

*Research Paper*

## **Responsabilidade social empresarial e restrições ao financiamento: Europa Continental vs não Continental**

*Submitted in 31, August 2016**Accepted in 23, October 2016**Evaluated by a double blind review system*

**RICARDO MIGUEL<sup>1</sup>, MARIA JOÃO JORGE<sup>2</sup>  
NATÁLIA CANADAS<sup>3</sup>**

### **Resumo Estruturado**

**Objetivo:** Investigar se o impacto que o desempenho de responsabilidade social empresarial tem sobre as restrições de financiamento é diferente nas empresas da Europa Continental e nas empresas da Europa não Continental.

**Desenho/metodologia/abordagem:** A amostra é composta por 385 empresas não financeiras pertencentes ao índice *Stoxx Europe 600* no ano de 2013, que foram divididas em empresas que pertencem à Europa Continental e empresas sediadas na Irlanda e no Reino Unido. Para a especificação principal, considera-se um modelo de regressão linear, a fim de apurar se um melhor desempenho de responsabilidade social empresarial contribui para diminuir as restrições de financiamento. Considera-se também a possibilidade de existência de causalidade recíproca entre estas variáveis.

**Resultados:** Confirmam-se as expectativas de existência de variáveis endógenas. Assim, através da utilização da metodologia das variáveis instrumentais, verifica-se que empresas com melhor desempenho de responsabilidade social empresarial apresentam menores níveis de restrições de financiamento. Constata-se também que as restrições de financiamento são menores na Europa Continental.

**Limitações de investigação:** Dificuldade em mensurar o nível de responsabilidade social empresarial para ambas as subamostras.

**Implicações práticas:** Sugere-se que as empresas europeias que procuram ser líderes em responsabilidade social empresarial tendem a beneficiar de um melhor acesso ao financiamento.

**Originalidade/valor:** Considera-se que o contributo mais significativo deste estudo está relacionado com a escolha da amostra. Enquanto a maioria dos estudos na área são referentes a empresas americanas, este estudo é direcionado para empresas europeias.

**Palavras-chave:** Responsabilidade social empresarial; restrições de financiamento; índice de sustentabilidade; endogeneidade.

---

<sup>1</sup> Escola Superior de Tecnologia e Gestão, Instituto Politécnico de Leiria. Email: ricardorp.miguel@gmail.com.

<sup>2</sup> Escola Superior de Tecnologia e Gestão, Instituto Politécnico de Leiria. Email: mjoao.jorge@ipleiria.pt.

<sup>3</sup> Escola Superior de Tecnologia e Gestão, Centro de Investigação em Gestão para a Sustentabilidade, Instituto Politécnico de Leiria. Email: natalia.canadas@ipleiria.pt.

## 1. Introdução

A literatura existente evidencia que o desempenho de responsabilidade social empresarial (RSE) permite que as empresas encontrem bases sólidas para criar valor a longo-prazo e se diferenciarem da concorrência (Bassen, Meyer, & Schlange, 2006; Cheng, Ioannou, & Serafeim, 2014; Prado-Lorenzo, Gallego-Álvarez, García-Sánchez, & Rodríguez-Domínguez, 2008). Neste sentido, o conceito de RSE está relacionado com a integração de preocupações sociais e ambientais nas operações correntes das empresas, e para a relação que estas estabelecem com os *stakeholders* (European Commission, 2001).

Verifica-se que as empresas que implementam no seu negócio as considerações sociais e ambientais, desenvolvem também diversas atividades de cidadania, que podem passar, por exemplo, pela construção de laços comunitários e manutenção da licença para operar, aumento do moral e fixação dos funcionários atuais, preparação e atração de potenciais colaboradores, avaliação dos potenciais clientes e criação de um ambiente próspero para realizarem a sua atividade (Fombrun, Gardberg, & Barnett, 2000). Neste sentido, os estudos de Dhaliwal, Li, Tsang e Yang (2011) e El Ghouli, Guedhami, Kwok e Mishra (2011) provam que as empresas com desempenhos superiores em RSE conseguem reduzir o seu custo de capital próprio e atrair investidores institucionais.

Por outro lado, ressalva-se que as empresas possuem melhores argumentos para realizar investimentos rentáveis quando não apresentam dificuldades significativas no acesso ao financiamento (Cheng *et al.*, 2014). Desta forma, atendendo às especificidades da atividade de cada empresa, considera-se que as restrições de financiamento são “idiossincráticas”, (Cheng *et al.*, 2014; Lamont, Polk, & Saá-Requejo, 2001), ou seja, são particulares a cada organização.

Hong, Kubik e Scheinkman (2012) realizaram um estudo para as empresas pertencentes ao índice *Standard & Poor's 500 (S&P 500)*, para o período 1991-2008, e concluíram que existe uma correlação negativa entre as restrições de financiamento e o desempenho de RSE, o que significa que as empresas com menores restrições de financiamento devem aumentar o seu investimento em iniciativas de RSE. Já Cheng *et al.* (2014), através da utilização do modelo de regressão linear, constataram que o desempenho em termos de RSE tem uma influência negativa e significativa sobre o nível de restrições de financiamento. Adicionalmente, estes autores consideram a possibilidade de existência de causalidade reversa entre o nível de restrições de financiamento e o desempenho de RSE, ou seja, da mesma forma que as empresas que apresentam melhor desempenho de RSE poderão ter menores dificuldades no acesso ao crédito, também existe a possibilidade de que as empresas com menores restrições no acesso ao financiamento apresentem maiores possibilidades de encetar mais iniciativas em sede de responsabilidade social e, desta forma, atingir níveis de desempenho superiores de RSE.

Uma das principais limitações dos estudos sobre restrições de financiamento é identificada por Campello, Graham e Harvey (2010), que indicam que a maioria dos trabalhos nesta área são baseados em dados de Demonstrações Financeiras referentes a empresas pertencentes aos Estados Unidos da América (EUA) (por exemplo, El Ghouli *et al.*, 2011 e Hong *et al.*, 2012). Neste sentido, julgamos que a amostra alvo de análise constitui o elemento de distinção deste trabalho, concretamente as empresas não financeiras pertencentes ao índice *Stoxx Europe 600 (Stoxx 600)* no final de 2013. Adicionalmente, consideramos ainda a divisão da amostra em duas subamostras: uma subamostra inclui as empresas pertencentes à Europa Continental; a outra subamostra considera as empresas inseridas na Irlanda e no Reino Unido. O objetivo desta divisão consiste em perceber se a cultura de responsabilidade social destes países poderá estar

a influenciar os resultados obtidos. Assim, com base em ambas as subamostras, pretende-se analisar se um maior desempenho das empresas em RSE se traduz em menores restrições no acesso ao financiamento. Por outro lado, utiliza-se a metodologia das variáveis instrumentais para analisar a possibilidade de existência de causalidade reversa entre as restrições de acesso ao financiamento e o desempenho de RSE.

Este artigo está estruturado da seguinte forma: na revisão da literatura, apresenta-se a evidência empírica existente com maior relevância nas áreas de RSE e restrições de acesso ao financiamento das empresas, os estudos que relacionam estas duas áreas e uma descrição sucinta do índice de restrições ao financiamento utilizado neste estudo – o índice *Kaplan-Zingales* (índice KZ); no ponto inerente à metodologia, descrevem-se detalhadamente as subamostras consideradas para este estudo, as fontes de recolha de dados, o modelo empírico e as respetivas variáveis utilizadas; no ponto de discussão dos resultados, apresentam-se as estatísticas descritivas e os principais resultados obtidos para ambas as subamostras em estudo; a conclusão contém as principais descobertas obtidas com este estudo, as limitações da pesquisa e algumas pistas para investigação futura.

## 2. Revisão da literatura

### 2.1 A responsabilidade social empresarial

Verifica-se que nos últimos anos as empresas aumentaram significativamente a quantidade de recursos alocados a iniciativas classificadas como RSE (Barnea & Rubin, 2010). Este conceito surgiu como uma tendência mundial que envolve empresas, Estados, organizações internacionais e organizações da sociedade civil (Sahlin-Andersson, 2006). Assim, após a ocorrência de diversos escândalos empresariais e falências, criou-se uma necessidade de uma maior transparência na divulgação de contas por parte das empresas, com vista a reconstruir a confiança pública nos negócios e nos mercados financeiros (Lo & Sheu, 2007).

De um modo geral, a RSE pode ser definida como “*a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholders on a voluntary basis*” (European Commission, 2001, p. 6). Gjørlberg (2009) refere que se trata de um conceito globalizado, que é divulgado através das instituições internacionais, regionais e cadeias de abastecimento transnacionais. No entanto, ressalva-se que existem várias perspetivas sobre o que a RSE realmente significa (Carroll, 1979).

Verifica-se que a integração no negócio das necessidades sociais e considerações ambientais, bem como a adoção de iniciativas de cidadania, produzem diversos benefícios, como melhorias de execução de estratégias empresariais, enriquecimento das oportunidades, diminuição de perdas de capital e redução do risco de danificação da reputação das empresas (Fombrun *et al.*, 2000). Bassen *et al.* (2006) e Brammer, Brooks e Pavelin (2006) incluem mesmo a imagem de marca e a reputação no grupo dos ativos mais importantes das empresas. Desta forma, a perda de reputação não só é considerada como um dos principais riscos da adoção de um comportamento empresarial irresponsável, como pode também prejudicar a confiança e a lealdade dos *stakeholders* (Bassen *et al.*, 2006).

É importante destacar que para grande parte das empresas europeias, a responsabilidade social já se encontra presente no decurso normal dos seus negócios (European Commission, 2001). No entanto, embora a RSE possua uma elevada importância no

mundo empresarial moderno (Roitto, 2013), denota-se que a maioria das empresas ainda não reúne os meios ou iniciativas suficientes para responder ao que é exigido formalmente nesta matéria (Hill, Ainscough, Shank, & Manullang, 2007).

Embora as práticas socialmente responsáveis existam em todo o tipo de empresas (incluindo as pequenas empresas, médias empresas e cooperativas), é nas grandes empresas que a sua adesão é mais evidente (European Commission, 2001). Neste sentido, Eccles, Ioannou e Serafeim (2012) referem que podem existir dois tipos de abordagens à RSE: a abordagem de curto-prazo e a abordagem de longo-prazo. Na abordagem de curto-prazo, os autores mostram que a criação de valor económico está relacionada com o horizonte temporal em que as decisões são tomadas. Se a empresa pretender criar valor para os acionistas a curto-prazo, os gestores poderão deparar-se com uma perda de valor a longo-prazo, materializada numa escassez de investimentos necessários em processos e produtos que possuam qualidade e segurança. Já na abordagem a longo-prazo, existe uma maior preocupação com as questões financeiras, económicas e sociais, onde se regista uma maior ênfase na maximização dos lucros, gestão dos *stakeholders* e elaboração de métricas/relatórios mais desenvolvidos. Os resultados do estudo evidenciam que as empresas socialmente responsáveis possuem uma melhor solidez financeira, que conduz a reflexos positivos na sua valorização no mercado de ações.

## 2.2 Restrições de financiamento das empresas

Kaplan e Zingales (1997) definem restrições de financiamento como uma folga que as empresas enfrentam entre o custo dos fundos internos e externos. Por outro lado, Lamont *et al.* (2001) afirmam que as restrições de financiamento ocorrem quando a empresa não possui meios financeiros para financiar a totalidade dos projetos pretendidos. As possíveis razões poderão estar relacionadas com as restrições de crédito ou dificuldade em contrair empréstimos, a incapacidade de emitir ações, a dependência de empréstimos bancários, a falta de liquidez dos ativos ou fenómenos similares. Já Hubbard (1998) considera que uma empresa é irrestrita quando possui recursos financeiros significativos, pelo que deve investir até que o seu capital atinga o nível desejado.

Nota-se também que as imperfeições de mercado restringem a capacidade das empresas para financiar projetos de investimento (Beck, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2005; Hubbard, 1998). Assim, Campello *et al.* (2010) defendem que as empresas com maiores níveis de restrições de financiamento têm necessidade de reduzir os gastos em tecnologia, emprego e despesas de capital, o que leva a que frequentemente encontrem nas vendas de recursos o capital necessário para prosseguir a sua atividade. Os autores identificam ainda que a dificuldade na obtenção de financiamento externo desincentiva que estas empresas prossigam investimentos compensatórios.

Hubbard (1998) também investiga a possibilidade de que um determinado grupo de empresas enfrenta financiamento externo caro é analiticamente e empiricamente conveniente. No entanto, o autor sugere que existe maior probabilidade que as empresas alternem entre regimes restritos e irrestritos, consoante a existência de oportunidades de investimento e disponibilidade de financiamento interno e externo.

### 2.2.1 Medida das restrições de financiamento da empresa: Índice KZ

Diversos estudos têm sido realizados para mensurar o impacto das restrições de financiamento nas decisões de investimento das empresas. Apesar de existirem outras formas de medir as restrições de financiamento, o índice KZ reúne um amplo consenso entre os diversos autores analisados (por exemplo, Almeida, Campello, & Weisbach,

2004; Baker, Stein, & Wurgler, 2003; Cheng *et al.*, 2014; Hong *et al.*, 2012; Lamont *et al.*, 2001). Este índice foi desenvolvido inicialmente por Kaplan e Zingales (1997), e posteriormente reformulado por Baker *et al.* (2003). O índice permite realizar um estudo aprofundado sobre as restrições de financiamento das empresas (Lamont *et al.*, 2001). No presente estudo, irá utilizar-se a seguinte expressão concebida por Baker *et al.* (2003) e mais tarde utilizada por Cheng *et al.* (2014):

$$KZindex_{it} = -1.002 \cdot \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} - 39.368 \cdot \frac{DIV_{it}}{A_{it-1}} - 1.315 \cdot \frac{C_{it}}{A_{it-1}} + 3.139 \cdot LEV_{it} + 0.283 \cdot Q_{it} \quad (1)$$

A equação é dividida em cinco parcelas, onde:

$$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}} = \text{Fluxo de caixa do ano t dividido pelo Total do ativo do ano t-1;}$$

$$\frac{DIV_{it}}{A_{it-1}} = \text{Total de Dividendos do ano t sobre o Total do ativo do ano t-1;}$$

$$\frac{C_{it}}{A_{it-1}} = \text{Saldo de caixa do ano t dividido pelo Total do ativo do ano t-1;}$$

$$LEV_{it} = \text{Rácio de endividamento;}$$

$$Q_{it} = (\text{Valor de mercado das ações} + \text{Total do ativo do ano t} - \text{Valor contabilístico do Capital Próprio}) / \text{Total do ativo do ano t.}$$

Quando se regista um elevado índice KZ, significa que as empresas têm um elevado endividamento, bem como um nível baixo de meios financeiros líquidos e de dividendos (Lamont *et al.*, 2001).

### 2.2.2 Relação entre o desempenho associado à responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento

A presente investigação surge com o intuito de analisar o impacto que o desempenho de RSE tem sobre as restrições de financiamento das empresas. Neste sentido, optou-se por efetuar a análise para empresas pertencentes à Europa Continental e Europa não Continental, a fim de perceber se a localização e respetiva cultura de responsabilidade social poderá influenciar os resultados obtidos. Ressalva-se que apesar de existirem poucos estudos que exploram a relação entre estas variáveis, estes sugerem a existência de uma relação negativa, ou seja, as empresas que têm melhor desempenho de RSE enfrentam menores restrições de financiamento.

Cheng *et al.* (2014) consideraram o índice KZ como métrica representativa das restrições de financiamento (variável dependente). Estes autores analisaram uma amostra composta por 2.439 empresas (provenientes de 49 países), para o horizonte temporal compreendido entre 2002-2009. O desempenho de RSE (variável independente) foi obtido através das pontuações presentes na base de dados *ASSET4*, distribuídas pelas categorias referentes a desempenho ambiental, social e de governo das sociedades. Os resultados obtidos mostram que as empresas com melhor

desempenho de RSE enfrentam menores restrições no acesso ao financiamento. Noutra perspetiva, Hong *et al.* (2012) consideram o índice KZ como variável independente e as pontuações de RSE (obtidas a partir da base de dados *KLD STATS*) como variável dependente, considerando uma amostra de empresas pertencente ao índice *S&P 500* no período 1991-2008. Os autores concluem que, empresas que têm menores restrições de financiamento tendem a aumentar os seus investimentos em RSE, situação esta, que vem corroborar a suspeita de causalidade reversa entre o índice KZ e o nível de desempenho de RSE.

Por outro lado, Lee e Faff (2009) utilizam como amostra o conjunto de empresas pertencentes ao índice de sustentabilidade *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI) para o período 1998-2002, e concluem que as decisões referentes às políticas de RSE (neste caso, evidenciado o desempenho de RSE, pela pertença ou não ao índice) adotadas pelas empresas são plausivelmente explicadas por diferenças de risco idiossincráticas.

### 3. Metodologia

#### 3.1 Seleção da amostra

O universo do estudo é representado pelas 599 empresas que pertenciam ao índice *Stoxx 600* no ano de 2013. Para obter a amostra final, foi necessário excluir algumas empresas que não cumpriam os requisitos necessários para a realização do tratamento de dados estatísticos. Em primeiro lugar, excluíram-se 144 empresas financeiras, ficando a amostra reduzida a 455 empresas.<sup>[1]</sup> De seguida, eliminaram-se 54 empresas que não possuíam a totalidade dos dados financeiros necessários disponíveis na *Datastream*, ficando a amostra constituída por 401 empresas. Por fim, a amostra foi novamente reduzida, devido à impossibilidade de obter pontuações de RSE ao nível setorial para 16 empresas no *website* da *CSRHub*, o que culminou numa amostra final constituída por 385 empresas.

As 385 empresas incluídas na amostra final estão distribuídas em duas subamostras: uma subamostra inclui as empresas que pertencem à Europa Continental; a outra subamostra considera as empresas sediadas na Irlanda e no Reino Unido. Na Europa Continental, consideram-se 271 empresas pertencentes a 16 países europeus, onde a França (representada por 60 empresas) e a Alemanha (representada por 46 empresas) juntas representam 39.1% da subamostra. Por outro lado, das 114 empresas incluídas na outra subamostra, destaca-se que o Reino Unido (representado por 106 empresas) constitui 93.0% da sua totalidade. A nível setorial, dos 9 setores incluídos na amostra final de 385 empresas, os que exibem maior representatividade são os setores das indústrias (composto por 115 empresas, equivalente a 29.9% de representatividade), bens de consumo (constituído por 62 empresas, cerca de 16.1% de representatividade) e serviços ao consumidor (representatividade de 15.6%, o que corresponde a 60 empresas).

#### 3.2 Recolha de dados

Os dados podem ser maioritariamente divididos em dois grupos: dados financeiros, que são necessários para o cálculo do índice de restrições de financiamento, variáveis financeiras instrumentais e variável de controlo; dados de desempenho de RSE ao nível empresarial, do país e do setor.

Relativamente aos dados de desempenho de RSE, a métrica utilizada na especificação principal seguiu as metodologias de Lo e Sheu (2007) e Rossi (2009). Assim, é utilizada uma variável *dummy* que diferencia a presença das empresas europeias no índice *STOXX Europe Sustainability*: a variável assume o valor 1 quando a empresa pertence ao índice de sustentabilidade e 0 caso contrário. Neste sentido, pressupõe-se que a presença das empresas neste índice indica que estamos perante um bom desempenho em responsabilidade social empresarial, uma vez que este índice diferencia as empresas europeias que se assumem como líderes na área ambiental, social e de governo das sociedades, precisamente os três pilares de RSE definidos por Cheng *et al.* (2014). Os dados foram recolhidos manualmente, mediante a informação apresentada na constituição do índice em setembro de 2012, disponível no *website STOXX.com*.<sup>[2]</sup> Relativamente ao teste à endogeneidade, consideram-se as pontuações de RSE ao nível do país e do setor que estão presentes no *website CSRHub*.<sup>[3]</sup>

Quanto aos dados financeiros, através do acesso à base de dados *Datastream*, foi possível reunir os dados necessários para o cálculo do índice KZ. Adicionalmente, utilizou-se a mesma fonte para reunir a informação necessária para a variável instrumental de rendibilidade das empresas.

### 3.3 Modelo utilizado e desenvolvimento das hipóteses

#### 3.3.1 O desempenho em termos de responsabilidade social e as restrições de financiamento

Campello *et al.* (2010) defendem que as restrições de financiamento estão fortemente associadas com a rendibilidade da empresa e as suas decisões de investimento. Assim, as empresas que enfrentam menores restrições de financiamento tendem a ter maiores possibilidades para realizar investimentos rentáveis (Cheng *et al.*, 2014).

Adicionalmente, Lo e Sheu (2007) provam que os investidores também valorizam a incorporação da sustentabilidade na estratégia de desenvolvimento das empresas. Assim, ressalva-se que existe uma preferência da parte dos investidores pelas empresas que se assumem como socialmente responsáveis, sendo que o facto de uma empresa pertencer a um índice de sustentabilidade pode favorecer a sua reputação, o que produzirá impactos positivos na sua situação financeira (European Commission, 2001).

Por outro lado, Cheng *et al.* (2014) argumentam que as empresas que apresentam desempenho superior em RSE enfrentam menores restrições de financiamento, essencialmente devido a dois mecanismos:

- i. Redução dos custos de agência e criação de receitas de forma mais eficaz;
- ii. Redução de assimetria de informação, com uma RSE mais credível e transparente.

Assim, a especificação principal terá por base a seguinte hipótese:

**Hipótese 1:** As empresas que apresentam um maior desempenho de RSE têm menores níveis de restrições de acesso ao financiamento.

Neste estudo, pretende-se seguir a linha de investigação de Cheng *et al.* (2014) e Hong *et al.* (2012), pelo que se procura analisar a influência que o desempenho de RSE tem sobre as restrições de acesso ao financiamento para as empresas europeias pertencentes ao índice *Stoxx 600*. De modo particular, consideramos dois tipos de análise: uma análise para as empresas da Europa Continental; uma análise para as empresas da Europa não Continental. Assim, a especificação principal está de acordo com o modelo

de regressão linear concebido por Cheng *et al.* (2014), onde o desempenho de RSE representa a variável independente, a dimensão da empresa é a variável de controlo e a variável representativa das restrições de financiamento assume-se como a variável dependente. O modelo inclui também um conjunto de variáveis de controlo relacionadas com o país e o setor onde as empresas estão inseridas. Para este teste, considera-se uma análise *cross section* para o ano de 2013 que utiliza a equação (2):

$$KZ_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot RSE_i + \beta_2 \cdot LNATI_i + \sum_{i=1}^{18} \beta_{2+i} \cdot DPAÍS_i + \sum_{i=1}^9 \beta_{20+i} \cdot DSETOR_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

Onde:

$KZ_i$  = Índice de restrições de financiamento KZ na empresa  $i$ ;

$RSE_i$  = Variável *dummy* de desempenho de RSE da empresa  $i$ , sendo que a variável assume o valor 1 quando a empresa pertence ao índice *STOXX Europe Sustainability* e 0 no caso contrário;

$LNATI_i$  = Dimensão da empresa, variável que se obtém calculando o logaritmo natural do valor contabilístico do Total de Ativos;

$DPAÍS_i$  = Variável *dummy* do país da empresa  $i$ , sendo que a variável assume o valor 1 quando a empresa pertence a determinado país e 0 no caso contrário;

$DSETOR_i$  = Variável *dummy* do setor da empresa  $i$ , sendo que a variável assume o valor 1 quando a empresa pertence a determinado setor e 0 no caso contrário;

$\varepsilon_i$  = Termo de erro.

Anteriormente, Lo e Sheu (2007) utilizaram uma amostra referente a um conjunto de grandes empresas norte-americanas pertencentes ao índice *S&P 500*, onde a variável *dummy* estava relacionada com a sua presença no *Dow Jones Sustainability Group Index* (DJSI). Mais tarde, Rossi (2009) incluiu no seu estudo uma amostra de empresas brasileiras, considerando como variável *dummy* a presença das empresas no índice de sustentabilidade *Bovespa Corporate Sustainability Index* (ISE). Neste sentido, pressupõe-se que a inclusão de uma variável *dummy* como métrica de desempenho de RSE, referente à presença das empresas europeias no índice *STOXX Europe Sustainability*, poderá representar um fator de inovação na presente investigação. Ao contrário dos estudos referidos, que analisam a relação entre a sustentabilidade das empresas e o seu valor, na presente investigação as restrições de financiamento representam a variável dependente.

### 3.3.2 A causalidade reversa entre o desempenho em termos de responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento

Após análise dos estudos que relacionam o desempenho de RSE com as restrições de financiamento que as empresas enfrentam (Cheng *et al.*, 2014; Hong *et al.*, 2012), suspeita-se que exista um problema de endogeneidade entre estas variáveis. Embora a especificação principal seguida neste estudo aponte para que se verifique uma influência

do desempenho de RSE nas restrições de financiamento, também existe a probabilidade das variáveis serem endógenas, ou seja, as restrições de financiamento também podem influenciar o desempenho de RSE. Roda (2013) refere que os problemas de endogeneidade ocorrem quando num modelo de regressão as variáveis independentes apresentam uma alta correlação com o termo de erro, onde o coeficiente de regressão é tendencioso. Neste sentido, é importante perceber qual a direção da causalidade ou se existe causalidade reversa.

Para tratar adequadamente este problema, a literatura recomenda a utilização de modelos econométricos complementares. Concretamente, tal como nos estudos de Cheng *et al.* (2014), Jorge (2012) e Marques (2013), nesta investigação segue-se a estimação através da metodologia das variáveis instrumentais. Para o efeito, considera-se a utilização de três instrumentos: a média de desempenho de RSE ao nível do país (INST\_PAÍS) e do setor (INST\_SETOR) (Cheng *et al.*, 2014), bem como a rendibilidade (INST\_RA) (Roitto, 2013). Assim, pretende-se incluir no modelo um conjunto de instrumentos que exercem influência no desempenho de RSE, mas que apenas irão ter impacto nas restrições de financiamento de forma indireta (através do desempenho de RSE).

Mantendo a dimensão da empresa como variável de controlo, apresentam-se as equações (3) e (4) para o teste à endogeneidade.

Primeiro estágio:

$$RSE_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot INST\_PAÍS_i + \beta_2 \cdot INST\_SETOR_i + \beta_3 \cdot INST\_RA_i + \beta_4 \cdot LNATI_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

Segundo estágio:

$$KZ_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot RSE_i + \beta_2 \cdot LNATI_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

Onde:

$KZ_i$  = Índice de restrições de financiamento KZ na empresa  $i$ ;

$RSE_i$  = Variável *dummy* de desempenho de RSE da empresa  $i$ , sendo que a variável assume o valor 1 quando a empresa pertence ao índice *STOXX Europe Sustainability* e 0 no caso contrário;

$INST\_PAÍS_i$  = Desempenho de RSE ao nível do país  $i$  segundo a pontuação disponível no *website* da *CSRHub*;

$INST\_SETOR_i$  = Desempenho de RSE ao nível do setor  $i$  segundo a pontuação disponível no *website* da *CSRHub*;

$INST\_RA_i$  = Rendibilidade da empresa  $i$ ;

$LNATI_i$  = Dimensão da empresa, que se obtém calculando o logaritmo natural do valor contabilístico do Total de Ativos;

$\varepsilon_i$  = Termo de erro.

Relativamente às variáveis instrumentais incluídas no modelo, considera-se que: um maior desempenho de RSE ao nível do país aumente o desempenho de RSE das empresas; um maior desempenho de RSE ao nível do setor aumente o desempenho de RSE das empresas (Cheng *et al.*, 2014); as empresas que apresentem maior rentabilidade, apresentem também um maior desempenho de RSE (Roitto, 2013).

Por outro lado, a hipótese básica do modelo de variáveis instrumentais defende que o facto das restrições de financiamento exercerem influência sobre o desempenho de RSE representa a única razão pela qual as variáveis instrumentais de desempenho de RSE ao nível do país, desempenho de RSE ao nível do setor e rentabilidade das empresas estão correlacionadas com o nível de restrições de financiamento. Assim, este estimador utiliza os valores previstos de desempenho de RSE obtidos no primeiro estágio como regressor no segundo estágio, sendo que neste segundo estágio as restrições de financiamento (KZ) correspondem à variável dependente.

Para verificar a validade dos instrumentos (INST\_PAÍS, INST\_SETOR, INST\_RA), consideramos os seguintes testes: o teste de Stock e Yogo (2005), o teste de Sargan e o teste de Hausman. No teste de Stock e Yogo (2005), testa-se a hipótese nula de que os instrumentos estão pouco correlacionados com a variável endógena (RSE). Se o valor obtido for inferior ao ponto crítico, os instrumentos são fracos, logo não se rejeita a hipótese nula. Por outro lado, se o valor obtido se apresentar superior ao ponto crítico, verifica-se que os instrumentos são fortes. Relativamente ao teste de Sargan, a hipótese nula visa testar se os instrumentos são exógenos. Assim, se o valor obtido não for significativo, não se rejeita a hipótese nula, logo os instrumentos não estão relacionados com o termo de erro.

Quanto ao teste de Hausman, pretende-se comparar as estimações obtidas entre a metodologia das variáveis instrumentais e o modelo de regressão linear, e apurar se as diferenças obtidas são estatisticamente significativas. Caso esta situação ocorra, considera-se que o modelo de regressão linear é enviesado e inconsistente, logo as estimações efetuadas para as variáveis instrumentais produzem resultados com maior fiabilidade, o que confirma que existe endogeneidade entre as variáveis de desempenho de RSE (RSE) e restrições de financiamento (KZ). A confirmar-se esta situação, é possível ter evidência estatística suficiente para fundamentar que as empresas que apresentam melhor desempenho de RSE tendem a enfrentar menores restrições de financiamento, mas também que as empresas que exibem menores dificuldades em obter financiamento tendem a possuir melhores condições para investir em atividades de RSE.

### 3.4 Construção das variáveis

#### 3.4.1 Variável dependente

A variável dependente é referente às restrições de financiamento idiossincráticas (KZ), enfrentadas pelas empresas ao longo da sua atividade corrente. Para este estudo, utiliza-se a expressão do índice KZ<sup>[4]</sup> construída por Baker *et al.* (2003) e mais tarde adotada por Cheng *et al.* (2014), sendo que os dados necessários foram obtidos mediante o acesso à base de dados *Datastream*.

### 3.4.2 Variável independente

Para a variável independente de desempenho de RSE das empresas (RSE), considera-se a utilização de uma variável *dummy*, que nos indica se as empresas pertencem, ou não pertencem, ao índice de sustentabilidade *STOXX Europe Sustainability*: a variável assume o valor 1 quando a empresa pertence ao índice e 0 caso contrário.

### 3.4.3 Variáveis de controlo

Com o intuito de melhorar o poder explicativo do modelo, consideram-se as seguintes variáveis de controlo: o Logaritmo Natural do Total de Ativos (LNATI), o país da empresa (DPAÍS) e o setor da empresa (DSETOR). Neste sentido, o LNATI representa uma métrica de dimensão das empresas frequentemente utilizada em diversos estudos de RSE (Barnea & Rubin, 2010; Cheng *et al.*, 2014; Cruz, Larraza-Kintana, Garcés-Galdeano, & Berrone, 2014; Dowell, Hart, & Yeung, 2000; Godos-Díez, Fernández-Gago, Cabeza-García, & Martínez-Campillo, 2014; Lo & Sheu, 2007; Rossi, 2009), pelo que foi incluída não só na especificação principal, como nos testes auxiliares.

Por outro lado, tal como em Cheng *et al.* (2014), considera-se a inclusão de um conjunto de variáveis *dummy* relacionadas com o país e setor em que as empresas estão inseridas, sendo este controlo apenas aplicado na especificação principal.

### 3.4.4 Variáveis instrumentais

As variáveis instrumentais incluídas neste artigo estão relacionadas com o teste à endogeneidade. Tal como Cheng *et al.* (2014), incluem-se dois instrumentos referentes à média de desempenho de RSE do país e do setor (INST\_PAÍS e INST\_SETOR), obtidos através das pontuações disponíveis no *website CSRHub*. Considera-se também como instrumento, uma variável que visa mensurar a rendibilidade (RA), sendo obtida através do quociente do Resultado Líquido em 2013 pelo resultado da soma do Total de Ativos em 2012 e 2013 dividido por 2 (Roitto, 2013).

## 4. Discussão dos resultados

### 4.1 Estatísticas descritivas

As estatísticas descritivas para as duas subamostras estão representadas na Tabela 1, onde consta a média, a mediana, o desvio padrão, o mínimo e o máximo das variáveis utilizadas neste estudo.

Relativamente à variável dependente KZ, verifica-se que em ambas as subamostras o valor da média (-0.394 na Europa Continental, e -0.417 na Irlanda e Reino Unido) é inferior à mediana (-0.087 na Europa Continental, e -0.149 na Irlanda e Reino Unido), o que evidencia que o facto de algumas empresas possuírem valores mais baixos de restrições de acesso ao financiamento contribui para reduzir o valor da média. Esta evidência também se regista na variável instrumental de desempenho de RSE ao nível do país (INST\_PAÍS), mas apenas para a subamostra de empresas sediadas na Irlanda e Reino Unido (a média regista um valor de 58.860, enquanto a mediana é 59). Quanto às variáveis instrumentais para o desempenho de RSE ao nível do setor (INST\_SETOR) e para a rendibilidade (INST\_RA), verifica-se que apresentam uma média superior à mediana para ambas as subamostras, o que mostra que os elevados valores registados estão a influenciar positivamente a média.

**Tabela 1 - Estatísticas descritivas**

<i>Europa Continental</i>					
<i>Variável</i>	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>
KZ	-0.394	-0.087	1.495	-10.661	1.778
ATIVOS	22.789	7.737	40.048	687	318.711
INST_PAÍS	58.196	58	1.800	52	61
INST_SETOR	55.055	55	1.461	51	59
INST_RA	0.014	0.012	0.013	-0.018	0.092
<i>Irlanda e Reino Unido</i>					
<i>Variável</i>	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>
KZ	-0.417	-0.149	1.167	-6.290	1.593
ATIVOS	14.321	4.034	29.274	555	215.948
INST_PAÍS	58.860	59	0.513	57	59
INST_SETOR	55.175	55	1.547	51	59
INST_RA	0.016	0.015	0.013	-0.026	0.067

Nota: Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. Os dados referentes ao desempenho de RSE ao nível do país e do setor foram obtidos através da base de dados da *CSRHub*. KZ representa o índice de restrições de financiamento. ATIVOS representa o valor contabilístico do Total de Ativos. INST\_PAÍS representa a pontuação de RSE ao nível do país. INST\_SETOR representa a pontuação de RSE ao nível do setor. INST\_RA representa a rentabilidade da empresa.

Fonte: Elaboração própria.

Quanto ao Total de Ativos (ATIVOS), a média (aproximadamente 22.789 milhões de euros para a Europa Continental, e 14.321 milhões de euros para a Irlanda e Reino Unido) é maior que a mediana (cerca de 7.737 milhões de euros para a Europa Continental, e 4.034 milhões de euros para a Irlanda e Reino Unido) porque se verifica uma grande variabilidade dos valores observados, logo os valores elevados registados estão a influenciar a média.

É importante referir que em relação à variável *dummy* representativa do desempenho de RSE, se verifica que da amostra final (constituída por 385 empresas) 225 empresas pertencem ao índice *STOXX Europe Sustainability*, o que representa cerca de 58.4% da amostra, sendo que 160 não fazem parte deste índice, sensivelmente 41.6% da amostra. De modo particular, ressalva-se que é na subamostra da Europa Continental que se obtém um maior rácio de empresas europeias que fazem parte do índice *STOXX Europe Sustainability*: 61.6% das empresas da Europa Continental pertencem ao índice (correspondente a 167 empresas), face a 50.9% das empresas da Europa não Continental (referente a 58 empresas).

#### 4.2 O desempenho em termos de responsabilidade social e as restrições de financiamento

A especificação principal do presente estudo consiste em apurar o impacto que o desempenho de RSE tem sobre as restrições de financiamento (equação 2), pelo que se espera encontrar uma relação negativa entre estas variáveis (hipótese 1). A análise será distribuída pelas duas subamostras em estudo: empresas da Europa Continental e empresas da Europa não Continental. Na Tabela 2 apresentam-se os resultados obtidos para este modelo para as duas subamostras, onde as restrições de financiamento (KZ) representam a variável dependente, o desempenho de RSE (RSE) é a variável independente e a dimensão da empresa (LNATI) assume-se como variável de controlo.

O modelo inclui ainda um conjunto de variáveis de controlo para o país (DPAÍS) e setor (DSETOR) onde as empresas estão inseridas.

**Tabela 2 - O desempenho em termos de responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento**

Variáveis	Especificação Principal	
	Europa Continental	Irlanda e Reino Unido
<i>KZ é a variável dependente</i>		
Constante	-5.4273 (2.0920)***	-3.8122 (1.5966)**
RSE	-0.0804 (0.1834)	0.1105 (0.2292)
LNATI	0.2938 (0.0849)***	0.1533 (0.0893)*
DPAÍS	Sim	Sim
DSETOR	Sim	Sim
N	271	114
R <sup>2</sup> ajustado	0.2338	0.1262

Nota: Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1) e estimados para erros robustos. Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. Os dados referentes ao desempenho de RSE foram obtidos através do *website STOXX.com*. KZ representa o índice de restrições de financiamento. RSE representa o desempenho de RSE a nível empresarial. LNATI representa o Logaritmo Natural do Total de Ativos. DPAÍS representa o país onde a empresa está sediada. DSETOR representa o setor onde a empresa está inserida. Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Fonte: Elaboração própria.

Da análise dos resultados, podemos evidenciar que em ambas os casos a variável representativa do desempenho de RSE (RSE) não apresenta uma relação estatisticamente significativa com o nível de restrições de financiamento exibido pelas empresas (KZ). Assim, não existe evidência estatística suficiente para corroborar a hipótese 1. Estes resultados podem estar relacionados com a possibilidade de existência de causalidade reversa evidenciada por Cheng *et al.* (2014). Tal como os autores referem, a verificar-se esta situação a variável representativa do desempenho da RSE (RSE) estará correlacionada com o termo de erro e o seu coeficiente será enviesado e inconsistente.

Por outro lado, também se analisa o valor do R<sup>2</sup> ajustado, que indica que para a especificação principal as restrições de financiamento (KZ) são apenas explicadas em 23.38% e 12.62% pelas variáveis independentes, para as empresas pertencentes à subamostra da Europa Continental e subamostra de Irlanda e Reino Unido respetivamente. Estes valores estão próximos do valor encontrado por Cheng *et al.* (2014) (R<sup>2</sup> ajustado de 0.213), pelo que se considera que os valores obtidos são consistentes com a literatura na área.

#### 4.3 A causalidade reversa entre o desempenho em termos de responsabilidade social empresarial e as restrições de financiamento

Anteriormente, equacionou-se a possibilidade de existência de causalidade reversa entre o desempenho de RSE e as restrições de financiamento. Neste sentido, para aplicar a metodologia das variáveis instrumentais é necessário encontrar variáveis (instrumentos) que influenciem o desempenho de RSE, mas que apenas influenciam as restrições de financiamento indiretamente (através do desempenho de RSE). Para tal, consideram-se para este teste os seguintes instrumentos: a média do desempenho de RSE ao nível do

país (INST\_PAÍS) e do setor (INST\_SETOR) (Cheng *et al.*, 2014), bem como a rentabilidade (INST\_RA) (Roitto, 2013).

Na Tabela 3 apresentam-se os coeficientes estimados das subamostras referentes à Europa Continental e Europa não Continental, bem como os respetivos níveis de significância das variáveis instrumentais evidenciadas no primeiro estágio da estimação, o teste de Stock e Yogo (2005), o teste de Sargan e o teste de Hausman.

**Tabela 3 - Primeiro estágio da regressão por variáveis instrumentais e testes de relevância e validade dos instrumentos**

Instrumentos	Variável dependente: RSE	
	Europa Continental	Irlanda e Reino Unido
INST_PAÍS	0.0006	0.1241
INST_SETOR	-0.0159	0.0101
INST_RA	4.4721**	4.2718
Teste de Stock e Yogo (2005) [H <sub>0</sub> : os instrumentos estão pouco relacionados com as variáveis endógenas]	1.3893 <sup>(1)</sup>	1.1499 <sup>(1)</sup>
Teste de Sargan [H <sub>0</sub> : o termo de erro não está correlacionado com os instrumentos]	0.0336 <sup>(2)</sup>	1.6850 <sup>(2)</sup>
Teste de Hausman	34.7750***	25.7253***

Nota - Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1) e estimados para erros robustos. Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. Os dados referentes ao desempenho de RSE foram obtidos através do website *STOXX.com* e na base de dados *CSRHub*. RSE representa o desempenho de RSE a nível empresarial. INST\_PAÍS representa a pontuação de RSE ao nível do país. INST\_SETOR representa a pontuação de RSE ao nível do setor. INST\_RA representa a rentabilidade da empresa. Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam um nível de significância de 1%, 5% e 10% respetivamente.

Legenda: <sup>(1)</sup>Como forma de avaliar a relevância dos instrumentos, verifica-se que o teste de Stock e Yogo (2005) exibe um valor de 1.3893 para a Europa Continental e 1.1499 para a Irlanda e Reino Unido (ambos inferiores ao valor do ponto crítico de 13.91 obtido para ambas as subamostras). Neste sentido, a hipótese nula H<sub>0</sub> de que os instrumentos têm uma fraca relação com a variável endógena não é rejeitada; <sup>(2)</sup>Relativamente ao teste de Sargan, considera-se que os valores de 0.0336 para a Europa Continental e 1.6850 para a Irlanda e Reino Unido não são significativos, pelo que não se rejeita a hipótese nula que estabelece se os instrumentos são exógenos, o que acontece quando os instrumentos considerados não estão relacionados com as restrições de financiamento. Assim, os resultados indicam que os instrumentos são válidos, mas pouco correlacionados com a variável endógena utilizada para a explicação do modelo.

Fonte: Elaboração própria.

Neste primeiro estágio, a variável endógena (RSE) é estimada em função de todas as variáveis exógenas consideradas no modelo (INST\_PAÍS, INST\_SETOR, INST\_RA e LNATI), embora na Tabela 3 se evidenciem apenas os coeficientes das variáveis instrumentais.

Ao analisar os valores obtidos para as variáveis instrumentais referentes à média do desempenho de RSE do país (INST\_PAÍS) e do setor (INST\_SETOR), verifica-se que ambas as variáveis não são estatisticamente significativas. Por outro lado, a variável de rentabilidade (INST\_RA) exibe um nível de significância de 5%, mas apenas para a subamostra da Europa Continental, logo existe evidência para afirmar que a RA influencia o desempenho de RSE. Neste caso, o coeficiente de 4.4721 indica que se trata de uma influência positiva.

Quanto ao teste de Hausman, verifica-se que os valores de 34.7750 para a Europa Continental e 25.7253 para a Irlanda e Reino Unido (ambos para um nível de significância de 1%) demonstram que as estimações efetuadas para as variáveis instrumentais produzem melhores resultados, do que a regressão linear simples. Desta forma, existe evidência estatística suficiente para afirmar que as variáveis de

desempenho de RSE (RSE) e restrições de financiamento (KZ) são endógenas, ou seja, se por um lado as empresas que possuem melhor desempenho em RSE tenderão a apresentar menores níveis de restrições ao financiamento, por outro lado as empresas que enfrentam menores restrições no acesso ao financiamento tenderão a encetar mais iniciativas relacionadas com a RSE.

De seguida, apresenta-se na Tabela 4 os resultados referentes ao segundo estágio das variáveis instrumentais, para as subamostras da Europa Continental e Europa não Continental. Neste segundo estágio, os valores por empresa relativamente à variável RSE são os estimadores resultantes do primeiro estágio. Tal como na especificação principal, pretende-se perceber qual o impacto que o desempenho de RSE tem sobre as restrições de financiamento (equação 4), pelo que se espera novamente obter uma relação negativa entre estas variáveis (hipótese 1). Mantendo a base da especificação principal, o índice KZ (KZ) é a variável dependente, o desempenho de RSE (RSE) é a variável independente e a dimensão da empresa (LNATI) representa a variável de controlo.

**Tabela 4 - Segundo estágio da metodologia das variáveis instrumentais**

Variáveis	Especificação Principal	
	Europa Continental	Irlanda e Reino Unido
<i>KZ é a variável dependente</i>		
Constante	-4.8950 (5.8301)	-1.8979 (3.1590)
RSE	-13.1709 (6.5972)**	-4.9221 (2.7088)*
LNATI	0.7842 (0.4497)*	0.2571 (0.2236)
N	271	114
R <sup>2</sup> ajustado	---	---

Nota: Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1) e estimados para erros robustos. Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. Os dados referentes ao desempenho de RSE foram obtidos através do *website STOXX.com*. KZ representa o índice de restrições de financiamento. RSE representa o desempenho de RSE a nível empresarial. LNATI representa o Logaritmo Natural do Total de Ativos. Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam um nível de significância de 1%, 5% e 10% respetivamente.

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados da Tabela 4 demonstram que ao contrário do que sucedeu para o modelo de regressão linear simples, no teste à endogeneidade existe uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o desempenho de RSE (RSE) das empresas e as suas restrições de acesso ao financiamento (KZ). Para a Europa Continental, verifica-se que a variável RSE regista um coeficiente de -13.1709 com uma estimativa de erros robustos de 6.5972, para um nível de significância de 5%. Quanto à Irlanda e Reino Unido, a variável RSE regista um coeficiente menos expressivo fixado em -4.9221, obtendo um nível de significância de 10% e uma estimativa de erros robustos de 2.7088.

Esta evidência está de acordo com a linha de investigação existente na área (Cheng *et al.*, 2014; Hong *et al.*, 2012), pelo que se comprova que em ambos os casos, quanto maior for o desempenho de RSE (RSE), menores serão as restrições de acesso ao financiamento (KZ) enfrentadas pelas empresas no decorrer da sua atividade. Apesar de este facto ser mais evidente na Europa Continental, é possível corroborar a hipótese 1 em ambas as subamostras. A origem destes resultados poderá estar relacionada com o facto de que na subamostra referente à Europa não Continental se verifica que existe uma menor proporção de empresas pertencentes ao índice *STOXX Europe Sustainability*. Adicionalmente, ressalva-se que Brammer *et al.* (2006) concluem no seu estudo que as empresas que possuem maior desempenho ao nível social tendem a obter um menor rendimento no mercado de ações. Neste sentido, entende-se que nestes países

não existe uma cultura de responsabilidade social tão ativa face ao que sucede na Europa Continental, uma vez que os analistas financeiros consideram que estas ações podem prejudicar o desempenho das suas empresas.

Com este estudo, comprova-se que o investimento das empresas em iniciativas de responsabilidade social empresarial lhes proporciona obter um retorno tangível, que é materializado num acesso distinto ao financiamento, e que poderá inclusive servir como um fator de diferenciação face à concorrência. Por um lado, se existe uma maior facilidade por parte das instituições de crédito em conceder financiamento a uma empresa que está bem cotada ao nível social, tal facto só por si já representa uma vantagem competitiva. Por outro lado, com a RSE é possível criar um ambiente de proximidade entre as empresas e as principais instituições financeiras, ficando as empresas numa posição privilegiada para negociar financiamento com taxas de juros inferiores às usualmente praticadas. Neste sentido, constata-se que um poder negocial diferenciado é crucial para as empresas reunirem os montantes necessários para prosseguir os investimentos imprescindíveis para o crescimento sustentável da sua atividade.

## 5. Conclusão

Nesta investigação, analisou-se a relação entre o desempenho de RSE e as restrições de acesso ao financiamento para duas subamostras de empresas não financeiras pertencentes ao índice *Stoxx 600* em 2013: uma subamostra que incluía 271 empresas pertencentes à Europa Continental e outra que incluía 114 empresas sediadas na Irlanda e Reino Unido. Após estimar os resultados para a especificação principal, verificou-se que em ambos os casos o desempenho de RSE não influenciava significativamente o nível de restrições de financiamento exibido pelas empresas.

Finalmente, avaliou-se igualmente a possibilidade de existência de causalidade recíproca entre estas variáveis. Para o efeito, utilizou-se a metodologia das variáveis instrumentais, tendo-se encontrado uma relação negativa e significativa entre o desempenho de RSE e as restrições de financiamento. Apesar desta evidência se notar com maior clareza na Europa Continental, confirma-se que para ambas as subamostras se verifica que as empresas que possuem um elevado desempenho de RSE tendem a enfrentar menores restrições de financiamento nas suas operações de negócio.

Neste sentido, sugere-se que as empresas europeias que procuram ser líderes em responsabilidade social empresarial tendem a beneficiar de um melhor acesso ao financiamento. Embora a RSE se apresente como um conceito presente em grande parte das empresas, existem países onde aparenta existir uma maior cultura de sensibilização e um sistema político-económico mais favorável à inclusão da sua prática na atividade das empresas. Sabendo que o investimento das empresas é uma componente fulcral para o seu crescimento, e em última instância, para o crescimento da economia global, torna-se necessário estabelecer estratégias que visem diminuir as dificuldades que as empresas enfrentam no acesso ao capital. Desta forma, as empresas podem encarar a RSE como uma alavanca da sua reputação no mercado e de diferenciação face à concorrência, que é favorável não só para atrair investidores institucionais, como para fomentar as relações existentes com as principais instituições de crédito.

Julgamos que o contributo mais significativo deste estudo para a literatura está relacionado com a escolha da amostra. Ao contrário da maioria dos estudos na área, que consideram amostras de empresas pertencentes aos EUA, a nossa amostra é dividida em duas subamostras de empresas europeias: empresas da Europa Continental e empresas da Europa não Continental. Além disso, utiliza-se uma variável *dummy* referente à

presença das empresas no índice *STOXX Europe Sustainability* que se afigura como uma boa representação do desempenho das empresas em termos de RSE, já que este índice inclui as empresas europeias líderes em termos de sustentabilidade.

As principais limitações estão essencialmente relacionadas com a dificuldade em mensurar o nível de RSE das empresas para ambas as subamostras em estudo.

O ano de 2016 ficará marcado pelo referendo *Brexit*, que culminou com a saída do Reino Unido da União Europeia, com efeitos visíveis na economia europeia e mundial, e na própria filosofia da União Europeia: facilitar a livre circulação de pessoas e bens. Neste sentido, sugere-se um estudo desta natureza para as empresas especificamente distribuídas pelo Reino Unido, considerando dois períodos: um período antes da saída da União Europeia; outro período após a saída da União Europeia. O objetivo da investigação passaria por perceber se este referendo favoreceu/prejudicou as empresas em matéria de responsabilidade social empresarial, e, por conseguinte, as suas restrições de financiamento.

## Referências bibliográficas

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777–1804.
- Baker, M., Stein, J. C., & Wurgler, J. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969–1005.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71–86.
- Bassen, A., Meyer, K., & Schlange, J. (2006, Novembro). *The influence of corporate responsibility on the cost of capital: An empirical analysis* (working paper). Hamburgo: Universität Hamburg.
- Beck, T., Demircuguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter? *Journal of Finance*, 60(1), 137–177.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial Management*, 35(3), 97–116.
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470–487.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate governance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497–505.
- Cheng, B. M., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate Social Responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
- Cruz, C., Larraza-Kintana, M., Garcés-Galdeano, L., & Berrone, P. (2014). Are Family Firms Really More Socially Responsible? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(6), 1295–1316.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100.

- Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do corporate global environmental standards create or destroy market value? *Management Science*, 46(8), 1059–1074.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012, Maio). *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance* (working paper 12-035). Boston, Massachusetts: Harvard Business School.
- El Ghouli, 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.
- European Commission. (2001). *Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibilities*. European Commission: Brussels.
- Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Barnett, M. L. (2000). Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk. *Business and Society Review*, 105(1), 85–106.
- Gjøølberg, M. (2009). Measuring the immeasurable? Constructing an index of CSR practices and CSR performance in 20 countries. *Scandinavian Journal of Management*, 25(1), 10–22.
- Godos-Díez, J.-L., Fernández-Gago, R., Cabeza-García, L., & Martínez-Campillo, A. (2014). Determinants of CSR practices: analysis of the influence of ownership and the management profile mediating effect. *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación Y Contabilidad*, 43(1), 47–68.
- Hill, R. P., Ainscough, T., Shank, T., & Manullang, D. (2007). Corporate social responsibility and socially responsible investing: A global perspective. *Journal of Business Ethics*, 70(2), 165–174.
- Hong, H., Kubik, J. D., & Scheinkman, J. A. (2012, Outubro). *Financial Constraints on Corporate Goodness* (working paper 18476). Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Hubbard, R. G. (1998). Capital Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 193–225.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215.
- Lamont, O., Polk, C., & Saá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *Review of Financial Studies*, 14(2), 529–554.
- Lee, D. D., & Faff, R. W. (2009). Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective. *The Financial Review*, 44(2), 213–237.
- Lo, S.-F., & Sheu, H.-J. (2007). Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business? *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 345–358.
- Jorge, M. (2012). *Risk management, corporate governance and firm value: evidence from Euronext non-financial firms* (Tese de Doutoramento). Faculdade de Economia - Universidade de Coimbra, Coimbra, Portugal.
- Marques, L. (2013). *O governo das sociedades e a política de dividendos na Europa Ocidental* (Tese de Mestrado). Escola Superior de Tecnologia e Gestão - Instituto Politécnico de Leiria, Leiria, Portugal.

- Prado-Lorenzo, J.-M., Gallego-Álvarez, I., García-Sánchez, I.-M., & Rodríguez-Domínguez, L. (2008). Social responsibility in Spain: Practices and motivations in firms. *Management Decision*, 46(8), 1247–1271.
- Roda, B. L. (2013). *Board Conditioning Factors of Firm Performance* (Tese de Mestrado). Escola Superior de Tecnologia e Gestão - Instituto Politécnico de Leiria, Leiria, Portugal.
- Roitto, A. (2013). *Factors Effecting Corporate Social Responsibility Disclosure Ratings: An Empirical Study of Finnish Listed Companies* (Tese de Mestrado). Oulu Business School, Oulu, Finlândia.
- Rossi, J. L. (2009). What is the value of Corporate Social Responsibility? An answer from the Brazilian Sustainability Index. *Journal of International Business & Economics*, 9(3), 169–178.
- Sahlin-Andersson, K. (2006). Corporate social responsibility: A trend and a movement, but of what and for what? *Corporate Governance*, 6(5), 595–608.
- Stock, J. H., & Yogo, M. (2005). Testing for weak instruments in linear IV regression. In D. W. K. Andrews & J. H. S. Stock (Eds.), *Identification and inference for econometric models: essays in honor of Thomas Rothenberg* (pp. 80–108). Cambridge: University Press.

---

[1] A classificação setorial foi obtida através da codificação *Industry Classification Benchmark* (ICB), pelo que se excluíram as empresas pertencentes à classe 8000 (empresas financeiras).

[2] Fonte: <http://www.stoxx.com/>. Consultado em 16 de janeiro de 2015.

[3] Fonte: <http://www.CSRhub.com/>. Consultado em 17 de janeiro de 2015.

[4] Ver detalhe do cálculo na Revisão da Literatura - Ponto 2.2.1. Índice KZ.