

Research paper

A responsabilidade social empresarial e as restrições ao financiamento: análise empírica aplicada às empresas do índice *Stoxx Europe 600*

Submitted in August 14th

Accepted in October 30th

Evaluated by a double blind review system

RICARDO MIGUEL¹

MARIA JOÃO JORGE²

NATÁLIA CANADAS³

Resumo estruturado

Objetivo: Investigar o impacto que o desempenho de responsabilidade social empresarial tem sobre as restrições de financiamento.

Desenho/metodologia/abordagem: A amostra é composta por 385 empresas não financeiras pertencentes ao índice *Stoxx Europe 600* no ano de 2013. 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 reversa entre estas variáveis.

Resultados: Os resultados para o modelo de regressão linear indicam que não existe evidência estatística suficiente para comprovar a influência que o desempenho de responsabilidade social empresarial tem sobre as restrições de financiamento. No entanto, através da metodologia das variáveis instrumentais utilizada para o teste à endogeneidade, verifica-se que empresas com melhor desempenho de responsabilidade social empresarial apresentam menores níveis de restrições de financiamento. Consistente com a hipótese de causalidade reversa, verificamos também que a rendibilidade influencia positivamente o desempenho de responsabilidade social empresarial.

Implicações/Limitações da pesquisa: Dificuldade em mensurar o nível de responsabilidade social empresarial.

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

Originalidade/valor: Julgamos que o contributo mais significativo deste estudo está relacionado com a amostra, que é constituída especificamente por empresas europeias.

Palavras-chave: Responsabilidade social empresarial, desempenho de responsabilidade social empresarial, restrições de financiamento, índice de sustentabilidade.

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

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

³ 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 extensa literatura revela-nos que o desempenho das empresas em matéria de responsabilidade social empresarial (RSE) se assume como um potencial mecanismo de criação de valor a longo-prazo e de diferenciação face à concorrência (Bassen, Meyer, & Schlange, 2006; Cheng, Ioannou, & Serafeim, 2014; Prado-Lorenzo, Gallego-Álvarez, García-Sánchez, & Rodríguez-Domínguez, 2008). O conceito de RSE remete para a integração de preocupações sociais e ambientais nas operações do dia-a-dia das empresas, e para a relação que estas estabelecem com os *stakeholders* (European Commission, 2001). Por seu turno, a necessidade da integração estratégica das práticas de RSE, e o facto das mesmas serem incorporadas nas competências da empresa, representam uma ideia global que está aprovada e é promovida por diversas instituições globais como o Banco Mundial, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), Organização das Nações Unidas (ONU) e Câmara de Comércio Internacional (CCI) (Gjøllberg, 2009).

Por outro lado, através da redução de restrições de financiamento idiossincráticas que as empresas enfrentam nas suas operações de financiamento e nos seus projetos estratégicos, é possível reunir melhores argumentos para realizar investimentos rentáveis (Cheng *et al.*, 2014). Neste sentido, o termo “idiossincráticas” refere-se às restrições de financiamento que determinada empresa enfrenta (Cheng *et al.*, 2014; Lamont, Polk, & Saá-Requejo, 2001), pelo que se pode deduzir que são peculiares a cada organização. A título de exemplo, assume-se que as restrições de financiamento se podem verificar com uma redução do nível de investimento por parte dos acionistas e outro tipo de investidores, ou através de maiores dificuldades das empresas no acesso ao crédito bancário.

Anteriormente, o foco das empresas estava direcionado para a criação de valor para o acionista, sendo que atualmente as preocupações por parte da maioria das organizações ultrapassam a mera questão económica e entende-se que a criação de valor para o acionista representa também a criação de valor para a própria sociedade (Bénabou & Tirole, 2010; Goss, 2007; Waddock & Graves, 1997). Neste sentido, 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. Desta forma, a evidência empírica sugere que a adoção de políticas de RSE proporciona benefícios às empresas que podem superar os seus possíveis custos implícitos (Hong *et al.*, 2012; Rossi, 2009). No entanto, Cheng *et al.* (2014) referem a possibilidade de existência de causalidade reversa entre o nível de restrições de financiamento e o desempenho de RSE. Após terem concluído pelo modelo de regressão linear que o desempenho em termos de RSE tem uma influência negativa e significativa sobre o nível de restrições de financiamento, os autores também encontraram base empírica suficiente para comprovar a existência de simultaneidade entre estas variáveis. Concretamente, as empresas com menores restrições no acesso ao financiamento também apresentam 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 Ghoul,

Guedhami, Kwok, & Mishra, 2011 e Hong *et al.*, 2012). Por outro lado, Cheng *et al.* (2014) incluem no seu estudo uma amostra a nível mundial, onde a parcela referente ao Japão, Reino Unido e EUA representa mais de 50% do total das empresas consideradas. 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. Com base nesta amostra, pretende-se analisar se um maior desempenho das empresas europeias 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. Assim, da mesma forma que as empresas que apresentam melhor desempenho em RSE tendem a enfrentar menores restrições ao financiamento, também existe a possibilidade de que as empresas que apresentam menores restrições de financiamento possuam melhores condições para investir em iniciativas de RSE, e assim obter melhorias no seu desempenho (Hong *et al.*, 2012). Neste sentido, será possível a identificação de outras variáveis suscetíveis de influenciar as restrições de financiamento, mas de forma indireta.

Este artigo está estruturado como se segue: na revisão da literatura, apresentam-se os contributos empíricos com maior relevância nas áreas de RSE e restrições de acesso ao financiamento das empresas, os estudos que relacionam estas duas temáticas e uma descrição sucinta do índice de restrições ao financiamento utilizado neste estudo – o índice *Kaplan-Zingales* (índice KZ); no ponto referente à metodologia, descreve-se detalhadamente a amostra selecionada, as fontes de recolha de dados, o modelo empírico e as respetivas variáveis utilizadas; no ponto inerente à discussão dos resultados, apresentam-se as estatísticas descritivas e os principais resultados obtidos; na conclusão surgem as principais reflexões deste estudo, as limitações encontradas e sugestões para investigação futura.

2. Revisão da literatura

2.1. A responsabilidade social empresarial

Num dos primeiros trabalhos sobre esta temática, Carroll (1979) enfatiza que a primeira e principal responsabilidade da empresa é de natureza económica, pelo que esta tem a responsabilidade de produzir os bens e serviços que a sociedade necessita e vendê-los para obter lucro. Neste sentido, entende-se que o principal objetivo subjacente às iniciativas de responsabilidade social das empresas é gerar lucro para o acionista (Friedman, 1970), aumentando o valor das ações ordinárias (Hill, Stephens, & Smith, 2003). Considera-se, assim, que os acionistas representam o principal grupo interessado nos benefícios atuais e futuros da empresa (Ruf, Muralidhar, Brown, Janney, & Paul, 2001).

Por outro lado, 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). Após a ocorrência de diversos escândalos empresariais

e falências,⁴ 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). Gjølberg (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 existe alguma ambiguidade decorrente da falta de consenso 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, Gardberg, & Barnett, 2000). Bassen *et al.* (2006) e Brammer, Brooks e Pavelin (2006) ressaltam a importância da imagem de marca e da reputação, considerando-as como um dos ativos mais importantes das empresas. Desta forma, a perda de reputação assume-se como um dos principais riscos da adoção de um comportamento empresarial irresponsável, que pode levar à danificação da confiança e da lealdade dos *stakeholders* (Bassen *et al.*, 2006).

É importante destacar que um número crescente de empresas europeias reconhecem o seu envolvimento em termos da responsabilidade social de forma cada vez mais clara, considerando-a como parte da sua identidade (European Commission, 2001). No entanto, embora a RSE possua uma elevada importância no mundo empresarial moderno (Roitto, 2013), nota-se que a maioria das empresas não têm capacidade, ou não possuem iniciativa para estabelecer um compromisso necessário para atender ou exceder os padrões previamente definidos (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 se regista uma maior adesão (European Commission, 2001). Por seu turno, 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 salientam que o período de tempo em que as decisões são tomadas pode criar ou destruir valor económico. Caso o foco da empresa esteja na criação de valor a curto-prazo para os acionistas, tal postura pode resultar numa perda de valor a longo-prazo (através da falta de investimentos necessários em processos e produtos que possuam qualidade e segurança). Por outro lado, a abordagem de longo-prazo é adotada pelas empresas que têm uma estrutura de governo que atende às preocupações financeiras, económicas e sociais, pelo que procuram focar-se na maximização dos lucros, gestão dos *stakeholders* e elaboração de métricas/relatórios mais desenvolvidos. Os resultados do estudo provam que as empresas socialmente responsáveis possuem melhores resultados financeiros e melhor desempenho no mercado de ações.

Com a integração das preocupações com a sociedade nas atividades desenvolvidas pelas organizações, os modelos de negócio registaram algumas alterações significativas. A maioria das definições de RSE apontam para a utilização de um modelo *triple bottom*

⁴ Tais como a destruição de documentos da Enron e Arthur Andersen, as acusações de fraude da WorldCom e os pacotes de remuneração questionáveis da Tyco (Hill *et al.*, 2003).

line, que contempla não só o desempenho económico, como também o desempenho ambiental e social (Bassen *et al.*, 2006; Eccles *et al.*, 2012; Lo & Sheu, 2007). Já Cheng *et al.* (2014) desagregaram o desempenho de RSE pelos pilares ambiental, social e de governo das sociedades. Neste estudo, apenas se irá analisar a influência que o desempenho de RSE global possui nas restrições de financiamento a nível empresarial.

2.2. Restrições de financiamento das empresas

A análise das decisões de investimento das empresas ocupa um lugar de destaque nos programas de pesquisa de macroeconomia, economia pública, organização industrial e finanças empresariais (Hubbard, 1998). Assim, nos últimos anos alguns investigadores estenderam os modelos convencionais de investimento em capital fixo das empresas, a fim de incorporar o papel das restrições de financiamento na determinação do investimento.

Neste sentido, Kaplan e Zingales (1997) definem restrições de financiamento como uma folga que as empresas enfrentam entre o custo dos fundos internos e externos. Já Lamont *et al.* (2001) afirmam que as restrições de financiamento ocorrem quando a empresa não é capaz de financiar todos os projetos que quer. O estudo aponta como possíveis razões as restrições de crédito ou incapacidade de contrair empréstimos, a incapacidade de emitir ações, a dependência de empréstimos bancários, a falta de liquidez dos ativos ou fenómenos similares. Por outro lado, 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 planear cortes profundos em gastos de tecnologia, emprego e despesas de capital, bem como efetuar vendas de recursos para financiar as suas operações. De modo particular, os autores realçam que a incapacidade de obter financiamento externo leva a que muitas empresas ignorem oportunidades de investimento atraentes.

Hubbard (1998) acrescenta ainda que, a suposição de que um determinado grupo de empresas enfrenta financiamento externo caro é analiticamente e empiricamente conveniente. No entanto, o autor sugere que é mais plausível que as empresas alternem entre regimes restritos e irrestritos, mediante as alterações nas oportunidades de investimento e disponibilidade de financiamento interno e externo.

2.2.1. 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, a que reúne maior consenso entre os investigadores desta área é o índice KZ.

O índice KZ foi desenvolvido inicialmente por Kaplan e Zingales (1997), e posteriormente reformulado por Baker, Stein e Wurgler (2003). Trata-se de um índice amplamente utilizado por diversos autores desta área (por exemplo, Almeida, Campello, & Weisbach, 2004; Baker *et al.*, 2003; Cheng *et al.*, 2014; Hong *et al.*, 2012; Lamont *et al.*, 2001): 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:

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

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

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

LEV_{it} = Rácio de endividamento;

Q_{it} = (Valor de mercado das ações + Total do ativo do ano t – Valor contabilístico do Capital Próprio) / 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. 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) utilizaram o índice KZ como métrica representativa das restrições de financiamento (variável dependente). Estes autores, consideram uma amostra constituída 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 do estudo comprovam 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, neste caso para 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.

Encontrar formas de diminuir as restrições de financiamento é crucial não só para a sobrevivência e crescimento das empresas, como também para o desenvolvimento da economia a longo-prazo (Campello *et al.*, 2010; Cheng *et al.*, 2014). Além disso, McWilliams e Siegel (2001) defendem que o nível de RSE “ideal” poderá ser determinado através de uma análise de custo-benefício. Desta forma, a empresa consegue maximizar os lucros quando o aumento das receitas (fruto de uma maior procura) é igual ao custo mais elevado (proveniente do uso de recursos para fornecer a RSE). Em suma, os gestores devem tratar as decisões sobre RSE da mesma forma como tratam todas as decisões de investimento.

3. Metodologia

3.1. Seleção da amostra

O universo do estudo é representado pelas 599 empresas que faziam parte do 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,⁵ ficando a amostra reduzida a 455 empresas.⁶ De seguida, eliminaram-se 54 empresas que não tinham todos os 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 por 18 países europeus, sendo que dentro da Zona Euro, a França (representada por 60 empresas) e a Alemanha (representada por 46 empresas) juntas representam 27.5% da amostra. Fora da Zona Euro, verifica-se que o Reino Unido (representado por 106 empresas) constitui 27.5% da amostra. A nível setorial, dos 9 setores incluídos no estudo, 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 (necessários para o cálculo do índice de restrições de financiamento, variáveis financeiras instrumentais e variável de controlo) e dados de desempenho de RSE (para o nível empresarial, do país e do setor).

Relativamente aos dados de desempenho de RSE, a métrica utilizada na especificação principal teve por base os estudos de Lo e Sheu (2007) e Rossi (2009). Assim, é utilizada uma variável *dummy* que visa identificar a presença das empresas europeias no índice *STOXX Europe Sustainability*: a variável assume o valor 1 quando a empresa

⁵ De acordo com McGahan, A. (1999), “Competition, strategy, and business performance”, *California Management Review*, Vol. 41, No. 3, pp. 74-101, as empresas financeiras exibem características operacionais diferentes, pelo que os seus dados não são adequados para realizar comparações com as demais empresas dos demais setores.

⁶ A classificação setorial foi obtida através da codificação *Industry Classification Benchmark* (ICB), pelo que se excluíram as empresas pertencentes à classe 8000 (empresas financeiras).

pertence ao índice de sustentabilidade e 0 caso contrário. Entendeu-se que o facto das empresas estarem incluídas no índice é prognóstico de um bom desempenho em termos das iniciativas de responsabilidade social empresarial, já que este índice compreende as empresas europeias líderes em termos de desempenho nas iniciativas relacionadas com a 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 o acesso à lista da última constituição do índice (setembro de 2012) disponível no *website STOXX.com*.⁷ Relativamente ao teste à endogeneidade, consideram-se as pontuações de RSE ao nível do país e do setor que estão presentes no *website CSRHub*.⁸

Quanto aos dados financeiros (a maioria estão relacionados com o cálculo do índice KZ), foram obtidos através do acesso à base de dados *Datastream*. Foram também retirados dados da mesma fonte para o cálculo da variável instrumental referente à 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. Tendo em conta que os investidores tendem a exercer preferência sobre as empresas que se assumem como socialmente responsáveis, a inscrição de uma empresa num índice de valores éticos pode aumentar a sua classificação e produzir vantagens financeiras concretas (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*. 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

⁷ Fonte: <http://www.stoxx.com/> Consultado em 16 de janeiro de 2015.

⁸ Fonte: <http://www.CSRhub.com/> Consultado em 17 de janeiro de 2015.

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;

ε_i = Termo de erro.

Com este teste pretende-se incluir um fator de inovação na presente investigação, assumindo como métrica de desempenho de RSE uma variável *dummy* referente à presença das empresas europeias no índice *STOXX Europe Sustainability*. 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). De forma distinta destes estudos, 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 analisados os 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 deste estudo preconize que o desempenho de RSE influencia as restrições de financiamento, também existe a probabilidade das variáveis serem endógenas, situação que ocorre quando as restrições de financiamento também influenciam o desempenho de RSE. Roda (2013) refere que os problemas de endogeneidade surgem quando num modelo de regressão as variáveis independentes apresentam uma alta correlação com o termo de erro, onde o coeficiente de regressão é tendencioso. Assim, torna-se fundamental averiguar a direção da causalidade ou se existe causalidade reversa.

Para tratar adequadamente este problema, a literatura sugere a adoção 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). Desta forma, pretende-se incluir no modelo um conjunto de instrumentos que se encontrem relacionados com o desempenho de RSE, mas que não influenciam diretamente as restrições de financiamento (apenas indiretamente, 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;

ε_i = Termo de erro.

Relativamente às variáveis instrumentais incluídas no modelo, espera-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); e, finalmente, as empresas que apresentem maior rendibilidade apresentem um maior desempenho de RSE (Roitto, 2013).

Por outro lado, a hipótese básica do modelo de variáveis instrumentais é que a única razão pela qual as variáveis instrumentais de desempenho de RSE ao nível do país, desempenho de RSE ao nível do setor e rendibilidade das empresas estão correlacionadas com o nível de restrições de financiamento, é porque o desempenho de RSE é influenciado pelo 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 poucos correlacionados com a variável endógena (RSE). Se o valor obtido é menor que o ponto crítico, os instrumentos são fracos, logo não se rejeita a hipótese nula. Quando o valor obtido é maior que o 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 realizar uma comparação direta entre as estimações obtidas pela metodologia das variáveis instrumentais e pelo modelo de regressão linear, e determinar se as diferenças são estatisticamente significativas. A confirmar-se esta situação, o modelo de regressão linear é enviesado e inconsistente, pelo que se comprova que as estimações efetuadas para as variáveis instrumentais produzem melhores resultados, logo existe endogeneidade entre as variáveis de desempenho de RSE (RSE) e restrições de financiamento (KZ). Nestas condições, será encontrada base empírica suficiente para afirmar 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 utilizada está relacionada com as restrições de financiamento idiossincráticas (KZ), que as empresas enfrentam ao longo da sua atividade corrente. Para este estudo, considera-se a expressão do índice KZ⁹ concebida por Baker *et al.* (2003) e mais tarde adotada por Cheng *et al.* (2014), sendo que os valores para cada uma das variáveis individuais foram obtidos através do acesso à base de dados *Datastream*.

3.4.2. Variável independente

A variável independente está relacionada com o desempenho de RSE das empresas (RSE), sendo mensurada através 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

Como variáveis de controlo, consideram-se as seguintes variáveis: o Logaritmo Natural do Total de Ativos (LNATI), o país da empresa (DPAÍS) e o setor da empresa (DSETOR). A introdução destas variáveis permitem melhorar o poder explicativo do modelo. Neste sentido, a primeira variável de controlo representa uma métrica de dimensão das empresas amplamente 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, &

⁹ Ver detalhe do cálculo na Revisão da Literatura - Ponto 2.2.1. Índice KZ.

Martínez-Campillo, 2014; Lo & Sheu, 2007; Rossi, 2009), pelo que foi incluída tanto 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. De realçar que este controlo apenas é considerado na especificação principal.

3.4.4. Variáveis instrumentais

As variáveis instrumentais presentes neste artigo estão relacionadas com o teste à endogeneidade. De forma semelhante a Cheng *et al.* (2014), consideram-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*. Consideram-se, ainda, como instrumentos uma variável referente à rendibilidade (RA), que é calculada 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 estão representadas na Tabela 1, onde consta a média, a mediana, o desvio padrão, o mínimo e o máximo das variáveis utilizadas neste estudo.

Tabela 1: Estatísticas descritivas

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
KZ	-0.401	-0.123	1.405	-10.661	1.778
ATIVOS	20.281	6.557	37.348	555	318.711
INST_PAÍS	58.392	59	1.564	52	61
INST_SETOR	55.091	55	1.486	51	59
INST_RA	0.014	0.013	0.013	-0.026	0.092

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 rendibilidade da empresa.

Relativamente à variável dependente KZ, o valor da média (-0.401) é inferior à mediana (-0.123), 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). 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, o que mostra que os elevados valores registados estão a influenciar positivamente a média.

Quanto ao Total de Ativos (ATIVOS), a média (aproximadamente 20.281 milhões de euros) é maior que a mediana (cerca de 6.557 milhões de euros) porque se verifica uma

grande discrepância de resultados, 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.

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). Na Tabela 2 apresentam-se os resultados obtidos para este modelo, 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
KZ é a variável dependente	
Constante	-4.5297 (1.9231)**
RSE	-0.0374 (0.1450)
LNATI	0.2392 (0.0634)***
DPAÍS	Sim
DSETOR	Sim
N	385
R² ajustado	0.1886

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.

Da análise dos resultados, podemos evidenciar que relativamente à variável representativa da dimensão da empresa (LNATI) se verifica um coeficiente de 0.2392 com uma estimativa de erros robustos de 0.0634, para um nível de significância de 1%. Assim, existe evidência significativa de que uma maior dimensão da empresa se traduz em maiores restrições de acesso ao financiamento (KZ). Já 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^2 ajustado, que indica que para a especificação principal as restrições de financiamento (KZ) são apenas explicadas em 18.86% pelas variáveis independentes. Este valor está próximo do valor encontrado por Cheng *et al.* (2014) (R^2 ajustado de 0.213), pelo que se considera que o valor encontrado é consistente 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 se encontrem relacionadas com as restrições de financiamento de forma indireta (através do desempenho de RSE). Para tal, os instrumentos considerados para este teste são 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 e 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
INST_PAÍS	-0.0012
INST_SETOR	-0.0094
INST_RA	4.4649**
Teste de Stock e Yogo (2005) (H_0 : os instrumentos estão pouco relacionados com as variáveis endógenas)	1.7888
Teste de Sargan (H_0 : o termo de erro não está correlacionado com os instrumentos)	0.0050
Teste de Hausman	49.5911***

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.

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 rendibilidade (INST_RA) exibe um nível de significância de 5%, logo existe evidência para afirmar que a RA influencia o desempenho de RSE. Neste caso, o coeficiente de 4.4649 indica que se trata de uma influência positiva.

Como forma de avaliar a relevância dos instrumentos, verifica-se que o teste de Stock e Yogo (2005) exibe um valor de 1.7888 (inferior ao valor do ponto crítico de 13.91). Neste sentido, a hipótese nula H_0 de que os instrumentos têm uma fraca relação com a variável endógena não é rejeitada. Relativamente ao teste de Sargan, considera-se que o valor de 0.0050 não é significativo, 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.

Quanto ao teste de Hausman, verifica-se que o valor de 49.5911 (para um nível de significância de 1%) demonstra 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. Destaca-se também o facto da variável de rendibilidade (INST_RA) influenciar negativamente as restrições de financiamento das empresas (KZ), mas apenas de forma indireta (através do desempenho de RSE das empresas).

De seguida, apresenta-se na Tabela 4 os resultados para o segundo estágio das variáveis instrumentais. Neste segundo estágio, os valores por empresa relativamente à variável RSE são os estimadores resultantes do primeiro estágio. Tal como no ponto anterior, pretende-se apurar novamente a influência que o desempenho de RSE tem sobre as restrições de financiamento (equação 4), pelo que se espera novamente que esta relação seja negativa (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
KZ é a variável dependente	
Constante	-4.8011 (4.3283)
RSE	-12.3875 (5.4645)**
LNATI	0.7314 (0.3550)**
N	385
R² 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.

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). A variável RSE regista um coeficiente de -12.3875 com uma estimativa de erros robustos de 5.4645, para um nível de significância de 5%, pelo que se demonstra que 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, corroborando-se assim a hipótese 1.

Com este estudo, comprova-se que as empresas que procuram ser líderes em responsabilidade social empresarial tendem a beneficiar de um melhor acesso ao financiamento, pelo que o investimento neste tipo de atividades pode servir como fator de diferenciação face à concorrência. Por um lado, as empresas poderão obter vantagem competitiva através da criação de relações de confiança com os seus *stakeholders*, que são favoráveis para que os investidores aumentem os seus níveis de investimento na empresa. Por outro lado, a RSE poderá favorecer a proximidade que as empresas têm com as principais instituições de financiamento, possibilitando que as empresas obtenham benefícios tangíveis através de acesso a crédito com taxas de juro inferiores às que são usualmente praticadas.

Quanto à variável que visa mensurar a dimensão das empresas (LNATI), observa-se que esta apresenta um coeficiente positivo de 0.7314 com uma estimativa de erros robustos de 0.3550, para um nível de significância de 5%. Apesar do resultado contrariar os estudos empíricos, que defendem que as pequenas empresas tendem a enfrentar maiores restrições de financiamento (Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988; Gertler & Gilchrist, 1991; Lamont *et al.*, 2001), denota-se que existe consistência com os resultados de Cheng *et al.* (2014), o que sugere que as maiores empresas tendem a enfrentar maiores restrições de acesso ao financiamento (KZ).

5. Conclusão

Nesta investigação, analisou-se a relação entre o desempenho de RSE e as restrições de acesso ao financiamento de 385 empresas não financeiras pertencentes ao índice *Stoxx 600* em 2013. Após estimar os resultados para a especificação principal, verificou-se que o desempenho de RSE não apresentava uma relação significativa com o nível de restrições de financiamento exibido pelas empresas. Assim, avaliou-se igualmente a possibilidade de existência de causalidade reversa entre estas variáveis. Os resultados estão de acordo com os estudos anteriores (Cheng *et al.*, 2014; Hong *et al.*, 2012), pelo que se encontrou uma relação negativa e significativa entre o desempenho de RSE e as restrições de financiamento, mas apenas quando se considera a existência de endogeneidade entre as variáveis. Desta forma, as empresas que possuam um elevado desempenho de RSE tendem a enfrentar menores restrições de financiamento nas suas operações de negócio. Por outro lado, a rendibilidade também influencia negativamente as restrições de acesso ao financiamento, mas apenas de forma indireta (através do desempenho de RSE).

Num mundo em crescente globalização, em que emerge a necessidade de transparência por parte das empresas na divulgação de contas e no seu relacionamento com os diversos *stakeholders*, os gestores devem avaliar a importância da RSE nas suas operações de negócio. Na sequência dos diversos escândalos empresariais e da crise financeira de 2008 com repercussão à escala mundial, os investidores reduziram o montante aplicado nas empresas e as instituições financeiras passaram a aplicar critérios rigorosos na disponibilidade de crédito, tanto para empresas como para particulares. Considerando a importância que o investimento das empresas possui para o crescimento da economia global, torna-se necessário estabelecer estratégias que visem diminuir as dificuldades que as empresas enfrentam no acesso ao capital. Assim, a RSE permite às empresas dinamizar os negócios em que estão inseridas, enquanto favorece a sua proximidade com os principais fornecedores de capital. Pensa-se que este poderá ser um fator determinante na obtenção de financiamento por parte das empresas, na medida em que também contribui para uma sociedade mais equilibrada, permite manter razoáveis níveis de investimento, e em última instância, favorece o desenvolvimento da economia global.

Julgamos que o contributo mais significativo deste estudo para a literatura está relacionado com a escolha da amostra, que é constituída especificamente por empresas europeias, uma vez que a maioria dos estudos sobre RSE analisam empresas americanas. 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. Sugere-se um estudo desta natureza para empresas especificamente distribuídas pela Península Ibérica. Por outro lado, recomenda-se uma investigação sobre o efeito do desempenho inerente às atividades de RSE de um período nas restrições de financiamento do período seguinte.

Referências bibliográficas

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004), "The cash flow sensitivity of cash", *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, pp. 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*, Vol. 118, No. 3, pp. 969–1005.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010), "Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders", *Journal of Business Ethics*, Vol. 97, No. 1, pp. 71–86.
- Bassen, A., Meyer, K., & Schlange, J. (2006), "The influence of corporate responsibility on the cost of capital: An empirical analysis", working paper, Universität Hamburg, Hamburgo, Novembro.
- Beck, T., Demircuc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005), "Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter?", *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 1, pp. 137–177.
- Bénabou, R., & Tirole, J. (2010), "Individual and Corporate Social Responsibility", *Economica*, Vol. 77, No. 305, pp. 1–19.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). "Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures", *Financial Management*, Vol. 35, No. 3, pp. 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*, Vol. 97, No. 3, pp. 470–487.
- Carroll, A. B. (1979), "A three-dimensional conceptual model of corporate governance", *Academy of Management Review*, Vol. 4, No. 4, pp. 497–505.
- Cheng, B. M., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014), "Corporate Social Responsibility and access to finance", *Strategic Management Journal*, Vol. 35, No. 1, pp. 1–23.
- Cruz, C., Larraza-Kintana, M., Garcés-Galdeano, L., & Berrone, P. (2014), "Are Family Firms Really More Socially Responsible?", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 38, No. 6, pp. 1295–1316.
- Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000), "Do corporate global environmental standards create or destroy market value?", *Management Science*, Vol. 46, No. 8, pp. 1059–1074.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012), "The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance", working paper 12-035, Harvard Business School, Boston, Massachusetts, Maio.
- 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*, Vol. 35, No. 9, pp. 2388–2406.
- European Commission. (2001), Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibilities, European Commission, Bruxelles.

- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1988, No. 1, pp. 141–195.
- Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Barnett, M. L. (2000), "Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk", *Business and Society Review*, Vol. 105, No. 1, pp. 85–106.
- Friedman, M. (1970), "The social responsibility of business is to increase its profits", *New York Times Magazine*, Vol. 32, No. 33, pp. 122–126.
- Gertler, M., & Gilchrist, S. (1991), "Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms", working paper 3892, The National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, Novembro.
- Gjøølberg, M. (2009), "Measuring the immeasurable? Constructing an index of CSR practices and CSR performance in 20 countries", *Scandinavian Journal of Management*, Vol. 25, No. 1, pp. 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*, Vol. 43, No. 1, pp. 47–68.
- Goss, A. (2007), "Corporate Social Responsibility and Financial Distress", working paper, Ryerson School of Management, Toronto, Ontario.
- Hill, R. P., Ainscough, T., Shank, T., & Manullang, D. (2007), "Corporate social responsibility and socially responsible investing: A global perspective", *Journal of Business Ethics*, Vol. 70, No. 2, pp. 165–174.
- Hill, R. P., Stephens, D., & Smith, I. (2003), "Corporate Social Responsibility: An Examination of Individual Firm Behavior", *Business and Society Review*, Vol. 108, No. 3, pp. 339–364.
- Hong, H., Kubik, J. D., & Scheinkman, J. A. (2012), "Financial Constraints on Corporate Goodness", working paper 18476, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, Outubro.
- Hubbard, R. G. (1998), "Capital Market Imperfections and Investment", *Journal of Economic Literature*, Vol. 36, No. 1, pp. 193–225.
- 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.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997), "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 1, pp. 169–215.
- Lamont, O., Polk, C., & Saá-Requejo, J. (2001), "Financial constraints and stock returns", *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 2, pp. 529–554.
- Lee, D. D., & Faff, R. W. (2009), "Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective", *The Financial Review*, Vol. 44, No. 2, pp. 213–237.

Lo, S.-F., & Sheu, H.-J. (2007), "Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business?", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 2, pp. 345–358.

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.

McWilliams, A., & Siegel, D. (2001), "Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective", *Academy of Management Review*, Vol. 26, No. 1, pp. 117–127.

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*, Vol. 46, No. 8, pp. 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*, Vol. 9, No. 3, pp. 169–178.

Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., & Paul, K. (2001), "An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: a stakeholder theory perspective", *Journal of Business Ethics*, Vol. 32, No. 2, pp. 143–156.

Sahlin-Andersson, K. (2006), "Corporate social responsibility: A trend and a movement, but of what and for what?", *Corporate Governance*, Vol. 6, No. 5, pp. 595–608.

Stock, J. H., & Yogo, M. (2005), "Testing for weak instruments in linear IV regression", in *Identification and inference for econometric models: essays in honor of Thomas Rothenberg*, D. W. K. Andrews & J. H. S. Stock (Eds.), University Press, Cambridge, pp. 80–108.

Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997), "The corporate social performance-financial performance link", *Strategic Management Journal*, Vol. 18, No. 4, pp. 303–319.