimensões estabelecem esta relação de forma estatisticamente significativa ($p - value < 0{,}001; 0{,}05$). Todos os três modelos são significativos para explicar a relação entre o custo da dívida e as variáveis independentes e de controlo ($F_{ENV} = 161{,}517; F_{GOV} = 35{,}978;\ F_{SOC} = 151{,}452$ *e* $p - value < 0{,}001$), bem como apresentam um bom poder explicativo do custo da dívida ($R^2 ajustado_{ENV} = 29{,}7\%;\ R^2 ajustado_{GOV} = 8{,}4\%$ *e* $R^2 ajustado_{SOC} = 28{,}4\%$).

Deste modo, podemos concluir que as ilações obtidas para as hipóteses 1 e 2 com o custo da dívida se mantém válidas paras as dimensões individuais do ESG com exceção da Governança (ESG_GO). Esta variável, no que diz respeito ao custo da dívida, não estabelece uma relação

estatisticamente significativa ($p - value > 0{,}001$) e, no que concerne à complexidade organizativa, apesar de estabelecer uma relação estatisticamente significativa ($p - value < 0{,}001$), fá-lo com sentido negativo ($\beta_{2\,GOV} = -0{,}490$) , o oposto do verificado para as restantes dimensões.

Passando para a análise dos resultados presentes na Tabela 6.3.2., no âmbito da hipótese 3 (H3), iniciando a análise pelo Painel A – empresas com baixa complexidade organizacional, é possível verificar que as três dimensões das métricas ESG impactam negativamente o custo da dívida ($\beta_{ENV} = -10{,}796; \beta_{GOV} = -28{,}756;\ \beta_{SOC} = -26{,}552$), mas que nenhuma delas o faz de forma estatisticamente significativa ($p - value > 0{,}001$). Os três modelos revelam-se significativos para explicar a relação entre o custo da dívida e as variáveis independentes e de controlo ($F_{ENV} = 42{,}959; F_{GOV} = 18{,}614;\ F_{SOC} = 53{,}193\ e\ p - value < 0{,}001$), bem como apresentam um bom poder explicativo do custo da dívida ($R^2 ajustado_{ENV} = 18{,}1\%;\ R^2 ajustado_{GOV} = 8{,}5\%\ e\ R^2 ajustado_{SOC} = 21{,}6\%$). Passando para a análise do Painel B – empresas com alta complexidade organizacional, é possível verificar que as dimensões ambientais e sociais impactam negativamente o custo da dívida e o contributo da dimensão governança é positivo ($\beta_{ENV} = -86{,}180; \beta_{GOV} = 45{,}623;\ \beta_{SOC} = -93{,}860$). Contudo, apenas as dimensões ambiental e social exercem o seu contributo de forma estatisticamente significativa ($p - value < 0{,}001$). Tal significa que as dimensões que mais contribuem para que maiores níveis de desempenho ESG origem reduções ao nível do custo da dívida em entidades com maior complexidade organizacional, são as dimensões ambiental e social. Os três modelos revelam-se significativos para explicar a relação entre o custo da dívida e as variáveis independentes e de controlo ($F_{ENV} = 52{,}791; F_{GOV} = 10{,}073;\ F_{SOC} = 42{,}348\ e\ p - value < 0{,}001$), bem como apresentam um bom poder explicativo do custo da dívida ($R^2 ajustado_{ENV} = 21{,}4\%;\ R^2 ajustado_{GOV} = 4{,}6\%\ e\ R^2 ajustado_{SOC} = 17{,}9\%$).

Estes resultados permitem validar o resultado já anteriormente alcançado de que a relação entre o desempenho ESG e o custo da dívida é moderada pela complexidade organizacional. Contudo, estas análises permitem apurar que, nas empresas com elevada complexidade organizacional, o seu efeito moderador é mais sentido nas dimensões ambiental e social. Em entidades de baixa complexidade organizacional, esta relação revela-se fraca ou não significativa. É ainda possível destacar que para o pilar governação, não existe evidência robusta da sua associação ao custo da dívida em nenhum dos painéis, evidenciando que o resultado agregado do impacto do desempenho ESG no custo da dívida surge das dimensões ambiental e social, e manifesta-se sobretudo quando a empresa é mais complexa a nível organizacional. Estes resultados permitem corroborar as conclusões já atingidas por Eliwa et al. (2021) que, aquando do estudo do impacto do ESG *Performance*/*Disclosures* no Custo da Dívida, não só apura que esta associação é significativamente negativa, como apura que, quando olhando individualmente para cada uma das dimensões do ESG, que o pilar ambiental (E) é aquele que possui maior impacto ao nível do custo da dívida.

(Esta página foi deixada em branco propositadamente)

7. CONCLUSÕES E LIMITAÇÕES

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre a *performance* de ESG e a complexidade organizacional com o custo da dívida, das empresas europeias não financeiras listadas no *Stoxx 600 Index*, no período de 2012 a 2021. Para além disso, foi analisado o efeito moderador da complexidade organizacional na relação entre a *performance* de ESG e o custo da dívida. Os dados utilizados para este estudo foram retirados da *Eikon database* e resultaram numa amostra final de 304 entidades e 3040 observações entidade-ano.

De acordo com os resultados obtidos, foi possível concluir que o ESG *Score* possuiu um impacto negativo e significativo no custo da dívida, significando que o investimento na divulgação de informações não financeiras pode trazer benefícios às diferentes entidades, permitindo-lhes aceder a condições mais vantajosas de financiamento, marcadas por um menor custo da dívida. Estes resultados mantiveram-se quando replicado o modelo para a variável dependente ESG *Combined Score* e para as dimensões ambiental e social do ESG. Quanto à dimensão governança, não foi obtida qualquer conclusão estatisticamente significativa.

Foi também possível concluir que a complexidade organizacional se relaciona com o custo da dívida, estabelecendo com esta variável uma relação positiva e significativa. Estes resultados sugerem que, entidades com maior complexidade organizacional, que tendem a corresponder com empresas mais expostas e com maior visibilidade na sociedade, maiores custos da dívida e, consequentemente, sujeitas a uma maior pressão por parte dos *stakeholders*, se sintam mais propensas à divulgação de mais e melhores informações de cariz não financeiro, com a intenção de conseguir reduzir o seu custo da dívida. Estas conclusões permanecem válidas quando corrido o modelo para a variável ESG *Combined Score* e para as dimensões ambiental e social do ESG. Quanto à dimensão governança, esta apesar de apresentar uma relação significativamente estatística, esta é negativa, ao contrário do registado para as restantes dimensões.

Por fim, foi ainda possível concluir que a complexidade organizacional modera a relação entre o ESG *Score* e o custo da dívida, permitindo assim aferir que a relação negativa entre a métrica ESG e o custo da dívida é especialmente sentida em entidades marcadas por uma elevada complexidade a nível da sua estrutura organizacional. Estas ilações permanecem válidas quando corrido o modelo para a variável ESG *Combined Score* e para as dimensões ambiental e social do ESG. Quanto à dimensão governança, não possível obter qualquer conclusão estatisticamente significativa.

Em suma, de forma geral, foi possível concluir e generalizar que a performance ESG pode permitir que as entidades beneficiem economicamente através dos seus efeitos de redução do custo da dívida.

7.1. LIMITAÇÕES

Este estudo não está livre de limitações, podendo ser identificada a de que o mesmo se encontra vinculado às informações divulgadas pelas empresas europeias referentes ao período entre 2012 e 2021. Desta forma, também os resultados obtidos irão estar limitados ao tipo de empresas, de normas e de gestão que existe nesta região do globo.

7.2. RECOMENDAÇÕES / INVESTIGAÇÕES FUTURAS

As divulgações ESG são um tema que se encontra continuamente em desenvolvimento e expansão, tanto na Europa como no mundo. Assim, um eventual tópico para uma investigação futura pode passar pela replicação deste estudo para outras regiões ou países do mundo, permitindo assim que se comparem os resultados obtidos em zonas geográficas marcada pela diferença de questões legais, culturais ou económicas. Outra abordagem, poderia ser a realização deste mesmo estudo, mas para um setor empresarial específico, procurando averiguar se alguma especificação de um determinado setor empresarial pode possuir implicações nos resultados finais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alves, C. & Meneses, L. (2024). ESG scores and debt costs: Exploring indebtedness, agency costs, and financial system impact. *International Review of Financial Analysis*, 94. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103240

Angganararas, I., Setijaningsh, H. & Widuri, R. (2023). Determinants of Environmental, Social, and Governance (ESG) - Disclosure in Fashion Industry: An Empirical Study. *Journal of System and Management Sciences*, 13 (6), 21-39. https://doi.org/10.33168/JSMS.2023.0602

Apergis, N., Poufinas, T. & Antonopoulos, A. (2022). ESG scores and cost of debt. *Energy Economics*, 112. https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106186

Arora, A. & Sharma, D. (2022). Do Environmental, Social and Governance (ESG) Performance Scores Reduce the Cost of Debt? Evidence from Indian firms. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 16 (5), 4-18. https://doi.org/10.14453/aabfj.v16i5.02

Arvidsson, S. & Dumay, J. (2021). Corporate ESG reporting quantity, quality and performance: Where to now for environmental policy and practice? *Business Strategy and the Environment*, 31 (3), 1091-1110. https://doi.org/10.1002/bse.2937

Arvidsson, S. (2011). Disclosure of non-financial information in the annual report: A management-team perspective. Journal of Intellectual Capital, 12 (2), 277-300. https://doi.org/10.1108/14691931111123421

Atif, M. & Ali, S. (2021). Environmental, social and governance disclosure and default risk. Business Strategy and the Environment, 30 (8), 3937-3959. https://doi.org/10.1002/bse.2850

Bacha, S., Ajina, A. & Saad, S. (2021). CSR performance and the cost of debt: does audit quality matter? *Corporate Governance*, 21 (1), 137-158. https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0335

Baldini, M., Maso, L., Liberatore, G, & Mazzi, F. (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

Banco Central Europeu. (2020). Guia sobre riscos climáticos e ambientais Expectativas prudenciais relacionadas com a gestão e a divulgação de riscos. Disponível em: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.pt.pdf

Baule, R. (2019). The cost of debt capital revisited. *Business Research*, 12, 721-759. https://doi.org/10.1007/s40685-018-0070-6

Benmelech, E. & Bergman, N. (2009). Collateral pricing. *Journal of Financial Economics*, 91 (3), 339-360. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.03.003

Botosan, C. A. (2006). Disclosure and the cost of capital: What do we know? *Accounting and Business Research*, 36(1), 31–40. http://dx.doi.org/10.1080/00014788.2006.9730042

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2020). Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill Education.

Brusov, P., Filatova, T. & Orekhova, N. (2023). The Analysis of the Exploration of Efficiency of Investment Projects of Arbitrary Duration (within Brusov–Filatova–Orekhova Theory). In: Modern Corporate Finance, Investments, Taxation and Ratings. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-319-99686-8_13

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

Bushman, R., Chen, Q., Engel, E. & Smith, A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37 (2), 167-201. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.09.005

Chava, S. (2014). Environmental externalities and cost of capital. *Management Science*, 60 (9): 2223–2247.

Chen, L., & Zhao, X. (2006). On the relation between the market-to-book ratio, growth and opportunity and leverage ratio. *Finance Research Letters*, 3(4), 253–266.

Chen, Z. & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291

Cheng, B., Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35 (1): 1–23.

Chung, R., Bayne, L. & Birt, J. (2023). Determinants of ESG disclosure among listed firms under voluntary and mandatory ESG disclosure regimes in Hong Kong. *Journal of Applied Accounting Research*, 25 (4), 812-836. https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2022-0179

Clayman, M., Fridson, S. & Troughton, G. (2012). *Corporate Finance Workbook: a practical approach.* CFA Institute.

Cohen, L. & Lou, D. (2012). Complicated firms. *Journal of Financial Economics*, 104 (2), 383-400. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.006

Cordazzo, M., Bini, L. & Marzo, G. (2020). Does the EU Directive on non-financial information influence the value relevance of ESG disclosure? Italian evidence. *Business Strategy and the Environment*, 29 (8), 3470-3483. https://doi.org/10.1002/bse.2589

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). https://doi.org/10.3390/su12166398

Damodaran, A. (2014). Applied Corporate Finance (4ª Edição). John Wiley & Sons

Darnall, N., Ji, H., Iwata, K., & Arimura, T. H. (2022). Do ESG reporting guidelines and verifications enhance firms' information disclosure? Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 29(5), 1214-1230. https://doi.org/10.1002/csr.2265

Darnoso, D., Ratmono, D., Tujori, A. & Clarisa, T. (2024). The relationship between ESG, financial performance, and cost of debt: the role of independent assurance. *Accounting, Corporate Governance & Business Ethics*, 12 (1). https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2437137

De Villiers, C. & Marques, A. (2016). Corporate Social Responsibility: Country-Level Predispositions and the Consequences of Choosing a Level of Disclosure. *Accounting and Business Research*, 46 (2), 167-195. https://doi.org/10.1080/00014788.2015.1039476

DeAngelo, H. (2022). The Capital Structure Puzzle: What Are We Missing? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57 (2), 413-454. https://doi.org/10.1017/S002210902100079X

Deloitte. (2024). ESG Reporting Series: The Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) and its impact in Asia Pacific ESG Reporting Series: The Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) and its impact in Asia Pacific. Disponível em: https://www.deloitte.com/content/dam/assets-zone1/southeast-asia/en/docs/services/audit-

assurance/2025/sea-aud-the-corporate-sustainability-reporting-directive-and-its-impact-in-ap.pdf

Diamond, D. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, 97(4), 828-862. https://doi.org/10.1086/261630

Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In Conference on Research in Business Finance (pp. 215-262). National Bureau of Economic Research, Inc.

EBA. (2019). EBA ACTION PLAN ON SUSTAINABLE FINANCE. Disponível em: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/EBA%20Action%20plan%20on%20sustainable%20finance.pdf

El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y. & Mishra, D.R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance,* 35 (9): 2388–2406. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007

El Khoury, R., Nasrallah, N. (2023). ESG and financial performance of banks in the MENAT region: concavity–convexity patterns. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13 (1), 406-430. https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1929807

Eliwa, Y., Aboud, A. & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 89. https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097

Eriotis, N. & Vasiliou, D. (2007). How firm characteristics affect capital structure: An empirical study. *Managerial Finance*, 33 (5), 321-331. https://doi.org/10.1108/03074350710739605

Erkens, M., Paugam, L., & Stolowy, H. (2015). Non-financial information: State of the art and research perspectives based on a bibliometric study. *Comptabilité—Contrôle—Audit*, 21(3), 13–90. https://doi.org/10.3917/cca.213.0015

European Central Bank. (2022). ECB climate agenda 2022. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704_annex~cb39c2dcbb.en.pdf

European Commission. (2018). Communication from the commission to the european parliament, the european council, the council, the european central bank, the european economic and social committee and the committee of the regions. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN

European Commission. (2025). EU taxonomy for sustainable activities. European Commission. Disponível em: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

European Council. (2025a). Acordo de Paris sobre as alterações climáticas. Consilium. Disponível em: https://www.consilium.europa.eu/pt/policies/paris-agreement-climate/#what

European Council. (2025b). Fit for 55 - the EU's Plan for a Green Transition. Consilium. Disponível em: https://www.consilium.europa.eu/en/policies/fit-for-55/

European Parliament. (2021). Non-financial Reporting Directive. Disponível em: https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI(2021)654213_EN.pdf

European Parliament. (2025). The European Central Bank (ECB). Disponível em: https://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/13/the-european-central-bank-ecb-

EY. (2024). The second year of EU Taxonomy reporting. Disponível em: https://www.ey.com/en_gl/insights/assurance/eu-taxonomy-report

Farooq, O. & Jabbouri, I. (2015). Cost of Debt and Dividend Policy: Evidence from the MENA Region. Journal of Applied Business Research, 31 (5), 1637-1644. https://doi.org/10.19030/jabr.v31i5.9379

Fernandes, P. (2007). O impacto da entrada em vigor das IFRS na gestão de resultados: a experiência ibérica. Universidade do Porto

Francis, J., Khurana, I. & Pereira, R. (2005). Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *The Accounting Review*, 80 (4), 1125-1162. https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.4.1125

Frank, M, & Shen, T. (2019). Corporate capital structure actions. *Journal of Banking & Finance*, 106, 384-402. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.07.014

Frank, M. & Goyal, V. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important. *Financial Management*, 38 (1), 1-37. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x

Freeman, R.E. (1984) Strategic Management: A Stakeholder Approach. Pitman, Boston.

Friedman, M. (1970) The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. New York Times Magazine, 13 September 1970, 122-126.

Gavana, G., Gottardo, P. & Moisello, A. (2024). The impact of board gender diversity on ESG disclosure. A contingency perspective. *Meditari Accountancy Research*, 33 (7), 1-29. https://doi.org/10.1108/MEDAR-07-2024-2567

Gerwanski, J. (2020). Does it pay off? Integrated reporting and cost of debt: European evidence. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27 (5), 2299-2319. https://doi.org/10.1002/csr.1965

Gigante, G. & Manglaviti, D. (2022). The ESG effect on the cost of debt financing: A sharp RD analysis. *International Review of Financial Analysis*, 84. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102382

Goss, A. & Roberts, G.S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35 (7): 1794–1810. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002

Graham, J. (2022). Presidential Address: Corporate Finance and Reality. https://doi.org/10.3386/w29841

Guidara, A. & Khlif, H. (2014). Voluntary and timely disclosure and the cost of debt: South African evidence. *Meditari Accountancy Research*, 22 (2), 149-164. https://doi.org/10.1108/MEDAR-09-2013-0042

Hamid, M., Abdullah, A. & Kamaruzzaman, N. (2015). Capital Structure and Profitability in Family and Non-Family Firms: Malaysian evidence. International accounting and business conference 2015, IABC 2015.

Hamrouni, A., Boussaada, R. & Toumi, N. (2019). Corporate social responsibility disclosure and debt financing. *Journal of Applied Accounting Research*, 20 (4), 394-415. https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2018-0020

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. The Journal of Finance, 46(1), 297–355. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x

Hart, O. & Moore, J. (1994). A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human *Capital. The Quarterly Journal of Economic*s, 109 (4), 841-879. https://doi.org/10.2307/2118350

Huynh, H. & Phan, H. (2023). Corporate Structure Complexity and Cost of Debt. *Czech Journal of Economics and Finance*, 73 (4), 375-391.

Iglesias, T., Peixoto, F. & Rogers, P. (setembro, 2023). Fatores Determinantes do Disclosure ESG: Um Olhar sobre os Países Emergentes. XLVII Encontro da ANPAD - EnANPAD 2023, São Paulo, Brasil. https://www.researchgate.net/publication/374581583_Fatores_Determinantes_do_Disclosure_ESG_Um_Olhar_sobre_os_Paises_Emergentes

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Jiang, J. (2008). Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt. *Accounting Review*, 83 (2), 377-416.

Kamel, H. & Shahwan, T. (2014). The association between disclosure level and cost of capital in an emerging market: Evidence from Egypt. Afro-Asian J of Finance and Accounting, 4 (3), 203. https://doi.org/10.1504/AAJFA.2014.064173

Kostic, N., Hujdur, A., How environment, social and governance standards can benefit your business, Building a sustainable future: ESG Business Handbook, 2023, p.29.

Kraus, A. & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28 (4), 911-922. https://doi.org/10.2307/2978343

La Rosa, F., Liberatore, G., Mazzi, F. & Terzani, S. (2018). The impact of corporate social performance on the cost of debt and access to debt financing for listed European non-financial firms. *European Management Journal*, 36 (4), 519-529. https://doi.org/10.1016/j.emj.2017.09.007

Läger, F., Bouzzine, Y. & Lueg, R. (2021). The relationship between firm complexity and corporate social responsibility: International evidence from 2010–2019*. Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29 (3), 549-560. https://doi.org/10.1002/csr.2219

Leland, H. & Toft, K. (1996). Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads*. The Journal of Finance*, 51 (3), 987-1019. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02714.x

Li, W., Padmanabhan, P. & Huang, C. (2024). ESG and debt structure: Is the nature of this relationship nonlinear? *International Review of Financial Analysis,* 91. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103027

Liu, J., Yu, X., Hu, J. & Ma, J. (2025). The Impact of ESG Performance on Earnings Management From a Long-Term Perspective: Evidence From China*. Corporate Social Responsibility and Environmental Management.* https://doi.org/10.1002/csr.70094

Maaloul, A., Zéghal, D., Amar, W. & Mansour, S. (2021). The effect of environmental, social, and governance (ESG) performance and disclosure on cost of debt: The mediating effect of corporate reputation. Corporate Reputation Review. https://doi.org/10.1057/s41299-021-00130-8

Magnanelli, B. & Izzo, M. (2017). Corporate social performance and cost of debt: the relationship. *Social Responsibility Journal*, 13 (2), 250—265. https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2016-0103

Marquis, C., Toffel, M.W. & Zhou, Y. (2016). Scrutiny, norms, and selective disclosure: A global study of greenwashing. *Organization Science*, 27 (2): 483–504.

Mijs (2021). European Banks Lead on Financing Sustainability. Disponível em: https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2022/03/ABI_article_WIM.pdf

Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.

Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.

Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0

Porter, Michael E., and Mark R. Kramer. "Creating Shared Value." Harvard Business Review 89, nos. 1-2 (January–February 2011): 62–77.

PwC (2021). Management of non-financial information: Corporate value creation insights from advanced case studies. Disponível em: https://www.pwc.com/jp/en/knowledge/thoughtleadership/assets/pdf/non-financial-information-management.pdf

PwC (2023). Non-financial reporting: responsible, far-sighted management. Disponível em: https://www.pwc.ch/en/insights/disclose/23/non-financial-reporting-responsible-far-sighted-management.html

PwC. (2013). Creating value through corporate reporting An external reporting assessment of Swiss Market Index (SMI) constituents. Disponível em: https://www.pwc.ch/en/publications/2016/pwc_creating_value_through_corporate_reporting_13.pdf

PwC. (2024). Diretiva de Reporte Corporativo de Sustentabilidade (CSRD). Disponível em: https://www.pwc.pt/pt/sustentabilidade/docs/pwc-sustentabilidade-diretiva-reporte.pdf

Rahman, R. & Alsayegh, M. (2021). Determinants of Corporate Environment, Social and Governance (ESG) Reporting among Asian Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14 (4). https://doi.org/10.3390/jrfm14040167

Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M. & Vitolla, F. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28 (4), 1412-1421. https://doi.org/10.1002/csr.2134

Rhodes, M. (2010). Information Asymmetry and Socially Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*, 95 (1), 145-150. https://doi.org/10.1007/s10551-009-0343-2

Romito, S., & Vurro, C. (2020). Non-financial disclosure and information asymmetry: A stakeholder view on US listed firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*,28(2), 595–605. https://doi.org/10.1002/csr.2071

Ross, S. A., Westerfield, R. W. and Jaffe, J. F. (2002): Corporate Finance. Boston: McGraw-Hill/Irwin.

Ruslim, H. & Muspyta, R. (2021). The Effect of Profitability and Financial Leverage on Cost of Debt Moderated Earnings Management. *Jurnal Ekonomi*, 26(1), 35-49. https://doi.org/10.24912/je.v26i1.716

Santosuosso, P. (2014). Cost of Debt and Corporate Profitability. *International Business Research*, 7 (2), 13-13. https://doi.org/10.5539/ibr.v7n2p13

Sharma, P., Panday, P. (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

Slaper, T. (2011). The Triple Bottom Line: What Is It and How Does It Work? Disponível em: https://www.ibrc.indiana.edu/ibr/2011/spring/pdfs/article2.pdf

Suttipun, M. (2021). The influence of board composition on environmental, social and governance (ESG) disclosure of Thai listed companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18, 391-402. https://doi.org/10.1057/s41310-021-00120-6

Tanin, T., Sarker, A., Hammoudeh, S. & Batten, J. (2024). The determinants of corporate cost of debt during a financial crisis. The British Accounting Review, 56 (6). https://doi.org/10.1016/j.bar.2024.101390

Threlfall, R., King, A., Shulman, J., & Bartels, W. (2020). The time has come: The KPMG survey of sustainability reporting 2020. Amstelveen, The Netherlands.

UNEP FI (2019). Principles for Responsible Banking' and their supporting framework released following six-month consultative process — Endorsed by more than 100+ financial institutions ahead of their 22 September global launch. Disponível em: https://www.unepfi.org/industries/banking/principles-for-responsible-banking-released/

United Nations. (1987). Report of the World Commission on Environment and Development – Our Common Future.

United Nations. (1992). United Nations Conference on Environment and Development, Rio de Janeiro, Brazil, 3-14 June 1992. Consultado em 30 de novembro de 2024. Disponível em https://www.un.org/en/conferences/environment/rio1992

United Nations. (2015). Transforming our world: The 2030 Agenda for Sustainable Development. United Nations. Disponível em: https://sdgs.un.org/2030agenda

United Nations. (2022). The Kyoto Protocol. Unfccc.int. Disponível em: https://unfccc.int/process-and-meetings/the-kyoto-protocol

Velte, P. (2023). Automated text analyses of sustainability & integrated reporting. A literature review of empirical-quantitative research. *Journal of Global Responsibility*, 14(4), 530–566. https://doi.org/10.1108/JGR-09-2022-0090

Wang, K., Sewon, O. & Claiborne, M. (2008). Determinants and Consequences of Voluntary Disclosure in an Emerging Market: Evidence from China. Journal of International Accounting Auditing and Taxation, 17 (1), 14-30. https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2008.01.001

Williamson, O.E. (1985) The Economic Institutions of Capitalism. The Free Press, New York.

Yan, S., Choi, S., Hwang, I. & Jung, H. (2024). ESG performance and the cost of debt: exploring the role of internal audit. *Applied Economics*, 57 (46), 7381-7401. https://doi.org/10.1080/00036846.2024.2421458

Yang, F., Han, C. & Sheu, H. (2008). The interrelationships between corporations' dependence on external financing, information disclosure and cost of capital. International Journal of Electronic Finance, 2 (4), 383-403. https://doi.org/10.1504/IJEF.2008.021801