

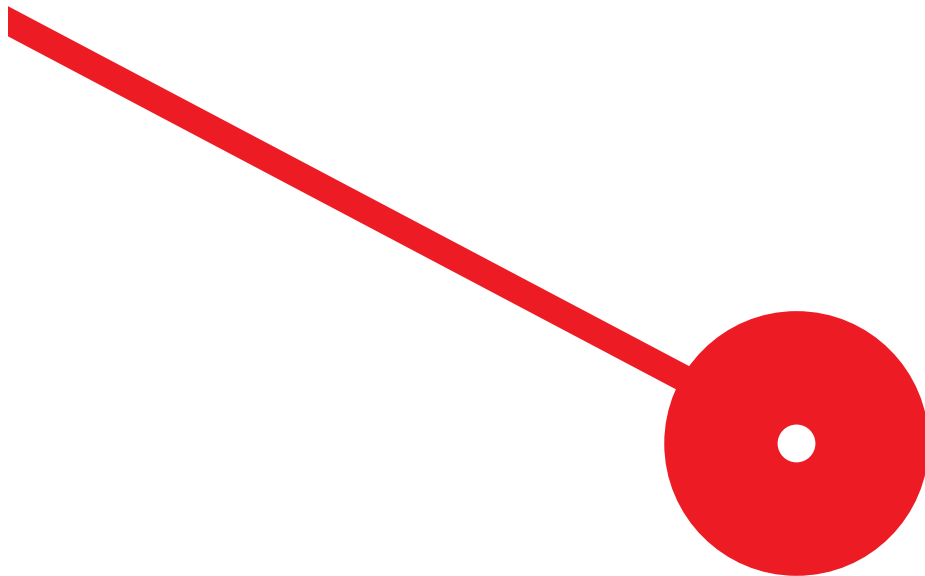


O Impacto da Qualificação de Sustentabilidade sobre a Resiliência Empresarial em contexto de Crise

Diogo Rafael Morais Moreira

Versão final

07/2025

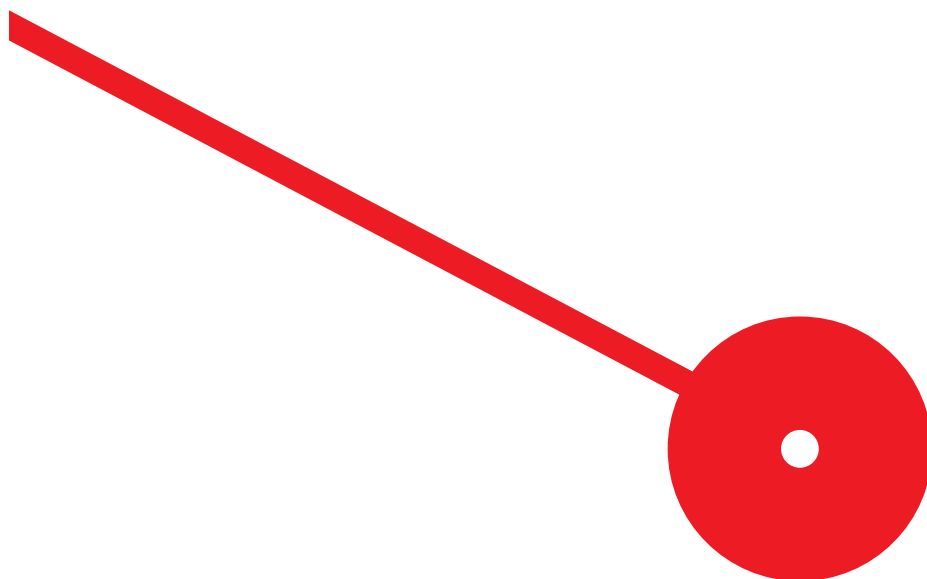




O Impacto da Qualificação de Sustentabilidade sobre a Resiliência Empresarial em contexto de Crise

Diogo Rafael Morais Moreira

Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Empreendedorismo e Internacionalização, sob orientação da Professora Doutora Maria Clara Dias Pinto Ribeiro.



Agradecimentos

A elaboração desta dissertação representa o culminar de uma etapa muito importante na minha vida, que não teria sido possível sem o apoio de alguns intervenientes que estiveram presentes, direta ou indiretamente, e que contribuíram para a concretização desta fase final da minha formação.

Em primeiro lugar, quero começar por agradecer à minha orientadora, a Professora Doutora Maria Clara Dias Pinto Ribeiro, pela orientação dedicada, disponibilidade, acompanhamento e confiança demonstrada ao longo de todo o percurso. A sua orientação contribuiu não só para o desenvolvimento desta dissertação, como também representou um valioso apoio para o meu crescimento académico e pessoal.

Aos meus familiares, especialmente aos meus pais, que sempre acreditaram em mim e me apoiaram em todas as fases, com amor, paciência e um incentivo incondicional ao longo de todo o meu percurso académico.

Aos meus amigos, que estiveram sempre por perto, que me ouviram nos momentos de maior cansaço e que me fizeram rir quando mais precisava. A vossa amizade fez toda a diferença.

Por fim, a todos os que não mencionei, mas que, de alguma forma, foram parte essencial desta caminhada, um muito obrigado.

Resumo

Nos últimos anos, tem-se verificado um esforço crescente por parte das empresas na comunicação clara e estruturada dos seus compromissos e práticas sustentáveis, refletindo a crescente importância da sustentabilidade na gestão empresarial. Neste contexto, e através da utilização de uma abordagem quantitativa, a presente dissertação tem como objetivo analisar o impacto da qualificação de sustentabilidade, medida através dos critérios ESG, sobre a resiliência empresarial em contexto de crise. Com base numa amostra de 588 empresas europeias cotadas em bolsa, entre 2004 e 2023, foram estimados cinco modelos econométricos com efeitos fixos, de modo a avaliar a relação entre as práticas sustentáveis, o investimento e as variáveis contextuais, com o desempenho contabilístico (ROA) e o desempenho de mercado (MVALUE).

Os resultados demonstram que a pontuação ESG agregada tem um impacto positivo e significativo sobre ambas as métricas de desempenho, sugerindo que a sustentabilidade pode funcionar como um fator estratégico e impulsionador da resiliência. Na análise desagregada, o pilar social foi o único que impactou positivamente e estatisticamente o desempenho contabilístico, enquanto que os três pilares revelaram um impacto positivo e significativo na valorização de mercado. O investimento mostrou igualmente um efeito positivo, reforçando o seu papel na competitividade e adaptação das empresas. Já as variáveis de contexto, nomeadamente os anos de crise, revelaram impactos maioritariamente negativos, embora com variações consoante a dimensão do desempenho analisado.

Este estudo contribui para a compreensão do papel da sustentabilidade na resiliência empresarial, apresentando implicações relevantes para a gestão estratégica e para futuras investigações que integrem abordagens mistas e fontes diversificadas de avaliação ESG.

Palavras-chave: Sustentabilidade, ESG, Resiliência Empresarial, Desempenho Financeiro.

Abstract

In recent years, companies have demonstrated a rising effort in communicating their sustainable commitments and practices in a clear and structured manner, reflecting the sustainability's increasing importance in business management. In this context, and using a quantitative approach, this dissertation aims to analyse the impact of sustainability ratings, using ESG criteria, on business resilience in times of crisis. Based on a sample of 588 European listed companies between 2004 and 2023, five econometric models with fixed effects were estimated to assess the relationship between sustainable practices, investment and contextual variables, with accounting performance (ROA) and market performance (MVALUE).

The results show that the aggregate ESG score has a positive and significant impact on both performance metrics, suggesting that sustainability can act as a strategic factor and a booster of resilience. In the disaggregated analysis, the social pillar was the only one that had a positive and statistically significant impact on accounting performance, while the three pillars had a positive and significant impact on market valuation. Investment also showed a positive effect, reinforcing its role in the competitiveness and adaptation of companies. Context variables, namely the years of crisis, revealed mostly negative impacts, although with variations depending on the dimension of the performance analysed.

This study contributes to the understanding of the role of sustainability in business resilience, presenting relevant implications for strategic management and for future research that integrates mixed approaches and diversified sources of ESG assessment.

Key words: Sustainability, ESG, Business Resilience, Financial Performance.

Índice geral

Introdução	1
Capítulo I – Enquadramento Teórico.....	4
1 Enquadramento Teórico	5
1.1 Sustentabilidade e Desenvolvimento Sustentável	5
1.1.1 <i>Triple Bottom Line</i>	7
1.1.2 Teorias Evolutivas da Sustentabilidade	10
1.1.3 Classificações ESG.....	12
1.1.4 Relações entre os Critérios ESG e o Desempenho Financeiro	14
1.2 Resiliência Empresarial	19
1.3 Conceito de Crises	21
1.4 Resiliência Empresarial em Contexto de Crise	23
1.5 Relação entre a Sustentabilidade e a Resiliência Empresarial	24
Capítulo II – Metodologia.....	28
2 Metodologia Aplicada	29
2.1 Hipóteses de Investigação	30
2.2 Amostra	31
Capítulo III – Modelização e Resultados.....	33
3 Modelos	34
3.1 Descrição das Variáveis.....	34
3.2 Resultados e Discussão.....	37
3.2.1 Modelo 1	37
3.2.2 Modelo 2.....	40
3.2.3 Modelo 3.....	42
3.2.4 Modelo 4.....	45
3.2.5 Modelo 5.....	47
3.3 Validação das Hipóteses de Investigação	49

Conclusão	52
Referências Bibliográficas	55
Apêndices.....	68
Apêndice I.....	69

Índice de Figuras

Figura 1 - <i>Triple bottom line</i> como <i>sustainable corporate performance</i>	9
---	---

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Definições relativas à sustentabilidade e sustentabilidade corporativa.....	7
Tabela 2 - Definições relativas à resiliência	21
Tabela 3 - Principais conclusões sobre a relação entre a resiliência e a sustentabilidade ..	26
Tabela 4 - Hipóteses de investigação formuladas.....	30
Tabela 5 - Classificação dos setores da amostra segundo o sistema GICS	32
Tabela 6 - Descrição das variáveis incluídas nos modelos de econométricos com efeitos fixos	35
Tabela 7 - Resultados relativos ao Modelo 1.....	38
Tabela 8 - Resultados relativos ao Modelo 2.....	41
Tabela 9 - Resultados relativos ao Modelo 3.....	43
Tabela 10 - Resultados relativos ao Modelo 4.....	45
Tabela 11 - Resultados relativos ao Modelo 5.....	48
Tabela 12 - Validação das hipóteses de investigação	50
Tabela 13 - Síntese dos estudos empíricos que versam a relação entre a sustentabilidade e o desempenho financeiro	69

Lista de Siglas e Abreviaturas

CapEx - *Capital Expenditures*

CFP - *Corporate Financial Performance*

CG - *Corporate Governance*

CMMA - Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento

COVID-19 - *Coronavirus Disease 2019*

CS - *Corporate Sustainability*

CSR - *Corporate Social Responsibility*

DM09 - Variável *dummy* para o ano da crise financeira global (2009)

DM20 - Variável *dummy* para o ano da pandemia de COVID-19 (2020)

DM22 - Variável *dummy* para o ano da crise geopolítica Rússia-Ucrânia (2022)

ENV - *Environmental*

ESG - *Environmental, Social and Governance*

FE - *Fixed effects*

GBL - *Generalized Lower Bound*

GICS - *Global Industry Classification Standard*

GOV - *Governance*

I&D - Investigação e Desenvolvimento

KCGS - *Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability*

LEV - Rácio de Endividamento

LNCAPEX - Logaritmo natural do CAPEX (*proxy* de investimento empresarial)

MSCI - *Morgan Stanley Capital International*

MVALUE - *Proxy* do desempenho de mercado

OMS - Organização Mundial da Saúde

Prisma - *Preferred Report Items for Systematic Reviews and Meta – Analysis*

ROA - *Return on Assets*

ROE - *Return on Equity*

RSL - Revisão Sistemática da Literatura

SCP - *Sustainable Corporate Performance*

SD - *Science Direct*

S&P - *Standard & Poor's*

SIZE - *Proxy* da dimensão da empresa

SOC – *Social*

SP - *Social Performance*

TBL - *Triple Bottom Line*

WOS - *Web of Science*

A crescente atenção dedicada ao papel das empresas na promoção da sustentabilidade tem impulsionado uma expansão da literatura acadêmica sobre diversas questões associadas (Preghenella & Battistella, 2021). Nos últimos anos, tem-se verificado um esforço crescente por parte das empresas na comunicação clara e estruturada dos seus compromissos e práticas sustentáveis. Esta tendência tem impulsionado a evolução na divulgação de informações *Environmental, Social and Governance* (ESG), refletindo a crescente importância destas questões no contexto empresarial (Alareeni & Hamdan, 2020).

Apesar desta evolução, a discussão sobre a relevância do investimento em práticas sustentáveis continua em aberto. A relação entre a sustentabilidade empresarial e o desempenho financeiro tem sido objeto de vários estudos, impulsionados pela maior sensibilização para os impactos negativos de determinadas práticas empresariais sobre o meio ambiente (Rahi et al., 2023).

Num contexto empresarial cada vez mais complexo e incerto, a capacidade de adaptação e a recuperação rápida face a choques exógenos, aliada à melhoria do desempenho das dimensões ESG, tornou-se essencial para garantir o crescimento sustentável das empresas na atualidade (Wang et al., 2024). Neste sentido, embora a sustentabilidade e a resiliência empresarial sejam competências dinâmicas essenciais para garantir a continuidade dos negócios, especialmente em contexto de crise, como a pandemia do *Coronavirus Disease 2019* (COVID-19), existem ainda poucos estudos que investiguem a relação entre estes três conceitos no âmbito da gestão de riscos (Corrales-Estrada et al., 2021).

Desta forma, a incorporação da sustentabilidade nas estratégias de gestão empresarial tem vindo a tornar-se numa prioridade para muitas organizações, quer por pressão externa dos *stakeholders*, quer por convicção interna, ou pela combinação de ambos os fatores. Esta transformação, que ocorre num contexto global cada vez mais competitivo e dinâmico, exige alterações nos modelos de negócio e nos processos organizacionais (Maza & Cristóbal, 2022).

Paralelamente, os mercados financeiros e os investidores têm demonstrado uma crescente atenção aos fatores não financeiros, com especial ênfase nos critérios ESG (Maza & Cristóbal, 2022). Esta consciencialização tem vindo a pressionar as empresas a integrar essas dimensões nas suas estratégias, o que implica alterações na estrutura de financiamento e uma avaliação rigorosa da viabilidade económica dos investimentos associados (Wang, 2024).

Embora a adoção dos critérios ESG esteja a crescer, permanece a incerteza quanto ao seu impacto na capacidade das empresas de enfrentarem períodos de crise. A evidência empírica permanece limitada, especialmente no contexto europeu, sendo necessária uma compreensão mais aprofundada do impacto destas práticas na resiliência organizacional e no desempenho financeiro.

Neste sentido, a presente investigação analisa empiricamente o caso das empresas europeias em contexto de crise, nomeadamente durante a crise financeira global de 2008, a pandemia do COVID-19 e o conflito pluridimensional entre a Rússia e a Ucrânia. Deste modo, o estudo tem por objetivo avaliar o impacto da qualificação de sustentabilidade na resiliência empresarial em contexto de crise, verificando se estas qualificações contribuem para uma maior resiliência e melhores resultados financeiros. Para tal, utiliza-se os critérios ESG como base para analisar a relação entre as práticas sustentáveis e o desempenho financeiro, incidindo exclusivamente em empresas europeias financeiras e não financeiras do setor privado cotadas em bolsa. A amostra abrange onze setores de atividade, como por exemplo o setor de energia, de materiais, da indústria, da saúde, entre outros, permitindo assim uma análise mais abrangente e representativa. Este estudo pretende contribuir para o aprofundamento do conhecimento sobre o papel da sustentabilidade na resiliência empresarial no contexto europeu, um tema ainda pouco explorado na literatura atual.

Considerando este propósito, o presente estudo está dividido em três capítulos. Após a introdução, inicia-se o capítulo um onde se encontra o enquadramento teórico sobre o impacto da sustentabilidade no desempenho e na resiliência empresarial, estando presentes os principais conceitos relevantes. O capítulo dois apresenta a metodologia aplicada, de natureza quantitativa, a formulação das hipóteses de investigação e a caracterização da amostra. A apresentação e discussão dos resultados empíricos é realizada no capítulo três, onde são apresentados os modelos estimados, as variáveis consideradas e os principais resultados obtidos. Por fim, apresentam-se as conclusões do estudo, oferecendo uma visão integrada dos resultados e contributos, bem como a identificação das principais limitações do estudo e sugestões para investigações futuras.

CAPÍTULO I – ENQUADRAMENTO TEÓRICO

1 Enquadramento Teórico

Nos últimos anos, o ambiente empresarial tem sido afetado por diversas crises económicas e ambientais que exigem uma resposta rápida e ágil por parte das empresas, de modo a garantir que estas consigam sobreviver e continuar a competir nos mercados onde atuam.

A presente revisão de literatura apresenta como objetivo enquadrar teoricamente os principais conceitos que sustentam esta investigação, nomeadamente a sustentabilidade empresarial, os critérios ESG e a resiliência empresarial em contexto de crise.

A primeira secção é dedicada à sustentabilidade e ao desenvolvimento sustentável, abordando o modelo do *Triple Bottom Line* (TBL), as teorias evolutivas da sustentabilidade e as classificações ESG, destacando a relação entre os critérios ESG e o desempenho financeiro. De seguida, explora-se o conceito de resiliência empresarial e o seu enquadramento em períodos de crise, com especial ênfase na capacidade das empresas se adaptarem em ambientes incertos. Por fim, é analisada a relação entre a sustentabilidade e a resiliência empresarial, baseada em estudos que evidenciam que a adoção de práticas sustentáveis pode reforçar significativamente a capacidade das empresas para enfrentar e superar contextos de crise. Assim, este enquadramento teórico contribui para a formulação do problema de investigação e para a análise empírica.

1.1 Sustentabilidade e Desenvolvimento Sustentável

A primeira noção geral aceite de desenvolvimento sustentável surgiu em 1987, na década de 80, quando a Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento (CMMA) publicou o Relatório *Brundtland*, designado por “*Our Common Future*”. Este relatório definiu que “O desenvolvimento sustentável é aquele que atende às necessidades do presente sem comprometer a possibilidade das gerações futuras atenderem às suas próprias necessidades”, sendo o principal objetivo do desenvolvimento sustentável “satisfazer as necessidades e as aspirações humanas” (Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento, 1987, p. 46). Em termos etimológicos, a palavra sustentabilidade provém do latim *sustinēre*, sendo uma combinação das palavras *sub* (de baixo para cima) e *tenēre* (segurar), explicada como a capacidade de manter, sustentar e suportar. Assim, a definição de sustentabilidade acabou por ser um assunto de debate desde a década de 80, levantando inúmeras questões (Caradonna, 2014).

Ogorean & Herciu (2020) afirmam que a sustentabilidade é um conceito em ascensão, tendo ganho destaque nas mais diversas áreas, sendo um termo emergente na literatura. De acordo com Santillo (2007), ao longo do tempo, foram surgindo inúmeras definições de sustentabilidade e desenvolvimento sustentável, estando estas amplamente distribuídas em várias áreas da gestão, como se pode verificar na **Tabela 1**. Desta forma, e devido às inúmeras definições, o termo desenvolvimento sustentável tem vindo a tornar-se um oxímoro, sendo cada vez mais utilizado de forma ambígua. Em alguns contextos, como campanhas políticas a palavra “sustentável” é utilizada para conquistar interesses corporativos, procurando transmitir por conveniência princípios ambientais corretos, ainda que esse compromisso não seja verdadeiro (Santillo, 2007). Neste sentido, destaca-se o conceito de *greenwashing*, referindo-se à promoção de práticas ambientais falsas por parte da organização, com o objetivo de se posicionarem como empresas ambientalmente responsáveis, não o sendo. Este fenómeno implica a disseminação de informações falsas sobre estratégias, objetivos e motivações ambientais, com o intuito de influenciar positivamente a opinião do público (Becker-Olsen & Potucek, 2013).

O conceito de sustentabilidade corporativa tem vindo a assumir um papel cada vez mais importante, tanto a nível teórico como na prática corporativa. Apesar de existir alguma indefinição quanto ao que se entende por sustentabilidade corporativa e aos meios mais eficazes para a alcançar, diversos autores defendem que a adoção de uma cultura organizacional orientada para a sustentabilidade representa um passo fundamental para a mesma (Linnenluecke & Griffiths, 2010). A maioria das definições de *Corporate Sustainability* (CS) realçam a importância de atender às necessidades das partes interessadas, promovendo simultaneamente uma integração equilibrada entre as dimensões económica, ambiental e social no desempenho organizacional (Chang et al., 2017).

Assim, acaba por ser difícil definir o conceito e a aplicação da sustentabilidade, não existindo uma definição universal aceite para o termo, uma vez que este é um conceito multifacetado, que se adapta ao longo do tempo e do espaço, onde o seu significado mais simples é a “capacidade de perdurar”, variando conforme a disciplina e os domínios de aplicação (Sakalasooriya, 2021).

Tabela 1 - Definições relativas à sustentabilidade e sustentabilidade corporativa

	Conceitos	Autores
Sustentabilidade	“O desenvolvimento sustentável é aquele que atende às necessidades do presente sem comprometer a possibilidade das gerações futuras atenderem às suas próprias necessidades.”	(Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento, 1987, p. 46)
	“A sustentabilidade é a capacidade de um sistema humano, natural ou misto suportar ou adaptar-se indefinidamente a alterações endógenas ou exógenas.”	(Dovers & Handmer, 1992, p.275)
Sustentabilidade Corporativa	“A sustentabilidade corporativa é considerada uma estratégia empresarial e de investimento que procura utilizar as melhores práticas empresariais para satisfazer e equilibrar as necessidades das partes interessadas atuais e futuras.”	(Artiach et al., 2010, p.31)
	“A sustentabilidade corporativa pode ser definida como a satisfação das necessidades das partes interessadas diretas e indiretas de uma empresa (como acionistas, funcionários, clientes, grupos de pressão, comunidades, etc.), sem comprometer a sua capacidade de satisfazer igualmente as necessidades das partes interessadas futuras.”	(Dyllick & Hockerts, 2002, p.131)

Fonte: Elaboração própria.

1.1.1 Triple Bottom Line

A sustentabilidade enquanto abordagem estratégica é cada vez mais incorporada nas operações e no desempenho das empresas através de três pilares (ambiental, social e económico), com o objetivo de proporcionar uma vantagem competitiva no mercado

(Ozbekler & Ozturkoglu, 2020). Esta perspectiva organizacional reflete uma visão mais abrangente do conceito, que assenta na integração equilibrada do comportamento social, ambiental e económico das vidas humanas dentro da sociedade, do meio ambiente e da economia para uma melhor qualidade de vida das gerações atuais e futuras (Geissdoerfer et al., 2017). Assim, Elkington (1998) definiu o tripé da sustentabilidade, *Triple Bottom Line* (TBL), através do seu livro “*Cannibals With Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*”, como uma forma de apoiar e alinhar a implementação do desenvolvimento sustentável, considerando simultaneamente as dimensões económica, ambiental e social de um ponto de vista microeconómico.

O estudo de Gimenez et al. (2012) aprofunda o impacto de práticas ambientais e sociais no desempenho organizacional, analisando de forma empírica cada um dos pilares do modelo TBL. Os autores concluem que os programas ambientais internos contribuem positivamente para as três dimensões do TBL, evidenciando que a adoção de práticas mais sustentáveis pode simultaneamente melhorar a reputação, a eficiência operacional e a rentabilidade, salientando que as empresas para além de precisarem de incluir comportamentos sociais e ambientais, necessitam também de obter lucros positivos.

De acordo com Fauzi et al. (2010) o conceito de desempenho corporativo deve ser alargado para além da sua tradicional dimensão financeira, integrando também os domínios social e ambiental. Esta perspectiva, enquadrada no modelo TBL, propõe uma visão mais abrangente do desempenho organizacional, onde o verdadeiro desempenho sustentável resulta do equilíbrio entre três pilares fundamentais, o pilar económico, ambiental e social. Os autores defendem que a sustentabilidade empresarial não pode ser alcançada caso uma destas dimensões seja negligenciada, uma vez que a ausência ou fragilidade de qualquer um dos pilares compromete a eficácia global da atuação empresarial. Neste sentido, propõe o TBL como *Sustainable Corporate Performance* (SCP), conforme representado na **Figura 1**, sendo fundamental que cada uma das dimensões seja medida, monitorizada e integrada no processo estratégico das organizações, onde esse conceito deve de ser interpretado como dinâmico, relativo e iterativo.

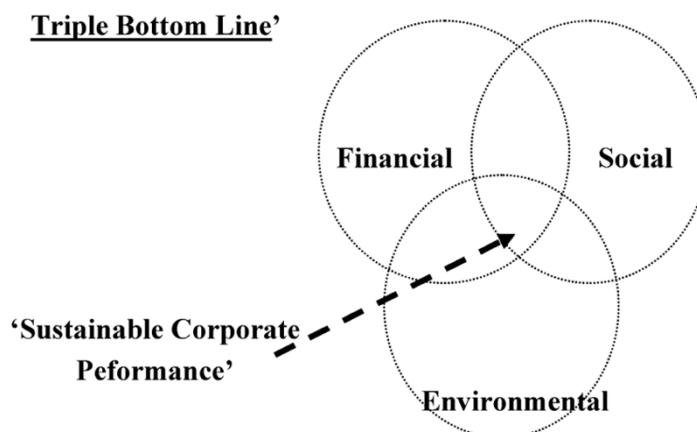


Figura 1 - *Triple bottom line como sustainable corporate performance.*

Fonte: (Fauzi et al., 2010).

Segundo Elkington (1997), o pilar ambiental diz respeito ao capital natural num sentido mais amplo, podendo ser dividido em capital natural crítico e capital natural renovável. Correia (2019) afirma que esta dimensão está ligada ao planeta, dizendo respeito aos esforços que as organizações fazem para reduzir o seu impacto ecológico, nomeadamente através da utilização eficiente de energia e a diminuição da produção de resíduos. A crescente presença dos produtos sustentáveis, o rótulo ecológico e a adoção da certificação ISO 14001 são indicadores que demonstram que a sustentabilidade ambiental está a tornar-se numa prática generalizada no mercado.

O pilar social, comumente denominado por *Corporate Social Responsibility* (CSR), representa uma iniciativa voluntária e responsável integrando questões sociais tanto na gestão da organização como no relacionamento com os acionistas, referindo-se ao desenvolvimento de práticas comerciais benéficas para o trabalho, para o capital humano em termos de saúde pública e educação e para a comunidade em geral (Elkington, 1997). A ideia é que estas práticas gerem valor para a sociedade e que contribuem de forma positiva para a comunidade envolvente. Exemplos dessas práticas podem ser a inclusão de salários justos e a disponibilização de seguros de saúde. Para além do aspeto moral associado à responsabilidade social, negligenciar esta responsabilidade pode vir a comprometer tanto o desempenho como a sustentabilidade da própria organização (Alhaddi, 2015).

Por fim, relativamente ao pilar económico, Elkington (1997) afirma que este está relacionado com as estratégias comerciais da organização no âmbito económico, estabelecendo uma relação entre o desenvolvimento da economia e o crescimento da relação. A vertente

económica está associada ao crescimento da organização e à forma como esta contribui para o desenvolvimento da economia em que está inserida. Em termos práticos, foca-se no valor económico fornecido pela empresa ao sistema envolvente, promovendo assim a capacidade de apoiar as gerações futuras (Alhaddi, 2015).

É por isso fundamental que os três pilares da sustentabilidade estejam interligados de forma harmoniosa uma vez que a sustentabilidade não pode existir sem a presença conjunta destas dimensões (Ranjbari et al., 2021). Deste modo, uma empresa dita sustentável será aquela que consegue manter ou desenvolver as suas atividades de maneira a aumentar o seu nível de desenvolvimento nas três vertentes (Gimenez et al., 2012).

1.1.2 Teorias Evolutivas da Sustentabilidade

Com o crescimento do conceito de desenvolvimento sustentável, as teorias da sustentabilidade nas empresas desenvolveram-se ao longo das últimas seis décadas (Chang et al., 2017). Segundo Loorbach & Wijsman (2013) a teoria das partes interessadas foi uma das perspetivas mais importantes para o novo papel das empresas, sendo apresentada por Freeman (1984), através do seu livro “*Strategic Management-A Stakeholder Approach*”, onde afirmou que as empresas devem estar abertas ao ambiente onde estão inseridas, com o objetivo de incorporarem na sua missão e visão organizacional todos os interesses dos *stakeholders* envolventes, e não apenas nos acionistas, de forma a criar valor para todas as partes envolvidas, alcançando o crescimento a longo prazo. Deste modo, o autor acrescenta que as organizações necessitam de compreender as suas relações com os grupos tradicionais (fornecedores, clientes e funcionários), como também com os grupos não tradicionais, como o governo, de forma a conduzir a empresa de uma maneira mais eficaz. Definiu ainda que, uma parte interessada é “qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou ser afetado pela realização dos objetivos da organização” (Freeman, 1984, p. 46).

Os autores Donaldson & Preston (1995) expandiram o trabalho realizado por Freeman, defendendo que as empresas apresentam uma obrigação moral de considerar todos os interesses das partes interessadas, conseguindo através de uma gestão eficaz dessas partes contribuir não apenas para um ambiente de negócios mais ético e sustentável, como também para impulsionar a lucratividade a longo prazo. Estes autores identificaram três abordagens teóricas, sendo elas a abordagem descritiva, instrumental e normativa. A abordagem descritiva ou abordagem empírica reconhece a variedade de todos os grupos das partes interessadas, bem como os seus interesses, onde explica como é que as forças externas

interagem com a própria organização (ambiente interno), sendo considerada a visão menos abrangente. A abordagem instrumental é a visão estratégica da organização que destaca a importância da gestão das partes interessadas como um meio para atingir os resultados financeiros, sendo esta uma visão progressiva. Por fim, a abordagem normativa foca-se nas partes interessadas reconhecendo os interesses de todos os *stakeholders* para atingir um melhor desempenho financeiro, correspondendo à visão mais abrangente destas partes.

De acordo com a teoria das partes interessadas, as empresas que integram de forma estratégica os interesses dos *stakeholders* nas suas decisões operacionais, tendem a adotar práticas de investimento orientadas para longo prazo, promovendo uma maior eficiência e rentabilidade. Esta estratégia contribui, como resultado final, para o aumento do valor da empresa e para a criação de riqueza dos acionistas, reforçando assim a abordagem centrada na maximização do valor para todas as partes interessadas (Deng et al., 2013).

A teoria dos *stakeholders* sugere ainda que uma empresa será melhor sucedida a longo prazo, quanto melhor souber gerir as suas relações com todos os *stakeholders*. Por exemplo, colaboradores satisfeitos são mais motivados no trabalho; clientes satisfeitos geram lealdade; fornecedores satisfeitos oferecem descontos, e assim sucessivamente, contribuindo para melhorar a reputação da empresa, resultando num melhor desempenho sustentável e financeiro (Peng & Isa, 2020).

Ao longo do tempo, vários estudos salientaram a teoria das partes interessadas, defendendo que os gestores devem incorporar atividades de *Corporate Social Responsibility* (CSR) de forma a atingir as responsabilidades sociais, morais e éticas, beneficiando assim todas as partes interessadas (Peng & Yang, 2014).

A CSR tem vindo assumir um papel crescente na literatura académica e empresarial, sobretudo por impulsionar recursos corporativos intangíveis, como a reputação e o valor da marca. Este interesse é particularmente visível ao analisar as perceções dos consumidores, uma vez que se reconhece que as práticas socialmente responsáveis tendem a aumentar a satisfação dos clientes, as intenções de voltar a comprar e a predisposição para recomendar a empresa a terceiros (Avotra et al., 2021). Sila & Cek (2017) sublinham ainda que a CSR é um conceito cada vez mais relevante para as empresas e para os *stakeholders*, uma vez que impacta de forma positiva o desempenho económico das organizações.

Os resultados do estudo de Vallaster (2017) indicam que a adoção de uma abordagem estratégica à CSR pode contribuir positivamente para recuperação em contextos de crise, ao mesmo tempo que promove a reavaliação de práticas necessárias para gerir uma crise empresarial. Estes resultados são importantes para as empresas que pretendem inovar na CSR, como também empreendedores sociais e investigadores ou profissionais interessados.

Desta forma, a teoria dos *stakeholders* destaca-se como a principal abordagem teórica na literatura sobre a sustentabilidade corporativa, ao oferecer uma explicação adequada para a articulação entre a estratégia e os métodos de uma organização com uma visão sustentável de longo prazo (Vallaster, 2017), tornando-se mais relevante ao permitir enquadrar atividades de CSR como mecanismos de mitigação de risco organizacional, tal como proposto por (Minor & Morgan, 2011). Assim, a gestão eficaz das partes interessadas justifica-se não só por razões éticas e sociais, mas também como abordagem estratégica para mitigar riscos, integrando as dimensões normativa e instrumental da teoria dos *stakeholders* (Donaldson & Preston, 1995).

1.1.3 Classificações ESG

O conceito *Environmental, Social and Governance* (ESG) foi introduzido oficialmente pelo Pacto Global das Nações Unidas no relatório *Who Care Wins*, publicado em 2004, com o objetivo de promover a partilha de informações, a avaliação de práticas e a orientação de investimentos sustentáveis. Este relatório destaca que embora os fatores financeiros influenciem o desempenho das empresas no curto prazo, os fatores não financeiros, como os ESG, têm implicações determinantes para o valor das empresas a longo-prazo (Ding et al., 2024; He et al., 2023).

Desde então, as classificações ESG assumiram um papel fundamental na avaliação da sustentabilidade empresarial, sendo disponibilizadas por diversas agências independentes que integram estas métricas nos processos de tomada de decisão de investimento. As mesmas foram inicialmente criadas para apoiar os investidores na seleção de carteiras, tornando-se impulsionadoras centrais das estratégias de investimento responsáveis, denominadas como investimentos ESG (Keeley et al., 2022).

Neste contexto, os critérios ESG servem como métricas de sustentabilidade essenciais que auxiliam as empresas e os governos a avaliar, de forma estruturada, a responsabilidade *Environmental* (ENV), *Social* (SOC) e *Governance* (GOV) (Ongan et al., 2025). Estas

métricas complementam os indicadores financeiros tradicionais e facilitam as decisões de investimento mais abrangentes e conscientes (Madden, 2022).

A análise dos três pilares permite perceber melhor a sua abrangência. Assim, o pilar ambiental contempla categorias de emissão, envolvendo esforços para reduzir a poluição ambiental, abordando as mudanças climáticas e inovação, que inclui receitas de atividades sustentáveis, investigação e desenvolvimento (I&D), investimentos em capital e o uso de embalagens sustentáveis. O pilar social engloba aspetos relacionados com a comunidade, direitos humanos, responsabilidade pelo produto (por exemplo, privacidade e satisfação do cliente), diversidade, inclusão e condições laborais, como higiene e segurança de trabalho, desenvolvimento de carreira e formação profissional, incluindo a capacidade da empresa em conquistar confiança dos seus *stakeholders*. Por fim, o pilar da governança foca-se na transparência das estruturas de governança corporativa e o interesse das partes interessadas, como direitos dos acionistas, refletindo a eficácia da empresa em adotar os princípios das melhores práticas de governança corporativa e a integração das dimensões social, ambiental e financeira na tomada de decisões (Huang et al., 2023; Zhao et al., 2024).

O interesse dos *stakeholders* de diversos setores pelas questões relacionadas com a sustentabilidade e os critérios ESG tem vindo a intensificar-se e deverá continuar a crescer, sobretudo por estarmos numa década considerada decisiva para o cumprimento das metas globais associadas às alterações climáticas e ao desenvolvimento sustentável (Noeth, 2024). Neste sentido, e perante o aumento dos problemas ambientais, empresas e organismos reguladores começaram a reconhecer a importância da adoção de práticas alinhadas com os princípios ESG (Chen et al., 2023).

Contudo, apesar da crescente adoção dos critérios ESG como forma indireta de medir a sustentabilidade empresarial, vários autores alertam para as limitações na forma como estas métricas são desenvolvidas e aplicadas, tal como Clément et al. (2022) que argumentam que as pontuações ESG, por si só, não refletem adequadamente a complexidade das práticas sustentáveis, salientando a necessidade de integrar conceitos fundamentais da teoria da sustentabilidade, como a temporalidade, o impacto sobre os *stakeholders*, a gestão de recursos, a materialidade e a transparência. Para estes autores a sustentabilidade deve ser avaliada de forma contextualizada e não como uma métrica isolada e uniforme. Assim, propõem uma atualização metodológica que permita avaliar de forma mais justa empresas heterogéneas, com base em princípios mais alinhados com os desafios globais atuais, como

as alterações climáticas. Esta perspetiva visa aperfeiçoar os critérios ESG e não rejeitar, contribuindo para o aperfeiçoamento e uma maior fiabilidade enquanto ferramenta para medir o desenvolvimento sustentável.

O aumento do reconhecimento do investimento ESG tem incentivado os setores privados a melhorar seu desempenho ESG, sendo a divulgação dessas informações essenciais para a avaliação por parte dos *stakeholders*, em particular dos investidores (Seow, 2023). O estudo de Seow (2023) evidencia que, dado o grau de liberdade que as empresas têm para decidir o que pretendem divulgar, é essencial compreender os fatores determinantes do ESG que influenciam essa decisão. Posto isto, os principais fatores que os autores identificaram como influenciadores do ESG foram as catástrofes naturais, os sistemas políticos e legais, a estrutura de propriedade, características do conselho e administração e o perfil dos CEOs. Desta forma, o estudo contribui de forma relevante para a literatura sobre o ESG ao identificar os fatores que influenciam a divulgação dos mesmos.

Nas últimas décadas, o aumento da adoção de práticas de CSR impulsionou também a integração dos critérios ESG nas estratégias organizacionais. A crescente valorização por parte dos governos, investidores e consumidores das metas verdes e sustentáveis tem incentivado as empresas a divulgar informações mais completas sobre o seu desempenho ambiental, social e de governança (Jin, 2025; Keeley et al., 2022; Zhao et al., 2024). Neste sentido, os critérios ESG funcionam como regras que auxiliam os investidores a decidir em quais empresas é que devem de investir, permitindo identificar as empresas que apresentam um impacto positivo na sociedade e no meio ambiente (Peixoto et al., 2022).

1.1.4 Relações entre os Critérios ESG e o Desempenho Financeiro

Segundo Broadstock et al. (2021), os investidores preocupam-se com os investimentos ESG por dois principais motivos. Em primeiro lugar, ao promoverem os critérios ESG estão a incentivar a adoção de práticas éticas de investimento, considerando não apenas o lucro, mas também o impacto ambiental e social. Em segundo lugar, o investimento em ESG tem vindo a ser cada vez mais valorizado enquanto estratégia para melhorar o desempenho dos investimentos, contribuindo para o aumento do retorno e redução dos riscos. Ao analisarem separadamente os critérios ESG, os autores descobriram que os retornos acumulados de ações estão positivamente relacionados com as pontuações ENV e GOV, mas não com a SOC. Concluíram também que (1) carteiras com elevado desempenho ESG normalmente excedem carteiras com um baixo desempenho ESG; (2) o desempenho ESG contribui para

a diminuição do risco financeiro durante crises; e (3) o papel do desempenho ESG é mais evidente em tempos de crise, do que em tempos normais. Assim, pode-se verificar uma relação positiva entre o desempenho ESG e os retornos acumulados das ações de curto prazo durante a crise provocada pelo COVID-19, atuando como um sinal de resiliência financeira (Broadstock et al., 2021).

Contudo a evidência empírica não é unânime. Berkman & Tirodkar (2024) descobriram que durante períodos de instabilidade, como a crise financeira global e a pandemia do COVID-19, as empresas com pontuações ESG mais elevadas registaram retornos esperados mais baixos. Os autores encontraram ainda uma estrutura de prazo de prêmio de risco ESG mais acentuada e positiva durante essas crises, sugerindo que os investidores esperam voltar à normalidade dentro de um ano. Assim, embora o investimento ESG possa mitigar o risco de quedas acentuadas durante as crises, não consideram que estes contribuam, de forma sistemática, para o aumento dos retornos das ações no longo prazo. De forma semelhante, Bae et al. (2021) não encontraram evidências de que a CSR tenha influenciado os retornos das ações durante o período de crise provocado pelo COVID-19, concluindo que, neste caso, não foi encontrada uma influência positiva dos critérios ESG nos retornos.

No entanto, os resultados obtidos por Xu et al. (2023) contrastam com os dois estudos anteriores, ao evidenciarem uma relação positiva entre o desempenho ESG e os retornos das ações das empresas chinesas, particularmente no período pós-crise. Estes autores destacam que a dimensão ambiental foi a que apresentou um maior impacto positivo nos retornos das ações, enquanto os efeitos das dimensões social e de governança foram menos consistentes. Para além disso, os impactos positivos do ESG foram mais acentuados em empresas localizadas em regiões com menor confiança e em empresas com menor cobertura de analistas. Por fim, sublinham que a responsabilidade ESG contribuiu para reforçar a resiliência dos preços das ações durante a pandemia do COVID-19.

Outros estudos indicam que o impacto do ESG depende do setor de atividade, como o estudo de Boldeanu et al. (2022), onde mostraram que, no setor elétrico europeu, o pilar ambiental teve um impacto positivo nos retornos financeiros e um impacto negativo no pilar da governança nas empresas de energia renovável, ao contrário das empresas tradicionais.

Ao nível da decomposição dos pilares ESG, diversos estudos evidenciam diferentes impactos. Velte (2017) constata que o ESG total e o individual apresentam um impacto

positivo no desempenho financeiro baseado no ROA, mas surpreendentemente não existe um impacto significativo baseado no mercado. Ao analisar de forma individual as componentes do ESG puderam constatar que o GOV apresentou maior impacto no desempenho financeiro do que o ENV e a SOC. Esta ideia é reforçada por Yilmaz (2021) que encontrou uma relação positiva e acentuada entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro, mas que só as pontuações ESG em conjunto é que apresentaram resultados significativos, sendo que em separado apresentaram resultados insignificantes, o que reforça a importância das pontuações ESG totais como fator explicativo do desempenho financeiro. Peng & Isa (2020), por sua vez, concluíram que as práticas ESG estão positivamente relacionadas com o desempenho financeiro das empresas, tanto de forma agregada como individualmente, sugerindo que as empresas que apresentarem boas práticas ESG conseguem aumentar o desempenho.

O estudo de Sila & Cek (2017) analisa também de forma individual os pilares ESG no desempenho económico, chegando à conclusão que a dimensão social foi a que apresentou um impacto mais positivo no desempenho económico, enquanto que a governança não apresentou qualquer impacto nesse desempenho. Por outro lado, o estudo de Parikh et al. (2023) analisou também o impacto individual dos pilares ESG, com foco no retorno das ações dos acionistas, concluindo que o fator de governança é o único fator que apresenta um impacto positivo na criação de valor para os acionistas e que o fator social foi insignificante para os retornos, principalmente a curto-prazo. Estes autores, acrescentam que as motivações financeiras são importantes para estimular as práticas dos fatores ENV e SOC e as práticas de governança essenciais para melhorar a riqueza dos acionistas.

Num estudo mais recente, Jin (2025) analisou os efeitos entre os pilares ESG no *Corporate Financial Performance* (CFP), verificando que o desempenho da governança e o ambiental apresentaram um impacto positivo no CFP, sendo este último mais acentuado. Contudo, salienta que o ENV apresenta retornos decrescentes elevados e o GOV retornos decrescentes mínimos. Já o desempenho social influencia negativamente o CFP, tornando-se mais forte à medida que o desempenho aumenta.

No que respeito ao papel das práticas ESG em contexto de crise, Bouslah et al. (2018) sugerem que as empresas necessitam de ter pontos fortes no âmbito de *Social Performance* (SP) de modo a aproveitar a redução dos riscos durante o período de crise, realçando que a relação entre a SP e o risco é diferente consoante o período (pós-crise ou pré-crise). Ao

analisarem o impacto da SP no risco empresarial durante e após a crise financeira 2008-2009, apresentaram evidências empíricas sólidas que a SP, especialmente os pontos fortes, atuam como uma ferramenta eficaz para mitigar os riscos nos momentos adversos. De igual modo, Ahmad et al. (2023) investigou o impacto da crise financeira global 2007-2010 no desenvolvimento financeiro e não financeiro das empresas do Reino Unido, onde concluíram que o desempenho financeiro e os critérios ESG diminuíram durante a crise financeira. Acrescentam ainda que as empresas podem utilizar os fatores ESG, *Corporate Governance* (CG) e a dimensão organizacional como estratégias para impulsionar o desempenho financeiro, principalmente durante uma crise financeira.

Vários estudos têm também explorado os fatores contextuais e organizacionais como condicionantes do impacto ESG. O estudo de Bruna et al. (2022) analisou o impacto do desempenho ESG no desempenho financeiro das empresas europeias, concluindo que existe uma relação não linear entre as práticas ESG e o desempenho financeiro, variando de acordo com o tamanho da organização e o nível das práticas ESG. A introdução da divulgação obrigatória das práticas ESG poderá ter impulsionado as empresas a prestarem mais atenção às suas práticas sustentáveis, impactando positivamente o desempenho financeiro das mesmas. Outro estudo realizado por Chen et al. (2023), demonstra que o desempenho ESG está positivamente relacionado com o desempenho financeiro das empresas, destacando que os impactos positivos do desempenho ESG são mais acentuados em empresas de grande dimensão, em contextos de alto risco e em países mais desenvolvidos. Salientam ainda que, as empresas ao partilhar os dados ESG conseguem obter uma melhor imagem, o que atrai o financiamento, diminui os seus custos e aumenta o valor de mercado.

Com o objetivo de analisar o impacto do ESG no valor da empresa e na lucratividade, os autores Aydoğmuş et al. (2022) demonstraram que a pontuação ESG está relacionada positivamente tanto com o valor da empresa como com a rentabilidade. As dimensões SOC e GOV apresentaram a mesma relação positiva em ambas as métricas financeiras e a dimensão ENV revelou-se significativa apenas em relação à lucratividade, sugerindo assim que investir em elevado desempenho ESG promove o retorno financeiro para a empresa em termos de valor e de lucratividade, contribuindo para o desempenho financeiro. No mesmo sentido, o estudo de Wang (2024) verifica que um nível ESG mais elevado impacta positivamente o desempenho financeiro, tanto as pontuações totais como as pontuações individuais, existindo assim uma relação positiva entre as pontuações ESG totais, a

lucratividade e o valor da empresa. O estudo destaca a importância da integração dos critérios ESG nas estratégias de investimento e nos processos de tomada de decisão como caminho para um crescimento econômico sustentável. Ainda os autores Chen & Xie (2022) ao analisarem o impacto da divulgação ESG no desempenho financeiro das empresas, verificaram que a divulgação ESG apresentou um efeito benéfico no desempenho financeiro, sendo este efeito mais acentuado em empresas que apresentem investidores ESG, maior tempo de operação, alta atenção dos *media* e altos custos de agência. Esta divulgação acaba por atrair investidores ESG, podendo melhorar o desempenho financeiro a longo prazo.

Ding et al. (2024), acrescentam que o desempenho financeiro atua como mediador no efeito positivo entre ESG e a redução do risco sistêmico, mas não de forma imediata, realçando a importância que desempenho financeiro representa como um intermediário fundamental, devendo as empresas prestar mais atenção às práticas ESG no desempenho financeiro. Habib & Mourad (2024) reforçam a importância das práticas ESG como motor de melhoria contínua do desempenho financeiro, defendendo que as empresas com classificações mais elevadas demonstram uma maior capacidade de resiliência, mesmo em períodos de crise. Além disso, destacam o papel da crise, que afetou de forma negativa o desempenho financeiro das empresas.

Por outro lado, Wu et al. (2024) alertam que as empresas com altas pontuações ESG e sem lucratividade não obtêm um bom desempenho no mercado, reforçando a ideia de que as empresas devem-se preocupar em equilibrar os fatores ESG com o desempenho econômico. Desta forma, os critérios ESG podem contribuir para a melhoria do desempenho da empresa, ajudando-a a manter a sustentabilidade, alcançar uma vantagem competitiva, estabelecer uma boa reputação entre os investidores, reforçar a confiança dos *stakeholders* e sustentar o desempenho sustentável a longo prazo (Chen et al., 2023), sendo estas práticas fundamentais para que os responsáveis pelas decisões numa empresa consigam melhorar o desempenho financeiro, alcançando assim uma melhoria contínua (Habib & Mourad, 2024). Barbosa et al. (2023) realçam ainda que independentemente da nacionalidade das empresas, estas têm vindo a adotar práticas ESG nas suas estratégias, fortalecendo o desempenho da sustentabilidade corporativa.

Por fim, Friede et al. (2015) realizaram uma meta-análise de segunda ordem, concluindo que 90% dos estudos verificaram uma relação não negativa entre as práticas ESG e o desempenho financeiro, sendo que a maioria desses estudos relatam uma relação positiva.

Esta relação revelou-se estável ao longo do tempo, reforçando a ideia de que os fatores ESG constituem um fator relevante para a criação de valor de forma sustentável. Alshehhi et al. (2018) acrescentam que 78% dos artigos examinados apresentaram uma relação positiva entre a sustentabilidade corporativa e o desempenho financeiro. Além disso, ainda perceberam que a literatura está aos poucos a substituir a sustentabilidade total (ESG) pela CSR mais restrita, sendo esta dominada pela dimensão social, abrangendo quase nada, ou mesmo nada das dimensões ambiental e económica.

1.2 Resiliência Empresarial

O conceito de resiliência no mundo dos negócios e da gestão tem vindo a crescer e a evoluir de forma significativa, especialmente face ao aumento da complexidade e incerteza. Apesar da sua difusão, continua a existir uma certa ambiguidade na sua definição, existindo diferentes perspetivas analíticas aplicadas (Hillmann, 2021).

A origem do conceito surgiu com o trabalho de Holling (1973), onde definiu o conceito como a capacidade de um ecossistema de responder às alterações ambientais imprevistas e de recuperar de forma rápida à sua condição inicial. A partir da década de 1980, o termo de resiliência começou a ganhar destaque na investigação relacionada com as organizações (Raetz et al., 2022), sendo posteriormente desenvolvido por vários autores (**Tabela 2**).

Vogus & Sutcliffe (2007) definiram o conceito de resiliência como uma manutenção do ajuste positivo em condições desafiadoras, permitindo que a organização saia dessas condições mais fortalecida e criativa. No termo “condições desafiadoras” incluem-se os erros discretos, escândalos, crises e choques, interrupções e riscos contínuos. Assim, o conceito de resiliência refere-se, de forma geral, às capacidades que uma empresa possui para enfrentar possíveis ameaças externas em contextos ambientais especialmente desafiadores.

De forma semelhante, os autores Ramezani & Camarinha-Matos (2020) identificaram três dimensões para o conceito de resiliência, sendo: (1) a capacidade de um sistema conseguir superar um trauma, garantindo estabilidade; (2) a capacidade para manter o estado desejável, seja regressar a um novo equilíbrio ou uma condição desejável; e (3) a resistência a situações de stress, focando-se na capacidade de adaptação e transformação gradual. Desta forma, e na mesma ideia que Vogus & Sutcliffe (2007), Ramezani & Camarinha-Matos (2020)

afirmaram que o conceito de resiliência permite que organização regresse ao seu estado inicial após enfrentar uma crise.

Complementarmente, Rai et al. (2021) alertam que quando se fala em resiliência é importante perceber que as principais preocupações são a vulnerabilidade organizacional, interrupções e complexidade que uma empresa enfrentará. Mehta et al. (2024) realçam que a resiliência assenta numa flexibilidade mental, emocional e comportamental que permite à organização ajustar-se a condições desafiadoras ou inesperadas.

A resiliência organizacional baseia-se em quatro pilares, sendo eles: Preparação, Capacidade de Resposta, Adaptabilidade e Aprendizagem. A Preparação está relacionada com a compreensão dos riscos e ameaças que possam surgir, tendo a consciência das possíveis soluções para as mesmas; a Capacidade de Resposta diz respeito ao tempo que é necessário para colocar em prática o plano perante um desafio; a Adaptabilidade é a habilidade de a organização se conseguir ajustar a novas circunstâncias, lidando com as mudanças que possam vir a surgir perante uma crise; e por fim, a Aprendizagem refere-se à absorção de conhecimentos adquiridos após o período de crise, avaliando os riscos e identificando os problemas e soluções possíveis. Para além disso, a organização precisa de ter uma base sólida de capital cultural e social, sendo estes pilares cruciais para aprimorar a capacidade de uma organização de resistir e se recuperar a eventos disruptivos (Koronis & Ponis, 2018; Mehta et al., 2024).

Duchek (2020) propõe uma visão de resiliência como uma habilidade organizacional estratégica que promove uma inovação contínua e uma adaptação rápida. Para o autor, trata-se de uma fonte de vantagem competitiva sustentável, a ser constantemente desenvolvida pelas empresas.

Deste modo, as organizações resilientes conseguem perceber mais rapidamente os sinais fracos do que outras, uma vez que desenvolveram melhores capacidades para conseguir responder a eventos inesperados que possam vir a surgir, aumentando a capacidade de adaptação e sobrevivência (Vogus & Sutcliffe, 2007). A capacidade de adaptação é essencial para a resiliência, considerando que nem todos os riscos podem ser evitados (Alizadeh et al., 2023). Os últimos sublinham ainda que, especialmente em economias com sistemas educacionais e económicos tradicionais, essa capacidade de adaptação é vital para a sobrevivência organizacional em ambientes incertos.

Tabela 2 - Definições relativas à resiliência

Conceitos	Autores
“A resiliência determina a persistência das relações dentro de um sistema e é uma medida da capacidade destes sistemas para absorverem alterações de variáveis de estado, variáveis de direção e parâmetros, e ainda persistirem. Nesta definição, resiliência é a propriedade do sistema e persistência ou probabilidade de extinção é o resultado.”	(Holling, 1973, p.17)
“A resiliência transformadora não se limita à resistência aos choques e à conservação das estruturas existentes, mas também à capacidade dos sistemas para se reorganizarem, reconfigurarem, reestruturarem e até reinventarem, quando necessário, em resposta a perturbações.”	(Ramezani & Camarinha-Matos, 2020, p.3)
“Manutenção de um ajuste positivo em condições desafiadoras, de modo a que a organização saia dessas condições reforçada e com mais recursos.”	(Vogus & Sutcliffe, 2007, p.3418)

Fonte: Elaboração própria.

1.3 Conceito de Crises

Segundo Rosenthal et al. (1989), uma crise representa uma séria ameaça para as estruturas básicas ou para os valores e normas fundamentais de um sistema social, que sob pressão de tempo e em circunstâncias altamente incertas, necessita de tomar decisões críticas. Boin (2004, p.167) acrescenta que uma crise é “como um estado de fluxo durante o qual as estruturas institucionais de um sistema social são desenraizadas”.

No contexto organizacional, a resposta a uma crise depende fortemente da capacidade da empresa gerir de forma eficaz os seus recursos organizacionais. Esta gestão torna-se particularmente relevante em situações desencadeadas por fenómenos disruptivos, como

catástrofes naturais ou períodos de recessão económica profunda, tal como a crise financeira global iniciada em 2008 (Lengnick-Hall et al., 2011).

Durante uma crise, as empresas enfrentam diversos desafios que colocam à prova as suas estratégias de resiliência num elevado contexto de incerteza. Mesmo com algum aviso prévio, as crises tendem a gerar alterações inesperadas em regulamentações e políticas e comportamentos do mercado, obrigando as organizações a reagir em condições de elevada incerteza (Nguyen et al., 2023). Como salientam Skoufias (2003) e Brada et al. (2021), nas últimas décadas a economia global foi marcada por dois eventos disruptivos de grande escala, sendo eles a crise financeira global que iniciou em 2008 e a pandemia do COVID-19 em 2020.

A crise financeira global teve início em agosto de 2007 devido, em grande parte, ao colapso do mercado de hipotecas *subprime* nos Estados Unidos, afetando gravemente o desempenho dos bancos comerciais, que mais tarde afetou o desempenho das empresas (Ahmad et al., 2023). Lee & Shields (2011) referem que durante períodos de recessão a atividade económica diminui, provocando uma redução do consumo e do investimento, um aumento do desemprego e a queda dos lucros das empresas, afetando negativamente a população. Estes autores referem a recessão como “um período associado a uma redução da atividade e a dificuldades económicas para um número substancial de pessoas” (Lee & Shields, 2011, p.45).

Mais recentemente em março de 2020, a Organização Mundial da Saúde (OMS) anunciou o COVID-19 como uma pandemia global, provocando a volatilidade dos mercados financeiros e o encerramento dos negócios (Walker et al., 2024). Esta pandemia representou um choque sem precedentes, onde em primeiro lugar, a crise e o consequente bloqueio económico configuraram um impacto inesperado nos mercados das ações globais. Em segundo lugar, tratou-se de um choque exógeno, provocado por uma crise de saúde pública e não por fatores económicos, o que originou uma queda significativa dos mercados financeiros (Albuquerque et al., 2020). As consequências foram particularmente graves nas economias mais desenvolvidas, onde os efeitos económicos superaram os da crise financeira de 2008, causando um efeito negativo na situação económica (Galindo-Martín et al., 2021). Devido à sua natureza e escala, a pandemia tem sido amplamente reconhecida como um dos maiores desafios enfrentados pela humanidade nas últimas décadas (Alizadeh et al., 2023).

Neste novo contexto de crise, surgiu uma atenção reforçada ao compromisso ambiental, social e de governança das empresas (Bae et al., 2021). Xu et al. (2023) sublinham que o impacto da crise causou preocupações quanto ao papel dos critérios ESG na criação de valor para os acionistas. Assim, as crises mais recentes evidenciam não apenas a importância da resiliência organizacional, mas também o papel crescente dos fatores ESG na forma como as empresas são avaliadas e como gerem os seus riscos e oportunidades em ambientes incertos (Xu et al., 2023).

1.4 Resiliência Empresarial em Contexto de Crise

A sobrevivência e a eficiência de uma organização dependem da resiliência das empresas quando são ameaçadas pelas crises, como a pandemia do COVID-19 (Nguyen et al., 2025). Ao contrário das crises económicas, crises causadas por catástrofes naturais ou doenças, são mais desafiadoras, uma vez que exigem medidas não económicas para dirigir a economia de uma forma mais eficaz (Nguyen et al., 2023). Desta forma, o caso da pandemia do COVID-19 teve um impacto significativo no setor económico, afetando maioritariamente as empresas em fase inicial, levando os empreendedores a apostar num processo contínuo de inovação, tornando-se mais versáteis e garantindo a capacidade de inovar de forma constante (Aldianto et al., 2021).

Importa ainda referir que, segundo Gianiodis et al. (2022), a pandemia impactou não só as empresas em fase inicial, mas todos os níveis da sociedade, desde empresas a funcionários e famílias, afetando a procura, oferta, produção e consumo, fazendo com o desenvolvimento económico atingisse níveis muito baixos (Rai et al., 2021). A crise fez com que as pessoas percebessem melhor o quão frágeis e vulneráveis são as sociedades em que vivemos e a sua rápida evolução, levando a uma mudança do nosso comportamento e maneira de viver (Arcese & Traverso, 2021). Mais especificamente a crise do COVID-19 impactou negativamente as ações de valor de mercado das empresas (Habib & Mourad, 2024).

Em resposta aos desafios impostos pela pandemia, o conceito de resiliência ganhou destaque, assumindo um papel central nas discussões sobre a sobrevivência empresarial (Gianiodis et al., 2022). Perante esta crise global as empresas resilientes apresentam maior capacidade de se adaptar e evoluir para uma era pós-COVID (Hadjielias et al., 2022). Observou-se que diversas organizações demonstraram uma maior capacidade de antecipação, adaptação e resiliência aos efeitos adversos da crise do COVID-19, e outras organizações apesar de terem sido afetadas, conseguiram recuperar-se mais rápido do que outras (Rai et al., 2021). No

estudo de Lee et al. (2024), as empresas de hospitalidade obtiveram melhor desempenho operacional durante a crise financeira de 2008 e apresentaram melhor desempenho baseado no mercado durante a pandemia do COVID-19, destacando diferentes efeitos de resiliência durante as duas crises analisadas.

Neste contexto, torna-se essencial que as empresas desenvolvam capacidades de resiliência para enfrentar eventos adversos (Imeni & Edalatpanah, 2023). Importa salientar que tanto a resiliência como o crescimento empresarial não devem de ser encarados como reações pontuais a uma única crise, mas sim como processos contínuos e dinâmicos que se desenvolvem ao longo de diferentes processos e estágios (Mehta et al., 2024).

1.5 Relação entre a Sustentabilidade e a Resiliência Empresarial

A sustentabilidade e a resiliência empresarial, embora conceitos distintos, têm vindo a revelar uma interdependência crescente, especialmente em contextos de elevada incerteza. A integração dos critérios ESG pode reforçar a capacidade adaptativa das empresas, promovendo o seu crescimento (Balugani et al., 2020).

Desta forma, torna-se essencial que os governos considerem tanto a atividade corporativa dos fatores ESG, como a capacidade tecnológica ao desenhar programas de subsídios para potencializar a eficácia da organização (Zhao et al., 2024). A implementação das práticas de sustentabilidade e de resiliência nas suas estratégias, permite às empresas responder de forma mais eficaz a desafios, alcançando o sucesso sustentável a longo prazo (Mehta et al., 2024). Assim, as empresas que apresentem estruturas ESG consolidadas, normalmente possuem políticas de saúde e segurança resistentes, envolvimento com todas as partes interessadas e *supply chains* ajustáveis, contribuindo para o aumento da resiliência durante as crises (Walker et al., 2024).

De acordo com Weber (2023) a resiliência organizacional não depende de uma única estratégia, mas sim de várias formas de respostas a situações imprevisíveis. Neste sentido a sustentabilidade pode desempenhar um papel importante, reforçando a capacidade das organizações para resistir perante diversas crises. O estudo de Zhao et al. (2024) reforça esta ideia ao concluir que os subsídios governamentais têm um impacto significativo na resiliência empresarial, sobretudo para as empresas que apresentam um alto desempenho ESG e uma forte capacidade tecnológica, traduzindo assim um aumento da resiliência empresarial face às oscilações e incertezas do mercado. Adicionalmente Rai et al. (2021)

observam uma relação positiva entre os princípios sociais da sustentabilidade e a capacidade de recuperação das sociedades em contexto de crise, destacando a importância da coesão social na resiliência organizacional.

Neste sentido, diversos estudos evidenciam que o desempenho positivo dos critérios ES esteve associado a uma maior capacidade de resistência empresarial durante a crise do COVID-19. O estudo de Albuquerque et al. (2020) evidencia que durante o primeiro trimestre de 2020, as empresas com classificações ambientais e sociais mais elevadas apresentam significativamente maiores retornos, menor volatilidade e margens de lucro operacional superiores. Para além disso, os autores Zhang et al. (2022) analisaram a relevância da CSR para as empresas durante a pandemia do COVID-19, onde e a partir dos dados de empresas cotadas na China, descobriram que um elevado nível de CSR contribuiu para o aumento dos retornos das ações. Os autores ainda destacaram que a análise dos mecanismos revela que a CSR pode melhorar o desempenho da organização durante períodos de crise, melhorando a resiliência organizacional.

Wang et al. (2024) comprovam que as empresas com melhor desempenho ESG apresentam níveis superiores de resiliência, medidos através de um maior retorno económico sobre os ativos e de uma menor probabilidade de insolvência. O estudo revela que todos os pilares ESG contribuem para uma melhor resiliência corporativa, sendo o pilar da governança o mais influente. Além disso, a interação com os investidores, a presença de investimentos estratégicos e uma relação de qualidade entre a empresa e o governo desempenham um papel moderador no processo de desempenho da responsabilidade ESG que afeta a resiliência organizacional. Os efeitos positivos do desempenho ESG sobre a resiliência organizacional variam consoante características heterogéneas, como o facto de se tratarem de empresas privadas, atuarem em setores com baixas emissões de carbono e de receberem maior atenção por parte dos analistas. Os autores destacam ainda que o impacto das práticas ESG na resiliência organizacional não é imediato, sendo influenciado por um desfasamento temporal.

No entanto, existem algumas evidências que sugerem que a relação entre os critérios ESG e a resiliência não é uniforme. Walker et al. (2024) exploraram a relação entre o papel dos fatores ESG e o comportamento dos investidores durante a pandemia do COVID-19, onde verificaram que os critérios ESG não influenciaram significativamente os retornos das ações durante a crise estudada. Os autores concluíram que, embora as pontuações ESG melhorem

a imagem e apoiem a resiliência a longo prazo, poderá não acontecer a curto prazo, devendo as empresas aplicarem outras estratégias de gestão de risco para além das estratégias ESG, não devendo assumir que altas classificações ESG provoquem um melhor desempenho em tempos de crise.

Em suma, as principais conclusões sobre a relação entre a resiliência e a sustentabilidade encontram-se compiladas na **Tabela 3**.

Tabela 3 - Principais conclusões sobre a relação entre a resiliência e a sustentabilidade

Principais Conclusões	Autores
As organizações com maiores classificações ES registaram maior resiliência e desempenho durante o COVID-19.	(Albuquerque et al., 2020)
As organizações que implementarem práticas de sustentabilidade e de resiliência conseguem adaptar-se a ambientes incertos e alcançar o sucesso sustentável em longo prazo.	(Mehta et al., 2024)
A resiliência tem um impacto positivo na sustentabilidade, especialmente nos princípios sociais e na recuperação da sociedade perante crises.	(Rai et al., 2021)
Os critérios ESG podem melhorar a imagem e apoiar a resiliência em longo prazo, mas o impacto no curto prazo é limitado, durante crises como a pandemia do COVID-19.	(Walker et al., 2024)
As empresas com melhor desempenho ESG apresentam uma maior resiliência organizacional, especialmente se	(Wang et al., 2024)

forem privadas, tiverem baixa intensidade carbónica e receberem atenção dos analistas.	
A sustentabilidade pode contribuir para a capacidade da organização de enfrentar crises, reforçando a resiliência.	(Weber, 2023)
A CSR, fator da sustentabilidade, contribuiu para melhorar o desempenho das organizações, aumentando a resiliência organizacional durante a pandemia.	(Zhang et al., 2022)
As empresas com elevado desempenho ESG mostraram maior resiliência face às oscilações e a incertezas no mercado.	(Zhao et al., 2024)

Fonte: Elaboração própria.

Desta forma, esta dissertação pretende compreender como é que a qualificação de sustentabilidade pode potenciar a capacidade das empresas europeias enfrentarem tempos incertos com maior eficiência. Perante os desafios colocados pelas crises, torna-se cada vez mais evidente que a sustentabilidade representa um fator estratégico essencial para as empresas, impulsionando a necessidade de repensar os modelos de gestão, as estruturas organizacionais e os mecanismos de resposta a riscos. A literatura mostra que a adoção de práticas sustentáveis, através da qualificação de sustentabilidade como os critérios ESG, pode contribuir para o aumento da resiliência empresarial, que se releva essencial para a capacidade de adaptação e manutenção das empresas em contextos de elevada incerteza.

Assim, a integração entre a sustentabilidade e a resiliência empresarial apresenta relevância para a compreensão do desempenho financeiro em tempos de crise, reforçando a hipótese de que empresas com maior qualificação sustentável estão melhor preparadas para enfrentar ambientes incertos, sustentando teoricamente a formulação do problema de investigação e fundamentando a análise empírica subsequente.

2 Metodologia Aplicada

Os desenhos de investigação consistem em planos e procedimentos que orientam todo o processo de investigação, desde os pressupostos gerais até métodos específicos e análise de dados. A escolha do desenho metodológico depende da natureza da questão de investigação, da experiência do investigador e do público-alvo do estudo (Creswell & Creswell, 2017).

Esta secção tem como propósito descrever a metodologia adotada neste estudo, nomeadamente o tipo de investigação desenvolvida. Sendo assim, recorre-se a uma abordagem quantitativa, a qual se revela particularmente adequada para testar hipóteses e identificar relações estatisticamente significativas entre variáveis mensuráveis. Tal como referido por Creswell & Creswell (2017), a investigação quantitativa permite analisar de forma objetiva os fenómenos em estudo, através da recolha de dados numéricos e análises por meio de procedimentos estatísticos.

Neste contexto, o estudo baseia-se na análise de dados secundários obtidos através da base de dados Refinitiv Eikon, permitindo avaliar o principal objetivo desta investigação. Este passa por analisar o impacto da qualificação de sustentabilidade, representado através das pontuações ESG, sobre a resiliência empresarial em contexto de crise, no universo das empresas europeias cotadas em bolsa.

A resiliência neste estudo é operacionalizada através de dois indicadores de desempenho financeiro: o *Return on Assets* (ROA) e o valor de mercado sobre ativos (MVALUE). Para além da variável ESG agregada, são igualmente analisadas as três componentes isoladamente (ENV, SOC e GOV), o impacto do investimento, a ocorrência de crises, o tamanho das empresas e o seu nível de endividamento.

A análise empírica baseia-se na estimação de modelos de dados em painel com efeitos fixos (FE - *Fixed Effects*), uma abordagem para controlar a heterogeneidade não observável entre as empresas, assumindo que estas características se mantêm constantes ao longo do tempo. Este modelo permite isolar o impacto das variáveis explicativas sobre os indicadores de desempenho, controlando simultaneamente os efeitos específicos da cada empresa ao longo do tempo (Wooldridge, 2013).

2.1 Hipóteses de Investigação

Com base na revisão de literatura desenvolvida nos capítulos anteriores, destaca-se que a sustentabilidade empresarial, medida através das pontuações ESG, tem vindo a ser associada por diversos estudos a uma maior capacidade de resiliência, competitividade e criação de valor. De igual forma, o investimento em ativos constitui uma variável importante na explicação do desempenho financeiro, ao passo que a ocorrência de crises tende a afetar negativamente os resultados das empresas. Tendo em conta estes fundamentos teóricos, definiram-se as seguintes hipóteses de investigação com o intuito de testar empiricamente o impacto das variáveis mencionadas sobre os indicadores do desempenho empresarial.

As hipóteses, apresentadas na **Tabela 4**, foram organizadas em função das duas variáveis dependentes, o ROA, medindo o desempenho da empresa com base na contabilidade e o MVALUE medindo o desempenho de valor baseado no mercado.

Tabela 4 - Hipóteses de investigação formuladas

Desempenho ESG	H1a	Existe uma relação positiva entre as pontuações ESG agregadas e o ROA.
	H1b	Existe uma relação positiva entre as pontuações ESG agregadas e o MVALUE.
	H1c	As três dimensões do ESG influenciam positivamente o ROA.
	H1d	As três dimensões do ESG influenciam positivamente o MVALUE.
Investimento	H2a	O investimento apresenta um impacto positivo no ROA.
	H2b	O investimento apresenta um impacto positivo no MVALUE.

Ocorrência de crises	H3a	As crises têm um impacto negativo no ROA.
	H3b	As crises têm um impacto negativo no MVALUE.

Fonte: Elaboração própria.

2.2 Amostra

A amostra utilizada neste estudo é composta por 588 empresas europeias do setor privado cotadas em bolsa, abrangendo tanto empresas financeiras como não financeiras. A seleção das empresas foi realizada com base na disponibilidade de dados completos para as variáveis em análise, no período compreendido entre os anos 2004 e 2023, incluindo a ocorrência de crises, como a crise financeira global de 2008 e a pandemia de COVID-19 em 2020.

A informação foi extraída da base de dados Refinitiv Eikon, uma plataforma amplamente reconhecida pela sua abrangência e fiabilidade na disponibilização de dados financeiros e indicadores ESG. Através desta base de dados, foram recolhidos os dados necessários à construção das variáveis dependentes, o ROA e MVALUE, bem como os indicadores ESG agregados e as suas subcomponentes. A escolha desta base justifica-se pela sua extensa cobertura do universo de empresas europeias cotadas em bolsas e pela disponibilização de indicadores padronizados, essenciais à comparabilidade dos dados ao longo do tempo.

É ainda de salientar que, embora o número de empresas analisadas seja constante ao longo dos modelos, o número de observações varia ligeiramente consoante a variável em análise, situando-se entre 9.010 e 9.059 observações. Esta variação resulta da disponibilidade desigual de dados financeiros e de sustentabilidade para algumas variáveis ao longo do período em análise, conduzindo a um painel não balanceado.

Para garantir a diversidade e representatividade da amostra, foram incluídas empresas de diferentes setores de atividade (**Tabela 5**), de modo a evitar que as características específicas de um único setor influenciem de forma desproporcional os resultados obtidos. A classificação setorial foi realizada com base na metodologia *Global Industry Classification Standard* (GICS), desenvolvida pela *Standard & Poor's* (S&P) e pela *Morgan Stanley Capital International* (MSCI). Este sistema, amplamente utilizado em contexto internacional, une as empresas em onze setores principais, subdivididos em grupos

industriais, indústrias e sub-indústrias, permitindo uma análise padronizada e comparável a nível global.

Tabela 5 - Classificação dos setores da amostra segundo o sistema GICS

Código GICS	Setor
10	<i>Energy</i> (Energia)
15	<i>Materials</i> (Materiais)
20	<i>Industrials</i> (Indústrias)
25	<i>Consumer Discretionary</i> (Consumo discricionário)
30	<i>Consumer Staples</i> (Bens de consumo básico)
35	<i>Health Care</i> (Cuidados de Saúde)
40	<i>Financials</i> (Finanças)
45	<i>Information Technology</i> (Tecnologia da informação)
50	<i>Communication Services</i> (Serviços de comunicação)
55	<i>Utilities</i> (Serviços públicos)
60	<i>Real Estate</i> (Imobiliário)

Fonte: Elaboração própria.

3 Modelos

A análise empírica recorre à estimação de modelos de dados em painel com efeitos fixos (*Fixed Effects*), considerados apropriados para controlar a heterogeneidade não observável entre empresas, a qual se mantém constante ao longo do tempo. Esta abordagem permite isolar o impacto das variáveis explicativas sobre o desempenho financeiro, evitando possíveis enviesamentos provocados por características específicas de cada empresa, como por exemplo o setor de atuação, a estrutura organizacional ou a cultura corporativa.

Foram utilizadas duas variáveis dependentes: o ROA, que representa o desempenho da empresa, com base na contabilidade, e o MVALUE sendo o indicador de desempenho de valor, baseado no mercado. Para cada uma destas variáveis foram estimados cinco modelos econométricos: o Modelo 1 incluiu a variável explicativa ESG agregada e o investimento (LNCAPEX); o Modelo 2 considera apenas o pilar ambiental (ENV) com o LNCAPEX; o Modelo 3 inclui apenas o pilar social (SOC) e o LNCAPEX; o Modelo 4 avalia o pilar da governança (GOV) com o LNCAPEX; e por fim, o Modelo 5 integra simultaneamente os três pilares ESG (ENV, SOC e GOV) com o LNCAPEX.

Em todos os modelos foram incluídas variáveis de controlo contextuais, nomeadamente *dummy* de crise para os anos de 2009, 2020 e 2022 e variáveis de controlo empresariais, como a dimensão (SIZE) e o nível de endividamento (LEV). A inclusão destas variáveis contextuais tem o objetivo de compreender o efeito de fatores exógenos e características estruturais das empresas sobre o desempenho financeiro das mesmas.

A análise foi realizada com base em dados anuais compreendidos entre 2004 e 2023, tendo sido assegurada a robustez estatística dos resultados através da utilização de erros-padrão robustos. Nas tabelas correspondentes a cada um dos modelos mencionados encontram-se os coeficientes estimados, juntamente com os erros-padrão (entre parênteses), os valores do R-quadrado, *F-Stat* e os níveis de significância estatística (*p-value*), onde *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

3.1 Descrição das Variáveis

Antes de apresentar os resultados empíricos, importa clarificar a natureza e a definição das variáveis incluídas nos modelos econométricos. A **Tabela 6** sintetiza as variáveis consideradas na análise, classificando-as segundo a sua tipologia (dependente, independente

ou de controlo), acompanhadas da respetiva definição e do papel que desempenham na investigação.

As variáveis dependentes utilizadas são o ROA, que mede o desempenho contabilístico da empresa, calculado como o rácio entre o resultado líquido e o total de ativos, e o MVALUE, que corresponde ao valor de mercado da empresa sobre os ativos totais, funcionando como *proxy* do desempenho de mercado.

No que diz respeito às variáveis independentes, foram incluídas as pontuações ESG, tanto de forma agregada como desagregada nas suas três dimensões: ambiental (ENV), social (SOC) e de governança (GOV), bem como a variável de investimento, representada pelo logaritmo natural das despesas de capital (LNCAPEX). O *Capital Expenditures* (CapEx) corresponde aos fundos utilizados pelas empresas para adquirir, melhorar ou manter os ativos tangíveis de longo prazo, como edifícios, instalações, equipamentos ou tecnologia. Este indicador reflete o esforço da empresa em expandir ou reforçar a sua capacidade produtiva, sendo frequentemente utilizado como métrica da intensidade do investimento empresarial com o impacto futuro.

Foram ainda integradas variáveis de controlo de contexto, sob a forma de *dummy* para os anos de crise: a crise financeira de 2009 (DM09), a pandemia do COVID-19 em 2020 (DM20) e a crise provocada pela guerra entre a Rússia e a Ucrânia em 2022 (DM22). Estas variáveis assumem o valor de 1 nos respetivos anos e 0 nos restantes.

Adicionalmente foram consideradas variáveis de controlo ao nível empresarial, nomeadamente a dimensão da empresa (SIZE), medida pelo logaritmo dos ativos totais, e o grau de endividamento (LEV), calculado com o rácio entre a dívida total e capitais próprios.

Tabela 6 - Descrição das variáveis incluídas nos modelos de econométricos com efeitos fixos

Variável	Tipologia	Definição	Dimensão
ROA	Variável dependente	Resultado líquido / Ativos totais	Desempenho contabilístico

MVALUE	Variável dependente	Capitalização bolsista / Ativos totais	Desempenho de mercado
LNCAPEX	Variável independente	Logaritmo natural do valor do CapEx	Investimento
ESG	Variável independente	ESG Score (pontuação agregada)	Sustentabilidade (agregada)
ENV	Variável independente	Pontuação do pilar ambiental	Sustentabilidade (Pilar ambiental)
SOC	Variável independente	Pontuação do pilar social	Sustentabilidade (Pilar social)
GOV	Variável independente	Pontuação do pilar da governança	Sustentabilidade (Pilar de governança)
DM09	Variável controlo de contexto	<i>Dummy</i> = 1 se o ano for 2009	Contexto de crise
DM20	Variável controlo de contexto	<i>Dummy</i> = 1 se o ano for 2020	Contexto de crise
DM22	Variável controlo de contexto	<i>Dummy</i> = 1 se o ano for 2022	Contexto de crise

SIZE	Variável controle da empresa	Logaritmo natural dos ativos totais	Estrutura empresarial
LEV	Variável controle da empresa	Dívida total / Capitais próprios	Estrutura financeira

Fonte: Elaboração própria.

3.2 Resultados e Discussão

Esta secção apresenta e discute os resultados obtidos com base na estimação de modelos com efeitos fixos, aplicados a um painel de 588 empresas europeias cotadas em bolsa, no período compreendido entre 2004 e 2023. As regressões foram realizadas separadamente para as duas variáveis dependentes consideradas: o ROA e o MVALUE, sendo que os coeficientes apresentados resultam do estimador *within* com erros-padrão robustos.

Para efeitos de análise, os resultados são avaliados com base nos cinco modelos econométricos definidos anteriormente, com o objetivo de avaliar o impacto dos fatores ESG, do investimento e das variáveis de controlo sobre o desempenho financeiro e de mercado. A interpretação dos resultados é realizada por variável dependente, tendo em conta a relevância estatística e a literatura existente.

3.2.1 Modelo 1

O Modelo 1 tem como objetivo avaliar o impacto da variável independente do ESG agregado sobre o desempenho das empresas, quer em termos contabilísticos, medido pelo ROA, quer em termos de mercado, sendo este medido pelo o MVALUE. Este é controlado simultaneamente pelo investimento (LNCAPEX), pelas variáveis de contexto (DM09, DM20 e DM22) e pelas características estruturais das empresas (SIZE e LEV).

Tabela 7 - Resultados relativos ao Modelo 1

MODELO 1		
VARIÁVEIS	FE ROA	FE MVALUE
ESG	0.013** (0.006)	0.009*** (0.001)
LNCAPEX	0.804*** (0.115)	0.139*** (0.025)
DM09	-2.182*** (0.296)	-0.328*** (0.064)
DM20	-1.956*** (0.258)	0.148*** (0.055)
DM22	0.089 (0.260)	-0.218*** (0.056)
SIZE	-2.176*** (0.184)	-0.314*** (0.040)
LEV	-0.004 (0.010)	0.000 (0.002)
Constante	21.282*** (1.401)	2.930*** (0.303)
Observações	9,059	9,010
Número de ID	588	588
R-quadrado	0.032	0.018
F-Stat	39.89	21.67
Prob > F	0	0

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Os valores entre parênteses correspondem aos erros-padrão.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

Os resultados presentes na **Tabela 7** indicam uma relação positiva e significativa entre a pontuação ESG total e as duas medidas de desempenho. O coeficiente da variável ESG é positivo e significativo ao nível de 5% com a variável ROA, apresentando um coeficiente de 0.013. Relativamente à variável do MVALUE, o ESG apresenta uma relação positiva e significativa ao nível de 1%, com um coeficiente de 0.009.

Assim, estes resultados sugerem que as empresas com práticas ESG mais elevadas conseguem obter um melhor desempenho financeiro e uma melhor valorização de mercado. Este efeito pode estar relacionado com uma maior eficiência operacional, melhor reputação e uma maior capacidade de diminuição dos riscos, fatores esses frequentemente associados a práticas ESG mais eficazes. Pode ainda ser explicado pelo facto de que as práticas sustentáveis bem comunicadas e alinhadas com as expectativas dos *stakeholders* tendem a

gerar uma maior confiança no mercado, valorizando a empresa e reforçando a sustentabilidade como uma prática estratégica e não apenas como uma prática ética.

No que diz respeito à variável LNCAPEX, esta apresenta coeficientes positivos e estatisticamente significativos para as duas variáveis explicativas. Para o ROA obteve-se um coeficiente de 0.804 e para o MVALUE um coeficiente 0.139, ambos estatisticamente significativos ao nível de significância de 1%, indicando que níveis mais elevados de investimento em ativos fixos estão relacionados positivamente ao desempenho contabilístico e ao de mercado.

As *dummy* de crise (DM09, DM20 e DM22) apresentam resultados diferentes. A crise financeira global (DM09) revela um impacto negativo e bastante significativo sobre ambas variáveis dependentes, com coeficientes para o ROA e para o MVALUE de -2.182 e -0.328, respetivamente, e com um nível de significância de 1%. Por outro lado, a pandemia do COVID-19 (DM20) apresenta um efeito negativo e significativo para o ROA (coeficiente de -1.956 e um $p < 0.01$), mas curiosamente, um efeito positivo e significativo sobre o MVALUE (coeficiente de 0.148 e um $p < 0.01$), o que poderá justificar-se com a intervenção dos mercados financeiros e a adoção de políticas que sustentaram as expectativas dos investidores, apesar da queda dos lucros contabilísticos. Por fim, a crise provocada pela guerra entre a Rússia e a Ucrânia (DM22) tem um impacto negativo e significativo apenas na variável do MVALUE, com um coeficiente de -0.218 e um $p < 0.01$, indicando que os efeitos pluridimensionais mais recentes afetaram sobretudo a perceção de valor no mercado.

No que respeita às variáveis de controlo, a dimensão da empresa (SIZE) revela valores negativos e significativos para ambas as variáveis dependentes para um nível de significância de 1%, com coeficiente de -2.176 e -0.314 para o ROA e o MVALUE respetivamente, o que sugere que empresas com maior dimensão, neste caso, tendem a apresentar um desempenho inferior. Este resultado acaba por contrariar a maior parte da literatura que associa uma maior dimensão a uma maior resistência financeira, como o estudo de Chen et al. (2023) que afirma que os impactos positivos do desempenho ESG são mais acentuados em empresas de grande dimensão. Esta divergência pode indicar que, apesar dos recursos disponíveis, empresas com maior dimensão poderão enfrentar maior rigidez operacional ou desafios de implementação, o que poderá comprometer o impacto positivo esperado das práticas sustentáveis.

O nível do endividamento (LEV) não mostra qualquer significância estatística em nenhuma das variáveis dependentes, o que indica que neste contexto em específico, o nível de dívida da empresa não demonstra ter um impacto relevante nem sobre os resultados contábilísticos, nem sobre a valorização de mercado.

Posto isto, os resultados do Modelo 1 fornecem um suporte empírico às hipóteses H1a e H1b, ao evidenciar que as práticas sustentáveis contribuem positivamente para o desempenho das empresas, tanto a nível interno (ROA), como na ótica dos investidores (MVALUE). Estes resultados são coerentes com a teoria dos *stakeholders* de Freeman (1984) e com a perspectiva da criação de valor partilhado, reforçando a relevância de incorporar os critérios ESG na gestão estratégica das empresas.

3.2.2 Modelo 2

O Modelo 2 explora o impacto da dimensão ambiental do desempenho ESG (ENV) sobre os resultados das empresas, desagregando o índice ESG para uma análise mais específica. Tal abordagem visa identificar se o pilar ambiental exerce um papel importante no desempenho financeiro e de mercado.

Os resultados obtidos através do Modelo 2, presentes na **Tabela 8**, mostram que a variável ENV apesar de apresentar um impacto positivo, não tem qualquer significância estatística relativamente à variável dependente ROA, tendo um coeficiente de 0.0066, não demonstrando evidência que a dimensão ambiental impacta diretamente o desempenho contábilístico. Este resultado indica que as práticas ambientais das empresas, por si só, não se traduzem, de forma estatística, em maior rentabilidade operacional no curto prazo.

Por outro lado, os resultados mostram que o mesmo pilar ambiental apresenta um efeito positivo e estatisticamente significativo sobre o valor de mercado (MVALUE), apresentando um coeficiente de 0.0056 e um $p < 0.01$. Esta evidência empírica sugere que o mercado valoriza positivamente as práticas ambientais, refletindo possivelmente uma maior atratividade junto dos investidores.

Tabela 8 - Resultados relativos ao Modelo 2

MODELO 2		
VARIÁVEIS	FE ROA	FE MVALUE
ENV	0.0066 (0.0042)	0.0056*** (0.0009)
LNCAPEX	0.8092*** (0.1150)	0.1426*** (0.0248)
DM09	-2.2090*** (0.2965)	-0.3490*** (0.0638)
DM20	-1.8948*** (0.2552)	0.1865*** (0.0549)
DM22	0.1288 (0.2591)	-0.1938*** (0.0556)
SIZE	-2.0991*** (0.1795)	-0.2746*** (0.0387)
LEV	-0.0041 (0.0100)	0.0004 (0.0022)
Constante	20.9041*** (1.3976)	2.7598*** (0.3029)
Observações	9,059	9,010
Número de ID	588	588
R-quadrado	0.0316	0.0154
F-Stat	39.47	18.75
Prob > F	0	0

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Os valores entre parênteses correspondem aos erros-padrão.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

Tal como verificado anteriormente no Modelo 1, a variável do investimento (LNCAPEX) continua com um impacto positivo e estatisticamente significativo sobre o ROA (coeficiente de 0.8092 e $p<0.01$) e sobre o MVALUE (coeficiente de 0.1426 e $p<0.01$), sugerindo que as empresas com maior capacidade de investimento apresentam um melhor desempenho, tanto contabilístico como de mercado. Este resultado reforça a ideia de que o investimento em ativos constituiu um fator relevante para a criação de valor.

As variáveis de controlo de contexto mantêm os valores esperados. As *dummy* da crise de 2009 (DM09) e de 2020 (DM20) apresentam efeitos negativos e significativos sobre o ROA de -2.2090 e -1.8948, com um $p<0.01$, respetivamente, o que confirma o impacto negativo da crise financeira global e a crise da pandemia do COVID-19 sobre o desempenho contabilístico das empresas. No entanto, com a variável MVALUE, observa-se que, apesar da DM09 apresentar um efeito negativo e significativo (coeficiente de -0.3490 e $p<0.01$), a

DM20 apresenta um efeito positivo e significativo (coeficiente de 0.1865 e $p < 0.01$). Esta diferença pode estar associada a uma rápida recuperação do valor do mercado após os estímulos monetários e fiscais, bem como o crescente interesse dos investidores por empresas resilientes e com práticas sustentáveis no pós-COVID.

Relativamente à DM22, o seu efeito não é estatisticamente significativo, ainda que positivo (coeficiente de 0.1288) na variável ROA, e é negativo e significativo (coeficiente de -0.1938 e $p < 0.01$) no MVALUE. Ou seja, embora a guerra entre a Rússia e a Ucrânia não tenha afetado diretamente a rentabilidade operacional das empresas europeias, poderá ter causado instabilidade nos mercados financeiros e incerteza entre os investidores, afetando negativamente a valorização bolsista.

Por fim, a variável SIZE continua a apresentar um efeito negativo e significativo tanto no ROA, como no MVALUE, sendo os seus coeficientes de -2.0991 e -0.2746, ambos com $p < 0.01$, respetivamente. A variável LEV, tal como anteriormente, não apresenta significância estatística em nenhuma das duas variáveis dependentes, mesmo apresentando um valor negativo no ROA e um valor positivo no MVALUE, sugerindo que o grau de endividamento não tem um impacto determinante neste contexto.

O Modelo 2, ao destacar a importância da desagregação das componentes do ESG, mostra que o pilar ambiental (ENV) é valorizado pelo mercado, ainda que não seja valorizado pelo desempenho contabilístico. Estes resultados sustentam a H1d, que propõe que o pilar ambiental da sustentabilidade exerce um efeito positivo e significativo sobre a valorização de mercado das empresas. A ausência de significado estatístico na variável ROA, por outro lado, indica que os benefícios ambientais podem não se traduzir, de forma imediata, em ganhos operacionais, reforçando a ideia de que o pilar ambiental é sobretudo reputacional e estratégico, influenciando a perceção dos investidores.

3.2.3 Modelo 3

O Modelo 3 analisa separadamente a dimensão social do ESG (SOC), em conjunto com a variável de investimento (LNCAPEX) e os controlos contextuais e estruturais utilizados. Esta abordagem permite isolar o efeito da responsabilidade social sobre o desempenho contabilístico e de mercado das empresas.

Tabela 9 - Resultados relativos ao Modelo 3

MODELO 3		
VARIÁVEIS	FE ROA	FE MVALUE
SOC	0.0117** (0.0046)	0.0066*** (0.0010)
LNCAPEX	0.8031*** (0.1150)	0.1393*** (0.0248)
DM09	-2.1616*** (0.2964)	-0.3173*** (0.0638)
DM20	-1.9455*** (0.2564)	0.1688*** (0.0552)
DM22	0.0993 (0.2593)	-0.2013*** (0.0557)
SIZE	-2.1725*** (0.1790)	-0.2805*** (0.0386)
LEV	-0.0039 (0.0100)	0.0003 (0.0022)
Constante	21.3009*** (1.3873)	2.7623*** (0.3006)
Observações	9,059	9,010
Número de ID	588	588
R-quadrado	0.0321	0.0160
F-Stat	40.06	19.56
Prob > F	0	0

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Os valores entre parênteses correspondem aos erros-padrão.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

Os resultados presentes na **Tabela 9** revelam que a variável SOC apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa com ambas as variáveis dependentes. No caso do ROA, o coeficiente estimado é de 0.0117 ($p<0.05$), enquanto no MVALUE o coeficiente é de 0.0066 ($p<0.01$), sugerindo assim que práticas sociais mais desenvolvidas traduzem se simultaneamente numa melhoria da rentabilidade operacional e numa valorização do mercado.

A relevância do pilar social evidenciada neste modelo pode estar associada à valorização de diversos fatores, como as condições laborais, responsabilidade pelo produto e envolvimento com a comunidade. Tal como descrito por Huang et al. (2023) e Zhao et al. (2024), estas práticas contribuem para a construção de relações de confiança com os *stakeholders*, refletindo-se de forma positiva no ROA e no MVALUE.

No que se refere ao investimento, este mantém um impacto positivo e altamente significativo nos dois tipos de desempenho empresarial, apresentando um coeficiente de 0.8031 ($p < 0.01$) para o ROA e 0.1393 ($p < 0.01$) para o MVALUE. Estes resultados continuam a demonstrar a evidência de que o aumento do investimento em ativos está positivamente relacionado com o desempenho das empresas.

As variáveis de controlo de contexto mantêm os mesmos padrões apresentados anteriormente no Modelo 1 e no Modelo 2. A crise DM09 apresenta valores negativos e significativos sobre o ROA e o MVALUE, com coeficientes de -2.1616 e -0.3173 respetivamente, ambos com $p < 0.01$. Por outro lado, a DM20, referente à pandemia do COVID-19, obteve resultados negativos (coeficiente de -1.9455) no ROA e um resultado positivo (coeficiente de 0.1688) no MVALUE, sendo ambos os valores altamente significativos, com um $p < 0.01$. Esta diferença pode surgir devido aos mercados financeiros terem reagido de forma otimista em relação a empresas socialmente responsáveis, que foram vistas como mais resilientes e adaptáveis no contexto da crise pandémica. Esta hipótese é consistente com a literatura uma vez que esta associa práticas sustentáveis a uma maior valorização por parte dos investidores em períodos de incerteza. No que toca à crise DM22, pode-se verificar que na variável dependente ROA existe um coeficiente positivo de 0.0993, não tendo qualquer significado estatístico. Na variável MVALUE, ocorre o contrário, onde existe um efeito negativo de -0.2013 e bastante significativo ($p < 0.01$), o que poderá estar associado uma maior incerteza na gestão de expectativas por parte dos investidores às consequências económicas da guerra entre a Rússia e a Ucrânia.

As variáveis SIZE e LEV mantêm os mesmos impactos e significâncias já observados nos modelos anteriores. O tamanho da empresa continua a apresentar um efeito negativo e estatisticamente significativo sobre o ROA (-2.1725, $p < 0.01$) e sobre o MVALUE (-0.2805, $p < 0.01$), contrariando parte da literatura. Por sua vez, a variável LEV permanece sem significância estatística, sugerindo que o grau de endividamento não constitui um fator determinante no desempenho destas variáveis.

Deste modo, o Modelo 3 reforça a importância do pilar social do ESG ao demonstrar uma influência positiva sobre o desempenho das empresas. Com estes resultados é possível confirmar as hipóteses H1c e H1d, confirmando que a dimensão social do ESG exerce um impacto positivo e significativo sobre ambas as métricas.

3.2.4 Modelo 4

O Modelo 4 analisa o efeito da dimensão da governança (GOV) do ESG isoladamente, sobre o desempenho das empresas tanto ao nível contabilístico como de mercado, mantendo a simultaneamente a variável do investimento e as variáveis de controlo dos modelos anteriores. Esta análise tem como objetivo avaliar se uma boa governança corporativa, muitas vezes referida como essencial para a criação de valor sustentável, possui um impacto diferente face aos restantes pilares do ESG.

Tabela 10 - Resultados relativos ao Modelo 4

MODELO 4		
<i>VARIÁVEIS</i>	FE ROA	FE MVALUE
GOV	0.0069 (0.0043)	0.0042*** (0.0009)
LNCAPEX	0.8053*** (0.1151)	0.1408*** (0.0248)
DM09	-2.1778*** (0.2964)	-0.3253*** (0.0638)
DM20	-1.9198*** (0.2571)	0.1799*** (0.0554)
DM22	0.1185 (0.2596)	-0.1928*** (0.0558)
SIZE	-2.0487*** (0.1680)	-0.2144*** (0.0363)
LEV	-0.0048 (0.0100)	-0.0002 (0.0022)
Constante	20.4482*** (1.3252)	2.2958*** (0.2874)
Observações	9,059	9,010
Número de ID	588	588
R-quadrado	0.0316	0.0133
F-Stat	39.48	16.15
Prob > F	0	0

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Os valores entre parênteses correspondem aos erros-padrão.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

Consoante os resultados apresentados na **Tabela 10**, pode-se verificar que a variável independente GOV apresentou um resultado positivo (0.0069) mas sem significância estatística referente ao ROA. Assim, este resultado mostra que as práticas de governança não exercem um efeito direto sobre o desempenho contabilístico das empresas. Em contraste, no

que diz respeito ao MVALUE, a governança revela um coeficiente positivo e significativo, com um valor de 0.0042 e $p < 0.01$, demonstrando que os investidores tendem a valorizar as empresas com práticas sólidas de governação. Este resultado é o coerente com a literatura que associa a transparência, independência dos conselhos de administração e qualidade da supervisão à redução do risco detetado e à confiança dos *stakeholders* (Huang et al., 2023; Zhao et al., 2024), o que se reflete positivamente na valorização bolsista.

A variável LNCAPEX mantém, mais uma vez, um efeito positivo e com elevada significância estatística em ambos os indicadores de desempenho. Para o ROA obteve-se um coeficiente de 0.8053 e para o MVALUE um coeficiente de 0.1408, ambos significativos para um nível de significância de 1%, consolidando os resultados obtidos nos modelos anteriores.

Relativamente às variáveis de contexto representadas através das crises, a crise financeira de 2009 (DM09) apresentou um impacto negativo e significativo sobre o ROA e o MVALUE, com coeficientes de -2.1778 e -0.3253, respetivamente, ambos com um nível de significância de 1%. A crise provocada pela pandemia do COVID-19 (DM20) apresentou diferentes resultados para as duas variáveis. Para o ROA verifica-se um impacto negativo e bastante significativo (-1.9198, $p < 0.01$), e para o MVALUE um coeficiente positivo e estatisticamente significativo (0.1799, $p < 0.01$), o que poderá estar relacionado com a elevada intervenção dos bancos e políticas fiscais durante esta crise, provocando uma maior confiança nos mercados financeiros, apesar da diminuição da atividade económica. Por fim, a crise DM22 volta a registar um impacto negativo e significativo sobre o MVALUE (-0.1928, $p < 0.01$), mas não sobre a variável ROA, onde esta apresenta um coeficiente positivo (0.1185).

No que toca às variáveis de controlo, a variável SIZE continua a apresentar um efeito negativo e significativo em ambas as variáveis dependentes, reforçando os resultados anteriores. Por outro lado, o LEV volta a não apresentar significância estatística, com valores dos coeficientes de -0.0048 e -0.0002 para o ROA e para o MVALUE, respetivamente.

Logo, os resultados obtidos com o Modelo 4 sugerem que o pilar de governança, embora seja valorizado pelos investidores, não tem um impacto contabilisticamente mensurável a curto-prazo, o que poderá indicar que os seus benefícios se manifestam de forma mais reputacional e em longo prazo. Assim, a hipótese H1c não é confirmada neste modelo, mas

a hipótese H1d é confirmada, uma vez que a dimensão de governança influencia positivamente o desempenho de mercado.

3.2.5 Modelo 5

O Modelo 5 apresenta a versão mais completa do estudo ao incluir simultaneamente as três dimensões do desempenho ESG (ENV, SOC, GOV), como variáveis independentes, juntamente com o investimento (LNCAPEX), as *dummy* de crise (DM09, DM20 e DM22), e as variáveis de controlo da empresa (SIZE e LEV). A análise foi novamente realizada com efeitos fixos para um painel de 588 empresas europeias cotadas em bolsa, no período de 2004 a 2023.

Relativamente aos resultados presentes na **Tabela 11** e no que respeita à variável ENV, pode-se verificar que apesar de apresentar um valor positivo, não tem qualquer significância estatística, indicando que a dimensão ambiental não exerce um impacto direto sobre o desempenho contabilístico das empresas. No entanto, na variável dependente MVALUE, observa-se um efeito positivo e estatisticamente significativo (coeficiente de 0.0029, $p < 0.01$), o que sugere que o desempenho ambiental pode ser valorizado pelos investidores no mercado.

A variável SOC apresenta coeficientes positivos para ambas as variáveis em análise, mas com níveis de significância diferentes, onde para o ROA temos um coeficiente de 0.0105 e um $p < 0.1$, e para o MVALUE um coeficiente de 0.0040 e um $p < 0.01$. Estes resultados confirmam a relevância da dimensão social como um fator potenciador tanto no desempenho financeiro, como na perceção de valor por parte dos investidores.

A variável GOV apresenta o mesmo efeito que a variável ENV analisada anteriormente, verificando que a GOV não apresenta significância estatística na variável ROA, mas revela um efeito positivo e altamente significativo sobre o MVALUE, com um coeficiente de 0.0025 e um $p < 0.01$. Tal resultado indica que os métodos de governança, como a transparência e práticas éticas de gestão, são fortemente valorizados pelos investidores, mesmo que os efeitos ao nível contabilístico não sejam evidentes.

Tabela 11 - Resultados relativos ao Modelo 5

MODELO 5		
<i>VARIÁVEIS</i>	FE ROA	FE MVALUE
ENV	0.0001 (0.0052)	0.0029*** (0.0011)
SOC	0.0105* (0.0057)	0.0040*** (0.0012)
GOV	0.0043 (0.0045)	0.0025*** (0.0010)
LNCAPEX	0.8017*** (0.1151)	0.1393*** (0.0248)
DM09	-2.1572*** (0.2974)	-0.3272*** (0.0639)
DM20	-1.9752*** (0.2582)	0.1486*** (0.0555)
DM22	0.0793 (0.2602)	-0.2168*** (0.0558)
SIZE	-2.1983*** (0.1850)	-0.3186*** (0.0399)
LEV	-0.0040 (0.0100)	0.0005 (0.0022)
Constante	21.3775*** (1.4142)	2.9583*** (0.3062)
Observações	9,059	9,010
Número de ID	588	588
R-quadrado	0.0322	0.0178
F-Stat	31.26	16.92
Prob > F	0	0

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Os valores entre parênteses correspondem aos erros-padrão.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

A variável LNCAPEX continua com um resultado positivo e altamente significativo nas duas variáveis dependentes, com coeficientes de 0.8017 para o ROA e 0.1393 para o MVALUE, ambos com um p<0.01. Estes coeficientes indicam que o investimento em ativos de capital continua a ser um dos principais motores no desempenho empresarial, contribuindo simultaneamente para o desempenho contábilístico e de mercado.

Quanto aos resultados das *dummy* de crises, estas mantêm o mesmo padrão observado nos modelos anteriores, onde a DM09 apresenta um efeito negativo e estatisticamente significativo sobre ambas as variáveis dependentes, com um coeficiente de -2.1572 para o

ROA e -0.3272 para o MVALUE, ambos com um $p < 0.01$. A DM20 revela um impacto negativo e significativo sobre o ROA (-1.9752, $p < 0.01$) e sobre o MVALUE um impacto positivo e significativo (0.1486, $p < 0.01$), podendo refletir a rápida resposta que os mercados tiveram a estímulos fiscais e monetários implementados durante a pandemia do COVID-19. Por fim, a DM22 não apresenta significado estatístico para o ROA, mas identifica um efeito negativo e estatisticamente significativo sobre o MVALUE, com um coeficiente de -0.2168 e um $p < 0.01$. Este resultado sugere que o conflito pluridimensional entre a Rússia e a Ucrânia impactou negativamente a percepção dos investidores sobre algumas empresas, especialmente as que se encontram mais expostas ao risco energético e à incerteza nas *supply chain*.

Em relação às variáveis de controlo utilizadas nos modelos, estas mantêm a coerência com os resultados observados nos modelos acima descritos. A variável SIZE continua a apresentar um impacto negativo e estatisticamente significativo nas duas variáveis, com coeficientes de -2.1983 e -0.3186, ambos com um $p < 0.01$. Por outro lado, a variável LEV permanece não significativa em ambas as variáveis dependentes, demonstrando que o nível de endividamento não apresenta uma relação clara com o desempenho financeiro e de mercado, tal como evidenciado anteriormente.

Desta forma, o Modelo 5 confirma que os três pilares do ESG não têm o mesmo peso sobre o desempenho empresarial. Enquanto que o fator social apresenta influência positiva e significativa sobre ambas as variáveis dependentes, a dimensão ambiental e de governança revela impacto apenas ao nível do valor de mercado, não exercendo um efeito estatisticamente significativo sobre o desempenho financeiro das empresas.

3.3 Validação das Hipóteses de Investigação

Tendo em conta os cinco modelos econométricos estimados, esta secção sistematiza os principais resultados obtidos face às hipóteses de investigação previamente formuladas. Cada hipótese foi avaliada com base nos coeficientes estimados para as variáveis dependentes e independentes e os respetivos níveis de significância, permitindo verificar se os dados empíricos oferecem suporte às relações teóricas. A **Tabela 12** sintetiza essa análise.

Tabela 12 - Validação das hipóteses de investigação

Hipótese	Formulação	Modelos relevantes	Validação empírica
H1a	Existe uma relação positiva entre as pontuações ESG agregadas e o ROA.	Modelo 1	Confirmada. Efeito positivo e significativo.
H1b	Existe uma relação positiva entre as pontuações ESG agregadas e o MVALUE.	Modelo 1	Confirmada. Efeito positivo e significativo.
H1c	As três dimensões do ESG influenciam positivamente o ROA.	Modelo 2, 3, 4 e 5	Parcialmente confirmada. Apenas a dimensão social (SOC) apresentou um impacto positivo e significativo.
H1d	As três dimensões do ESG influenciam positivamente o MVALUE.	Modelo 2, 3, 4 e 5	Confirmada. Todas as dimensões (ENV, SOC e GOV) apresentaram um impacto positivo e significativo.
H2a	O investimento apresenta um impacto positivo no ROA.	Modelo 1, 2, 3, 4 e 5	Confirmada. O LNCAPEX apresenta um impacto positivo e significativo.

H2b	O investimento apresenta um impacto positivo no MVALUE.	Modelo 1, 2, 3, 4 e 5	Confirmada. O LNCAPEX apresenta um impacto positivo e significativo.
H3a	As crises têm um impacto negativo no ROA.	Modelo 1, 2, 3, 4 e 5	Parcialmente confirmada. As crises DM09 e DM20 apresentaram um impacto negativo e significativo. Por outro lado, a crise DM22 apresentou um impacto positivo e não significativo.
H3b	As crises têm um impacto negativo no MVALUE.	Modelo 1, 2, 3, 4 e 5	Parcialmente confirmada. As crises DM09 e DM22 apresentaram um impacto negativo e significativo. Por outro lado, a crise DM20 apresentou um impacto positivo e também significativo.

Fonte: Elaboração própria.

Deste modo, os resultados obtidos confirmam parcialmente as hipóteses formuladas, evidenciando a importância das práticas sustentáveis e do investimento na resiliência empresarial. A dimensão social do ESG destacou-se particularmente significativa no desempenho contábilístico (ROA), enquanto que todas as três dimensões contribuíram positivamente para a valorização do mercado (MVALUE). O investimento apresentou um impacto positivo e significativo em ambas as variáveis dependentes, reforçando o seu papel estratégico. Por fim, as crises analisadas apresentaram impactos distintos para as duas variáveis. A crise DM22 teve um efeito positivo, mas não significativo no ROA, enquanto que a crise DM20 obteve um impacto positivo e significativo no MVALUE. Estes resultados justificam a confirmação parcial das hipóteses H3a e H3b, uma vez que nem todas as crises tiveram um impacto negativo conforme o previsto.

O presente estudo teve como principal objetivo analisar o impacto da qualificação de sustentabilidade, medida através dos critérios ESG, sobre a resiliência empresarial das empresas europeias em contexto de crise. Através da estimativa de modelos de dados em painel com efeitos fixos, aplicados a uma amostra de 588 empresas entre o período de 2004 e 2023, foi possível verificar a importância das práticas sustentáveis, do investimento e das variáveis de contexto na explicação do desempenho contabilístico (ROA) e de mercado (MVALUE) das empresas.

A literatura tem vindo a reconhecer a sustentabilidade como um conceito de crescente importância e transversal a diversos domínios empresariais (Ogrean & Herciu, 2020), sendo cada vez mais valorizada pelos investidores, não apenas por motivos éticos, como também pelo seu potencial em melhorar o desempenho financeiro e diminuir os riscos (Broadstock et al., 2021). Além disso, evidenciou-se que, em contextos de instabilidade, as empresas com maior qualificação em ESG revelaram uma maior capacidade de adaptação e de recuperação, sendo o desempenho sustentável como mecanismo impulsionador da resiliência organizacional (Xu et al., 2023).

Desta forma, foi aplicada uma metodologia quantitativa econométrica, confirmando parcialmente as hipóteses formuladas, destacando a importância das práticas sustentáveis na resiliência empresarial. Os resultados evidenciaram que a pontuação ESG agregada exerce um impacto positivo e significativo tanto no desempenho contabilístico, como na valorização do mercado. Por sua vez, a análise desagregada das dimensões do ESG revelou que os três pilares impactaram de forma positiva e significativa o MVALUE, mas não o ROA, onde o pilar social foi o único que obteve um valor significativo. Este resultado reforça as conclusões de Sila & Cek (2017) que identificaram a dimensão social como a mais determinante no desempenho económico, enquanto que a governança não revelou qualquer significância nesse desempenho. De igual modo, Alshehhi et al. (2018) salientaram que a literatura está aos poucos a substituir o ESG agregado pela CSR mais restrita, sendo esta dominada pela dimensão social, e dissociada das componentes ambiental e económica.

Neste sentido, os resultados do presente trabalho concordam também com Yilmaz (2021), que argumenta que apenas a pontuação ESG agregada apresenta uma relação estatisticamente significativa com o desempenho financeiro. Por outro lado, contrariam os resultados de Peng & Isa (2020) que identificam uma relação positiva entre as práticas individuais do ESG e o desempenho financeiro das empresas, bem como os resultados de

Aydoğmuş et al. (2022), uma vez que estes autores observaram que as dimensões SOC e GOV apresentaram uma relação positiva e acentuada com a lucratividade e a dimensão ENV uma relação significativa apenas na lucratividade, não tendo impacto no valor de mercado.

Relativamente ao investimento, verificou-se um efeito positivo e significativo em ambas as variáveis dependentes, evidenciando o seu papel como elemento potenciador da competitividade e da resiliência empresarial, inclusive em cenários de adversidade.

Na análise das variáveis de contexto, o efeito das crises revelou resultados distintos consoante a variável dependente e o ano em análise. Em geral, os anos de crise avaliados exerceram um impacto negativo, particularmente em 2009 e 2020, validando parcialmente as hipóteses de que contextos incertos afetam negativamente o desempenho financeiro (Habib & Mourad, 2024). No entanto, a crise de 2022 apresentou resultados mais ambíguos: impacto positivo, mas não significativo no ROA, e negativo e significativo no MVALUE, sugerindo uma maior sensibilidade dos mercados a eventos geopolíticos e à gestão de expectativas dos investidores. Estes resultados são observados por Lee et al. (2024), que destacam efeitos diferenciados das crises, consoante o tipo de desempenho e o setor de atividade em análise.

Este estudo contribui para a literatura ao oferecer uma análise longitudinal detalhada baseada numa amostra de empresas europeias cotadas, demonstrando a importância das práticas ESG no desempenho empresarial e de mercado. As evidências apresentadas sustentam a teoria dos *stakeholders* (Freman, 1984) e a perspetiva da criação de valor partilhado, sublinhando a sustentabilidade como uma dimensão estratégica.

Contudo, existem algumas limitações, nomeadamente em termos da base de dados de referência, uma vez que a análise realizada baseia-se em ratings ESG provenientes de uma única base de dados, podendo limitar a diversidade metodológica. Além disso, a ausência de variáveis qualitativas, como a cultura organizacional ou as perceções dos *stakeholders* constitui uma limitação. Assim, sugere-se como linha para investigações futuras a inclusão de várias fontes de avaliação ESG, a análise comparativa entre setores de atividade e a utilização de uma metodologia mista, com métodos quantitativos e qualitativos. Estes desenvolvimentos poderão contribuir para uma melhor compreensão sobre o papel estratégico da sustentabilidade na construção de empresas mais resilientes em contextos de elevada incerteza.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ahmad, N., Mobarek, A., & Raid, M. (2023). Impact of global financial crisis on firm performance in UK: Moderating role of ESG, corporate governance and firm size. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2167548. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2167548>
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593–621. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>
- Aldianto, L., Anggadwita, G., Permatasari, A., Mirzanti, I. R., & Williamson, I. O. (2021). Toward a business resilience framework for startups. *Sustainability*, 13(6), 3132. <https://doi.org/10.3390/su13063132>
- Alhaddi, H. (2015). Triple bottom line and sustainability: A literature review. *Business and Management Studies*, 1(2), 6-10. <https://doi.org/10.11114/bms.v1i2.752>
- Alizadeh, H., Sharifi, A., Damanbagh, S., Nazarnia, H., & Nazarnia, M. (2023). Impacts of the COVID-19 pandemic on the social sphere and lessons for crisis management: A literature review. *Natural Hazards*, 117(3), 2139–2164. <https://doi.org/10.1007/s11069-023-05959-2>
- Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential. *Sustainability*, 10(2), Article 2. <https://doi.org/10.3390/su10020494>
- Arcese, G., & Traverso, M. (2021). Sustainability and resilience assessment in the pandemic emergency. *Symphonya. Emerging Issues in Management*, 2, Article 2. <https://doi.org/10.4468/2021.2.09arcese.traverso>
- Artiach, T., Lee, D., Nelson, D., & Walker, J. (2010). The determinants of corporate sustainability performance. *Accounting & Finance*, 50(1), 31–51. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2009.00315.x>

- Avotra, A. A. R. N., Chenyun, Y., Yongmin, W., Lijuan, Z., & Nawaz, A. (2021). Conceptualizing the state of the art of corporate social responsibility (CSR) in green construction and its nexus to sustainable development. *Frontiers in Environmental Science*, 9. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2021.774822>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 119–127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Bae, K.-H., El Ghouli, S., Gong, Z. (Jason), & Guedhami, O. (2021). Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101876. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101876>
- Balugani, E., Butturi, M. A., Chevers, D., Parker, D., & Rimini, B. (2020). Empirical evaluation of the impact of resilience and sustainability on firms' performance. *Sustainability*, 12(5), 1742. <https://doi.org/10.3390/su12051742>
- Barbosa, A., Silva, M. C. B. C., Silva, L. B., Morioka, S. N., & Souza, V. F. (2023). Integration of environmental, social, and governance (ESG) criteria: Their impacts on corporate sustainability performance. *Humanities and Social Sciences Communications*, 10, 1–18. <https://doi.org/10.1057/s41599-023-01919-0>
- Becker-Olsen, K., & Potucek, S. (2013). Greenwashing. In S. O. Idowu, N. Capaldi, L. Zu, & A. D. Gupta (Eds.), *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility* (pp. 1318–1323). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-642-28036-8_104
- Berkman, H., & Tirodkar, M. (2024). ESG investing during calm and crisis: Implied expected returns. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4760126>
- Boin, A. (2004). Lessons from crisis research. *International Studies Review*, 6(1), 165–174. https://doi.org/10.1111/j.1521-9488.2004.393_2.x
- Boldeanu, F. T., Clemente-Almendros, J. A., Tache, I., & Seguí-Amortegui, L. A. (2022). Is ESG relevant to electricity companies during pandemics? A case study on european firms during COVID-19. *Sustainability*, 14(2), Article 2. <https://doi.org/10.3390/su14020852>

- Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'Zali, B. (2018). Social performance and firm risk: Impact of the financial crisis. *Journal of Business Ethics*, 149, 643–669. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3017-x>
- Brada, J. C., Gajewski, P., & Kutan, A. M. (2021). Economic resiliency and recovery, lessons from the financial crisis for the COVID-19 pandemic: A regional perspective from Central and Eastern Europe. *International Review of Financial Analysis*, 74, 101658. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101658>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Bruna, M., Loprevite, S., Raucci, D., Ricca, B., & Rupio, D. (2022). Investigating the marginal impact of ESG results on corporate financial performance. *Finance Research Letters*, 47, 102828. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102828>
- Caradonna, J. L. (2014). Introduction. In J. L. Caradonna (Ed.), *Sustainability: A History* (pp. 1–20). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780199372409.003.0004>
- Chang, R.-D., Zuo, J., Zhao, Z.-Y., Zillante, G., Gan, X.-L., & Soebarto, V. (2017). Evolving theories of sustainability and firms: History, future directions and implications for renewable energy research. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 72, 48–56. <https://doi.org/10.1016/j.rser.2017.01.029>
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345, 118829. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>
- Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Clément, A., Robinot, É., & Trespeuch, L. (2022). Improving ESG scores with sustainability concepts. *Sustainability*, 14(20), 13154. <https://doi.org/10.3390/su142013154>

- Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento. (1987). *Nosso futuro comum* (2ª ed.). Fundação Getúlio Vargas.
- Corrales-Estrada, A. M., Gómez-Santos, L. L., Bernal-Torres, C. A., & Rodriguez-López, J. E. (2021). Sustainability and resilience organizational capabilities to enhance business continuity management: A Literature review. *Sustainability*, 13(15), Article 15. <https://doi.org/10.3390/su13158196>
- Correia, M. S. (2019). Sustainability: An Overview of the triple bottom line and sustainability implementation. *International Journal of Strategic Engineering (IJoSE)*, 2(1), 29–38. <https://doi.org/10.4018/IJoSE.2019010103>
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2017). *Research Design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (5th ed.). SAGE Publications.
- Deng, X., Kang, J., & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87–109. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.014>
- Ding, L., Cui, Z., & Li, J. (2024). Risk management and corporate ESG performance: The mediating effect of financial performance. *Finance Research Letters*, 69, 106274. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106274>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>
- Dovers, S. R., & Handmer, J. W. (1992). Uncertainty, sustainability and change. *Global Environmental Change*, 2(4), 262–276. [https://doi.org/10.1016/0959-3780\(92\)90044-8](https://doi.org/10.1016/0959-3780(92)90044-8)
- Duchek, S. (2020). Organizational resilience: A capability-based conceptualization. *Business Research*, 13, 215–246. <https://doi.org/10.1007/s40685-019-0085-7>
- Dyllick, T., & Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11(2), 130–141. <https://doi.org/10.1002/bse.323>

- Elkington, J. (1997) *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st century business*. Capstone.
- Elkington, J. (1998). Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business. *Environmental Quality Management*, 8(1), 37–51. <https://doi.org/10.1002/tqem.3310080106>
- Fauzi, H., Svensson, G., & Rahman, A. A. (2010). “Triple bottom line” as “sustainable corporate performance”: A proposition for the future. *Sustainability*, 2(5), Article 5. <https://doi.org/10.3390/su2051345>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Galindo-Martín, M.-Á., Castaño-Martínez, M.-S., & Méndez-Picazo, M.-T. (2021). Effects of the pandemic crisis on entrepreneurship and sustainable development. *Journal of Business Research*, 137, 345–353. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.08.053>
- Geissdoerfer, M., Savaget, P., Bocken, N. M. P., & Hultink, E. J. (2017). The Circular Economy – A new sustainability paradigm? *Journal of Cleaner Production*, 143, 757–768. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.12.048>
- Gianiodis, P., Lee, S.-H., Zhao, H., Foo, M.-D., & Audretsch, D. (2022). Lessons on small business resilience. *Journal of Small Business Management*, 60(5), 1029–1040. <https://doi.org/10.1080/00472778.2022.2084099>
- Gimenez, C., Sierra, V., & Rodon, J. (2012). Sustainable operations: Their impact on the triple bottom line. *International Journal of Production Economics*, 140(1), 149–159. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2012.01.035>
- Habib, A., & Mourad, N. (2024). The influence of environmental, social, and governance (ESG) practices on US firms’ performance: Evidence from the coronavirus crisis.

Journal of the Knowledge Economy, 15, 2549–2570. <https://doi.org/10.1007/s13132-023-01278-w>

- Hadjielias, E., Christofi, M., & Tarba, S. (2022). Contextualizing small business resilience during the COVID-19 pandemic: Evidence from small business owner-managers. *Small Business Economics*, 59, 1351–1380. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00588-0>
- He, F., Ding, C., Yue, W., & Liu, G. (2023). ESG performance and corporate risk-taking: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 87, 102550. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102550>
- Hillmann, J. (2021). Disciplines of organizational resilience: Contributions, critiques, and future research avenues. *Review of Managerial Science*, 15, 879–936. <https://doi.org/10.1007/s11846-020-00384-2>
- Holling, C. S. (1973). Resilience and stability of ecological systems. *Annual Review of Ecology, Evolution, and Systematics*, 4(1), 1–23. <https://doi.org/10.1146/annurev.es.04.110173.000245>
- Huang, C.-J., Ke, W.-C., Chiang, R. P.-Y., & Jhong, Y.-C. (2023). Which of environmental, social, and governance pillars can improve merger and acquisition performance? *Journal of Cleaner Production*, 398, 136475. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136475>
- Imeni, M., & Edalatpanah, S. A. (2023). Resilience: Business sustainability based on risk management. Em H. Garg (Ed.), *Advances in Reliability, Failure and Risk Analysis* (pp. 199–213). Springer Nature. https://doi.org/10.1007/978-981-19-9909-3_9
- Jin, Y. (2025). Distinctive impacts of ESG pillars on corporate financial performance: A random forest analysis of Korean listed firms. *Finance Research Letters*, 71, 106395. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106395>
- Keeley, A. R., Chapman, A. J., Yoshida, K., Xie, J., Imbulana, J., Takeda, S., & Managi, S. (2022). ESG metrics and social equity: Investigating commensurability. *Frontiers in Sustainability*, 3, Article 920955. <https://doi.org/10.3389/frsus.2022.920955>

- Koronis, E., & Ponis, S. (2018). Better than before: The resilient organization in crisis mode. *Journal of Business Strategy*, 39(1), 32–42. <https://doi.org/10.1108/JBS-10-2016-0124>
- Lee, K., & Shields, K. K. (2011). Decision-making in hard times: What is a recession, why do we care and how do we know when we are in one? *The North American Journal of Economics and Finance*, 22(1), 43–60. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2010.12.001>
- Lee, S., Song, H. J., Yoon, H., Kim, C.-S., & Ham, S. (2024). Resilience of the hospitality industry during crises: A comparison between the 2008 financial crisis and COVID-19. *International Journal of Hospitality Management*, 116(3), 103622. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2023.103622>
- Lengnick-Hall, C. A., Beck, T. E., & Lengnick-Hall, M. L. (2011). Developing a capacity for organizational resilience through strategic human resource management. *Human Resource Management Review*, 21(3), 243–255. <https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2010.07.001>
- Linnenluecke, M. K., & Griffiths, A. (2010). Corporate sustainability and organizational culture. *Journal of World Business*, 45(4), 357–366. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2009.08.006>
- Loorbach, D., & Wijsman, K. (2013). Business transition management: Exploring a new role for business in sustainability transitions. *Journal of Cleaner Production*, 45, 20–28. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2012.11.002>
- Madden, B. J. (2022). *Bet on innovation, not ESG metrics, to lead the net zero transition*. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4098194>
- Maza, F. J. J., & Cristóbal, M. R. (2022). Impacto de la calificación en sostenibilidad sobre la resiliencia empresarial en el contexto pandémico. *Anales de Economía Aplicada*, 221–242.
- Mehta, M., Pancholi, G., & Saxena, A. (2024). Organizational resilience and sustainability: A bibliometric analysis. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2294513. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2294513>

- Minor, D., & Morgan, J. (2011). CSR as reputation insurance: Primum non nocere. *California Management Review*, 53(3), 40–59. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.53.3.40>
- Nguyen, H., Pham, A. V., Pham, M. D. (Marty), & Pham, M. H. (2023). Business resilience: Lessons from government responses to the global COVID-19 crisis. *International Business Review*, 32(5), 102166. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2023.102166>
- Nguyen, T., Phillipson, J., Wishart, M., Roper, S., & Gorton, M. (2025). Understanding rural business resilience during the COVID-19 pandemic. *Journal of Rural Studies*, 114, 103580. <https://doi.org/10.1016/j.jrurstud.2025.103580>
- Noeth, K. (2024). *The ESG and Sustainability Deskbook for Business: A guide to policy, regulation, and practice*. Apress. <https://doi.org/10.1007/979-8-8688-0261-4>
- Ogrean, C., & Herciu, M. (2020). Business models addressing sustainability challenges—Towards a new research agenda. *Sustainability*, 12(9), 3534. <https://doi.org/10.3390/su12093534>
- Ongan, S., Gocer, I., & Işık, C. (2025). Introducing the new ESG-based Sustainability Uncertainty Index (ESGUI). *Sustainable Development*. <https://doi.org/10.1002/sd.3351>
- Ozbekler, T. M., & Ozturkoglu, Y. (2020). Analysing the importance of sustainability-oriented service quality in competition environment. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1504–1516. <https://doi.org/10.1002/bse.2449>
- Parikh, A., Kumari, D., Johann, M., & Mladenović, D. (2023). The impact of environmental, social and governance score on shareholder wealth: A new dimension in investment philosophy. *Cleaner and Responsible Consumption*, 8, 100101. <https://doi.org/10.1016/j.clrc.2023.100101>
- Peixoto, J. A., Machado, A. B., & Richter, M. F. (2022). ESG indicator metrics used by organisations to assess the degree of sustainability in companies. *International Journal of Advanced Engineering Research and Science* 9(9). <https://doi.org/10.22161/ijaers.99.64>

- Peng, C.-W., & Yang, M.-L. (2014). The effect of corporate social performance on financial performance: The moderating effect of ownership concentration. *Journal of Business Ethics*, 123, 171–182. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1809-9>
- Peng, L. S., & Isa, M. (2020). Environmental, social and governance (ESG) practices and performance in shariah firms: Agency or stakeholder theory? *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 16(1), 1–34.
- Preghenella, N., & Battistella, C. (2021). Exploring business models for sustainability: A bibliographic investigation of the literature and future research directions. *Business Strategy and the Environment*, 30(5), 2505–2522. <https://doi.org/10.1002/bse.2760>
- Raetz, S., Duchek, S., Maynard, M. T., & Wohlgemuth, M. (2022). Resilience in organization-related research: An integrative conceptual review across disciplines and levels of analysis. *Journal of Applied Psychology*, 107(6), 867–897. <https://doi.org/10.1037/apl0000952>
- Rahi, A. F., Johansson, J., Blomkvist, M., & Hartwig, F. (2023). Corporate sustainability and financial performance: A hybrid literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 801–815. <https://doi.org/10.1002/csr.2600>
- Rai, S. S., Rai, S., & Singh, N. K. (2021). Organizational resilience and social-economic sustainability: COVID-19 perspective. *Environment, Development and Sustainability*, 23, 12006–12023. <https://doi.org/10.1007/s10668-020-01154-6>
- Ramezani, J., & Camarinha-Matos, L. M. (2020). Approaches for resilience and antifragility in collaborative business ecosystems. *Technological Forecasting and Social Change*, 151, 119846. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2019.119846>
- Ranjbari, M., Shams Esfandabadi, Z., Zanetti, M. C., Scagnelli, S. D., Siebers, P.-O., Aghbashlo, M., Peng, W., Quatraro, F., & Tabatabaei, M. (2021). Three pillars of sustainability in the wake of COVID-19: A systematic review and future research agenda for sustainable development. *Journal of Cleaner Production*, 297, 126660. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126660>

- Rosenthal, U., Charles, M. T., & Hart, P. T. (1989). *Coping with crises. The management of disasters, riots and terrorism*. New York, NY: Thomas
- Sakalasooriya, N. (2021). Conceptual analysis of sustainability and sustainable development. *Open Journal of Social Sciences*, 9(3), Article 3. <https://doi.org/10.4236/jss.2021.93026>
- Santillo, D. (2007). Reclaiming the definition of sustainability (7 pp). *Environmental Science and Pollution Research - International*, 14(1), 60–66. <https://doi.org/10.1065/espr2007.01.375>
- Seow, R. Y. C. (2023). Determinants of environmental, social, and governance disclosure: A systematic literature review. *Business Strategy and the Environment*, 33(3), 2314–2330. <https://doi.org/10.1002/bse.3604>
- Sila, I., & Cek, K. (2017). The impact of environmental, social and governance dimensions of corporate social responsibility on economic performance: Australian evidence. *Procedia Computer Science*, 120, 797–804. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2017.11.310>
- Skoufias, E. (2003). Economic crises and natural disasters: Coping strategies and policy implications. *World Development*, 31(7), 1087–1102. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(03\)00069-X](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(03)00069-X)
- Vallaster, C. (2017). Managing a company crisis through strategic corporate social responsibility: A practice-based analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(6), 509–523. <https://doi.org/10.1002/csr.1424>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Vogus, T. J., & Sutcliffe, K. M. (2007). Organizational resilience: Towards a theory and research agenda. *2007 IEEE International Conference on Systems, Man and Cybernetics*, 3418–3422. <https://doi.org/10.1109/ICSMC.2007.4414160>

- Walker, T., Fernandes, A., & Karami, M. (2024). Corporate resilience during crises and the role of ESG factors: Evidence from the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 69, 106168. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106168>
- Wang, F. (2024). The impact of ESG on financial performance: An empirical analysis of listed companies in China. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 83(1), 207–214. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/83/20240748>
- Wang, H., Jiao, S., & Ma, C. (2024). The impact of ESG responsibility performance on corporate resilience. *International Review of Economics & Finance*, 93, 1115–1129. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.05.033>
- Weber, M. M. (2023). The relationship between resilience and sustainability in the Organizational Context—A Systematic Review. *Sustainability*, 15(22), Article 22. <https://doi.org/10.3390/su152215970>
- Wooldridge, J. M. (2013). *Introductory econometrics: A modern approach* (5th ed.). South-Western Cengage Learning.
- Wu, H., Deng, H., & Gao, X. (2024). Corporate coupling coordination between ESG and financial performance: Evidence from China's listed companies. *Environmental Impact Assessment Review*, 107, 107546. <https://doi.org/10.1016/j.eiar.2024.107546>
- Xu, N., Chen, J., Zhou, F., Dong, Q., & He, Z. (2023). Corporate ESG and resilience of stock prices in the context of the COVID-19 pandemic in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 102040. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102040>
- Yilmaz, I. (2021). Sustainability and financial performance relationship: International evidence. *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, 17(3), 537–549. <https://doi.org/10.1108/WJEMSD-10-2020-0133>
- Zhang, J., Zhang, Y., & Sun, Y. (2022). Restart economy in a resilient way: The value of corporate social responsibility to firms in COVID-19. *Finance Research Letters*, 47, 102683. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102683>

Zhao, Q., Zhang, C., & Li, Z. (2024). Government subsidies and business resilience of Chinese electric vehicle enterprises: The roles of ESG and technological capability. *Energies*, 17(22), Article 22. <https://doi.org/10.3390/en17225569>

Apêndice I

Tabela 13 - Síntese dos estudos empíricos que versam a relação entre a sustentabilidade e o desempenho financeiro

Autor (Data)	Objetivo	Amostra	Hipóteses	Metodologia	Resultados/Conclusões
(Broadstock et al., 2021)	Analisar o papel do desempenho ESG durante a crise financeira desencadeada pela pandemia do COVID-19.	300 empresas cotadas no índice CSI300 da China em 2020.	1. Empresas com pontuações ESG elevadas são mais resilientes em tempo de crise; 2. Os fatores ESG estão positivamente associados a retornos financeiros; 3. Os fatores ESG são mais relevantes em tempos de crise.	Metodologia quantitativa utilizando modelos de regressão e análises estatísticas e econométricas de dados financeiros e ESG.	1. O desempenho ESG atua como sinal de resiliência financeira estando positivamente relacionado com os retornos acumulados do curto prazo das ações durante o COVID-19; 2. Empresas com elevadas pontuações ESG apresentam menor volatilidade de preços durante a crise; 3. Carteiras com alto nível ESG normalmente excedem carteiras com um baixo nível ESG; 4. O desempenho ESG diminui o risco financeiro durante crises financeiras; 5. O papel do desempenho ESG é mais evidente em tempos de crise do que em tempos normais.

(Berkman & Tirodkar, 2024)	Examinar o impacto do desempenho ESG nos retornos esperados das opções.	Empresas que fazem parte do índice S&P 500 entre 2007-2021.	1. Como é que o desempenho ESG impacta os retornos esperados? 2. Como é que o desempenho ESG impacta os retornos esperados em períodos de crise?	Metodologia quantitativa com regressões em painel; Utilização do <i>Generalized Lower Bound</i> (GBL) para os retornos esperados e modelos econométricos.	1. As ações com pontuações ESG mais elevados apresentam retornos esperados mais baixos, mas só durante a crise financeira global e a pandemia do COVID-19; 2. A estrutura do prémio de risco está positivamente relacionada com as pontuações ESG durante as crises; 3. O investimento ESG reduz o risco de quedas durante as crises.
(Bae et al., 2021)	Examinar a relação entre a RSC e os retornos das ações durante a crise do COVID-19.	1.750 empresas americanas durante os períodos de crise e pós-crise em 2020.	O artigo não formula hipóteses explícitas.	Metodologia quantitativa utilizando regressões lineares; Recolha de dados do MSCI ESG <i>Stats</i> e <i>Refinitiv</i> ESG.	1. A RSC não teve um impacto significativo no retorno das ações nem durante, nem após a crise.
(Xu et al., 2023)	Analisar a relação entre o desempenho ESG e os retornos	3099 empresas listadas na China (exceto setor	1. O desempenho ESG está positivamente associado aos retornos	Metodologia quantitativa utilizando modelos econométricos de	1. O desempenho ESG tem impacto positivo nos retornos das ações, especialmente no pós-crise;

	das ações, e a resiliência dos preços das ações durante e após a pandemia de COVID-19 em empresas chinesas.	financeiro e imobiliário), dados de 2019 a 2022.	das ações durante e após a crise; 2. O impacto do ESG é maior nas regiões com menor confiança social e menor cobertura de analistas; 3. O desempenho ESG contribui para uma maior resiliência dos preços das ações.	regressão com dados em painel; Controlos por setor, análise por subgrupos (confiança regional e cobertura de analistas).	2. A dimensão ambiental foi a mais significativa comparativamente com a dimensão social e de governança; 3. Empresas com melhor pontuação ESG tiveram uma maior resiliência nos preços das ações; 4. Efeitos mais fortes em regiões de baixa confiança e com menor cobertura de analistas e o desempenho ESG atuaram como uma 'vacina de capital'.
(Bouslah et al., 2018)	Analisar o impacto da crise financeira 2008-2009 na ligação entre o risco de uma empresa e o SP.	Dados de 28.110 observações de empresas não financeiras dos EUA entre 1991-2012.	1. O SP está relacionado negativamente com o risco da empresa, em particular ao risco idiossincrático durante a crise financeira;	Metodologia quantitativa utilizando regressões econométricas com base de dados secundários extraídos de diversas bases de dados financeiras e de SP.	1. A relação entre o SP e o risco é diferente entre o período pré e pós crise; 2. O SP diminuiu significativamente a volatilidade durante a crise financeira; 3. Relação entre os pontos fortes e o risco é mais forte do que a relação entre as preocupações e o risco durante a crise financeira.

			2. Existe um efeito assimétrico onde a relação entre o pilar social e o risco da empresa é mais forte quando se consideram os pontos fortes do que quando se analisam as preocupações durante a crise financeira.		
(Barbosa et al., 2023)	Identificar e analisar a literatura sobre os impactos da integração dos critérios ESG no desempenho da sustentabilidade corporativa em diversas perspectivas.	49 artigos extraídos de três bases de dados: <i>Scopus</i> , <i>Web of Science</i> (WoS) e <i>Science Direct</i> (SD) em 2022.	1. Quais as principais características da literatura sobre os critérios ESG; 2. Quais as principais abordagens metodológicas utilizadas para analisar o impacto dos critérios	Revisão Sistemática da Literatura (RSL) seguindo a diretrizes do <i>Preferred Report Items for Systematic Reviews and Meta – Analysis (PRISMA)</i> , fundamentada por uma análise crítica;	1. Independentemente da nacionalidade as empresas têm vindo a adotar práticas ESG nas suas estratégias, trazendo inúmeros benefícios. 2. A literatura é dominada por análises quantitativas com ênfase empresarial, o que limita a compreensão de outros <i>stakeholders</i> .

			ESG na sustentabilidade corporativa; 3. Quais os principais impactos da inclusão dos critérios ESG no desempenho da sustentabilidade corporativa analisados na literatura.	Metodologia quantitativa e qualitativa.	
(Sila & Cek, 2017)	Analisar o impacto da CSR no desempenho económico das empresas australianas.	Empresas australianas com dados anuais do desempenho ESG no período de 2010-2016.	1. O desempenho da CSR contribuiu positivamente para o desempenho económico; 2. O desempenho ambiental contribuiu positivamente para o desempenho económico;	Metodologia quantitativa utilizando dados secundários do Asset4; Análises utilizando o SPSS v21 e análises de regressão.	1. O desempenho social obteve um maior resultado no desempenho económico, comparativamente com o desempenho ambiental; 2. O desempenho da governança não apresentou qualquer impacto no desempenho económico.

			3. O desempenho social contribuiu positivamente para o desempenho económico; 4. O desempenho de governança contribuiu positivamente para o desempenho económico.		
(Parikh et al., 2023)	Analisar a relação entre as classificações ESG e a riqueza dos acionistas das empresas indianas.	225 empresas indianas de 20 setores diferentes.	1. Os fatores ESG influenciam o retorno do património líquido; 2. O fator ambiental, social e de governança influenciam o retorno sobre o património líquido.	Metodologia quantitativa utilizando um modelo de regressão linear.	1. O fator de governança apresentou um impacto positivo no retorno dos acionistas, ao contrário do fator ambiental que obteve um impacto negativo; 2. O fator social foi insignificante para os retornos, principalmente no curto-prazo; 3. As motivações financeiras são importantes para estimular as práticas dos fatores E e S;

					4. As práticas de governança são essenciais para melhorar a riqueza dos acionistas.
(Jin, 2025)	Explorar os efeitos entre os pilares ESG no CFP.	633 empresas coreanas listadas na bolsa de valores em 2022, obtendo informações ESG do <i>Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability</i> (KCGS).	Não existem hipóteses formalizadas.	Metodologia quantitativa utilizando uma <i>random florest regression</i> ; O <i>Return on Equity</i> (ROE) e o <i>Return on Assets</i> (ROA) foram utilizados como medidas de desempenho.	1. O desempenho ambiental e de governança apresentaram um impacto positivo no CFP, contudo o E apresenta retornos decrescentes elevados e o G retornos decrescentes mínimos; 2. O pilar social afeta negativamente o CFP, aumentando à medida que o desempenho aumenta; 3. Entre os fatores ESG, o fator E foi o que mais se destacou da CFP.
(Ahmad et al., 2023)	Analisar o impacto da crise financeira global no desempenho financeiro e não financeiro (ESG) das empresas <i>Financial</i>	351 empresas do Reino Unido presentes no FTSE350 com dados entre 2002-2018.	1. A crise financeira tem um impacto negativo no desempenho financeiro das empresas no Reino Unido;	Metodologia quantitativa com a formulação do modelo econométrico, utilizando técnicas de regressão de dados em painel de modelos de efeitos fixos e aleatórios;	1. A crise financeira apresentou um impacto negativo no desempenho financeiro e no ESG das empresas, sendo este efeito moderado pelo tamanho da empresa; 2. Os fatores ESG, CG e o tamanho da empresa atuam como moderadores na

	<i>Times Stock Exchange</i> (FTSE350) do Reino Unido.		2. A crise financeira tem um impacto negativo nos fatores ESG das empresas, sendo esta relação influenciada pelo tamanho da organização; 3. Os critérios ESG, o CG e o tamanho da empresa atuam como moderadores entre a crise financeira global e o desempenho financeiro da empresa.	As fontes de dados foram extraídas do banco de dados Asset4 do <i>DataStream</i> .	relação entre o impacto da crise financeira e o desempenho financeiro das organizações.
(Bruna et al., 2022)	Analisar o impacto do desempenho ESG no desempenho financeiro.	350 empresas europeias cotadas na bolsa entre 2014-2019.	1. Existe uma relação não linear significativa entre o desempenho ESG e financeiro;	Metodologia quantitativa utilizando um modelo de regressão de painel.	1. Os resultados confirmam que a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro não é linear, variando conforme o nível de práticas ESG aplicado e à dimensão da empresa.

			2. O impacto ESG sobre o desempenho financeiro varia conforme os níveis de ESG e a dimensão da empresa; 3. O regime obrigatório de divulgação extra-financeira (Diretiva 2014/95/EU) influencia positivamente a relação entre o ESG e o desempenho financeiro.		2. O desempenho ESG apresenta um impacto positivo no desempenho financeiro, especialmente quando existe uma obrigação das empresas divulgarem informações não financeiras.
(Chen et al., 2023)	Examinar de que forma o ESG aumenta o desempenho financeiro corporativo.	3.332 empresas cotadas em todo o mundo no período entre 2011-2020.	1. As classificações ESG impactam de forma positiva o CFP; 2. O impacto positivo da	Metodologia quantitativa utilizando modelos de regressão múltipla e regressão categorizada com o software STATA 16.0;	1. O desempenho ESG está relacionado positivamente com o desempenho corporativo; 2. Nas empresas de grande dimensão o impacto da classificação ESG no desempenho corporativo é significativo ao

			classificação ESG no CFP é mais acentuado em elevado risco; 3. O impacto positivo da classificação ESG no CFP é mais acentuado para empresas de grandes dimensões; 4. Empresas em países mais desenvolvidos beneficiam da classificação ESG no CFP mais do que as que se encontram nos países menos desenvolvidos.	O ROA é utilizado para analisar o impacto da classificação ESG; Foi construído um modelo de regressão em painel.	contrário das empresas com menor dimensão. 3. Existe um impacto positivo das classificações ESG no desempenho financeiro corporativo mais acentuado em elevado risco do que em baixo risco; 4. Ao partilhar os dados ESG, as empresas conseguem obter uma melhor imagem, o que atrai o financiamento, diminui os custos de financiamento e aumenta o valor de mercado.
(Ding et al., 2024)	Analisar a interação entre risco sistémico, desempenho	16.064 observações anuais de empresas de manufatura de	1. A diminuição do risco sistémico empresarial poderá	Metodologia quantitativa utilizando regressões	1. A diminuição do risco sistémico influencia positivamente o desempenho ESG;

	financeiro e o desempenho ESG.	ações de classe A listadas na China entre 2012-2022, provenientes do banco de dados CSMAR e do <i>Wind</i> .	proporcionar o desempenho ESG corporativo; 2. O desempenho financeiro apresenta um papel intermediário no risco sistêmico e no desempenho ESG corporativo.	lineares e análises de medição; Utilização do ROA e do ROE como métricas para analisar o desempenho financeiro das empresas.	2. O desempenho financeiro atua como um papel intermediário fundamental; 3. No setor da poluição pesada, uma melhoria no desempenho ESG devido a uma redução do risco sistêmico é pouco evidente.
(Habib & Mourad, 2024)	Investigar o impacto das práticas ESG totais e individuais e da crise do COVID-19 no desempenho financeiro das empresas dos EUA.	406 empresas dos EUA que implementaram práticas ESG durante 2016-2020.	1. As práticas ESG impactam de forma positiva o desempenho financeiro; 2. As práticas ambientais impactam de forma positiva o desempenho financeiro; 3. As práticas sociais impactam de	Metodologia quantitativa utilizando o estimador de regressão dos mínimos quadrados generalizados (<i>Generalized least squares</i>), testes de robustez e técnica de análise dinâmica.	1. As empresas que apresentam classificações ESG mais elevadas têm melhores medidas de desempenho; 2. Na maior parte dos casos, as empresas que apresentam elevados desempenhos ambientais, sociais e governamentais têm melhores métricas de desempenho; 3. A crise causada pelo COVID-19 impactou de forma negativa as medidas de desempenho financeiro.

			forma positiva o desempenho financeiro; 4. As práticas governamentais impactam de forma positiva o desempenho financeiro; 5. A crise do COVID-19 impactou de forma negativa o desempenho financeiro; 6. Em grande parte, existiu diferenças significativas no desempenho financeiro devido à crise; 7. Em grande parte, existiu diferenças significativas entre as		
--	--	--	---	--	--

			práticas ESG totais e individuais devido à crise.		
(Peng & Isa, 2020)	Avaliar o impacto das práticas ESG no desempenho financeiro das empresas.	461 empresas que operam segundo as normas da Sharia, listadas no MSCI <i>World Islamic Index</i> , entre 2010-2017.	1. De acordo com a teoria da agência existe uma relação negativa entre as práticas ESG e o desempenho da empresa; 2. As práticas ESG, juntas com as variáveis de liquidez, teriam um impacto negativo no desempenho da empresa; 3. As práticas ESG, juntas com as variáveis de restrição financeira, teriam um	Metodologia quantitativa com regressões econométricas em painel de dados; Os dados ESG foram extraídos da plataforma Asset4; O desempenho das empresas é medido pelo ROA e pelo desempenho da sustentabilidade económica e financeira (<i>Econ</i>).	1. Tantos os critérios ESG agregados e separados estão positivamente relacionados com o desempenho financeiro das empresas; 2. Integrar práticas ESG e as normas de <i>Shariah</i> melhoram não só o valor da empresa, como também práticas éticas, responsáveis e transparentes, criando novos mercados para possíveis investidores.

			impacto positivo no desempenho da empresa; 4. De acordo com a teoria das partes interessadas, existe uma relação positiva entre as práticas ESG e o desempenho da empresa; 5. As práticas ESG, juntas com a folga financeira, teriam um impacto positivo no desempenho da empresa.		
(Aydoğan et al., 2022)	Analisar o impacto do desempenho ESG no valor e na	1.720 empresas cotadas em bolsa com dados ESG extraídos da	1. As classificações ESG apresentam um impacto positivo e	Metodologia quantitativa utilizando o modelo de efeitos fixos de dados em painel para o valor e para	1. As pontuações ESG estão positivamente relacionadas com o valor da empresa e com a lucratividade;

	lucratividade da empresa.	<i>Refinitiv</i> entre 2013-2021	acentuado no valor da empresa; 2. As classificações ESG apresentam um impacto positivo e acentuado na lucratividade.	a lucratividade das empresas como variáveis dependentes; Utilização do Q de Tobin e o ROA;	2. As pontuações S e G apresentam uma relação positiva acentuada com o valor da empresa e com a lucratividade; 3. A pontuação E não apresenta uma relação significativa com o valor da empresa, mas apresenta um impacto positivo na lucratividade.
(Friede et al., 2015)	Agregar e sintetizar os resultados de estudos empíricos sobre a relação ESG com o desempenho financeiro.	2.200 estudos empíricos analisados a partir de 60 estudos de revisão.	Não existem hipóteses formalizadas.	Metodologia quantitativa através da utilização de uma meta-análise de segunda ordem e estudos de contagem de votos.	1. 90% dos estudos verificaram uma relação não negativa entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro, onde a maioria verificou uma relação positiva; 2. O impacto do ESG no desempenho financeiro mantém-se estável ao longo prazo.
(Yilmaz, 2021)	Analisar a relação entre a sustentabilidade corporativa com o desempenho	109 empresas não financeiras de cinco economias emergentes reconhecidas com	Não existe hipóteses de investigação formuladas de forma direta.	Metodologia quantitativa utilizando modelos de regressão em painel; Extração de dados ESG através do banco de	1. Existe uma relação positiva e acentuada entre o desempenho da sustentabilidade e o desempenho financeiro;

	financeiro das empresas.	BRICS, entre 2014-2018.		dados <i>Sustainalytics</i> e dados financeiros de relatórios das organizações.	2. As pontuações agregadas ESG apresentaram resultados significativos, enquanto que as pontuações separadas E, S, G, apresentaram resultados insignificantes.
(Alshehhi et al., 2018)	Análise da literatura entre o impacto da sustentabilidade corporativa no desempenho financeiro das empresas.	132 artigos científicos publicados entre 1984-2017, extraídos de bases de dados, como <i>ProQuest</i> , EBSCO, <i>Science Direct</i> , <i>Emerald</i> , JSTOR, <i>Springer Link</i> e <i>Scopus</i> .	Não existe hipóteses formuladas diretamente.	Revisão Sistemática da Literatura (RSL), utilizando uma análise de conteúdo para examinar a literatura e uma análise quantitativa através da utilização de estatísticas descritivas.	1. Verifica-se que 78% dos artigos examinados indicam uma relação positiva entre a sustentabilidade corporativa e o desempenho financeiro; 2. A literatura tem vindo a substituir a sustentabilidade total pela CSR.
(Wang, 2024)	Investigar se os fatores ESG têm um impacto no	406 empresas cotadas na China com ações A entre 2018 e 2022.	1. Existe uma relação acentuada entre os critérios ESG e o desempenho financeiro,	Metodologia quantitativa com a utilização do ROA e o Q de Tobin;	1. Um nível mais elevado de ESG impacta positivamente o desempenho financeiro;

	desempenho financeiro.		nomeadamente ao nível da lucratividade e da criação de valor.	Os dados ESG foram obtidos através da CSI's ESG e os dados financeiros através da Oriental.	2. Existe uma relação positiva entre a pontuações total ESG, a rentabilidade financeira e o valor da empresa e as componentes individuais ESG apresentaram também uma relação positiva com o desempenho financeiro. 3. Pontuações ESG mais elevadas normalmente estão associadas a maiores retornos financeiros e podem orientar a formulação de políticas por partes das empresas e agências governamentais; 4. O estudo reforça a importância da integração dos critérios ESG nas estratégias de investimento e nos processos de tomada de decisão, sendo a incorporação destes critérios essencial para o crescimento económico sustentável.
--	------------------------	--	---	---	--

(Chen & Xie, 2022)	Analisar o efeito da divulgação ESG no desempenho financeiro das empresas.	Empresas não financeiras cotadas entre 2000-2020.	1. A divulgação ESG impacta positivamente o desempenho financeiro das empresas; 2. Os investidores ESG fortalecem o impacto da divulgação ESG no desempenho financeiro.	Metodologia quantitativa utilizando um modelo de diferença em diferenças (DID); Extração de dados ESG a partir da <i>Bloomberg</i> e <i>WIND</i>.	1. A divulgação ESG apresenta um efeito benéfico no desempenho financeiro, sendo este efeito mais positivo em empresas com investidores ESG, maior tempo de operação, alta atenção da <i>media</i> e altos custos de agência; 2. A divulgação ESG capta investidores ESG e pode melhorar o desempenho financeiro a longo prazo; 3. Os investidores ESG exercem um papel moderador positivo na relação entre os critérios e o desempenho financeiro.
(Velte, 2017)	Avaliar o impacto total e individual das componentes ESG no desempenho financeiro.	Empresas cotadas no Índice Alemão <i>Prime Standard</i> (DAX30, TecDAX, MDAX) entre 2010-2014; 412 observações de empresas por ano.	1. Os fatores ESG proporcionam um melhor desempenho financeiro.	Metodologia quantitativa através de uma análise de correlação e regressão; ROA e Q de Tobin como variáveis dependentes.	1. O ESG total e o individual apresentam um impacto positivo no desempenho financeiro, baseado no ROA, mas não baseado no mercado (Q de Tobin); 2. Ao analisar de forma individual as componentes do ESG, verificou-se que o G apresenta maior impacto no

					desempenho financeiro comparativamente com o E e o S.
--	--	--	--	--	---

Fonte: Elaboração própria.