

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO

ARNALDO POGGI LINS SEGUNDO

A INFLUÊNCIA DA RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA SOBRE A
POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO CONTEXTO BRASILEIRO

JOÃO PESSOA

2023



ARNALDO POGGI LINS SEGUNDO

**A INFLUÊNCIA DA RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA SOBRE A
POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO CONTEXTO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba, como requisito para obtenção do título de mestre em Administração, na Área de Concentração: Administração e Sociedade e Linha de Pesquisa: Finanças e métodos quantitativos.

Orientador: Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado

Coorientador: Prof. Dr. Cláudio Pilar da Silva Júnior

JOÃO PESSOA

2023

S456i Segundo, Arnaldo Poggi Lins.

A influência da responsabilidade social corporativa
sobre a política de dividendos no contexto brasileiro /
Arnaldo Poggi Lins Segundo. - João Pessoa, 2023.

84 f. : il.

Orientação: Aldo Leonardo Cunha Callado.

Coorientação: Cláudio Pilar da Silva Júnior.

Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA.

1. Dividendos. 2. Dividendo total. 3. Dividendo
yield. 4. Payout. 5. Responsabilidade social
corporativa. I. Callado, Aldo Leonardo Cunha. II. Silva
Júnior, Cláudio Pilar da. III. Título.

UFPB/BC

CDU 336.781.2(043)

ARNALDO POGGI LINS SEGUNDO

**A INFLUÊNCIA DA RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA SOBRE A
POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO CONTEXTO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba, como requisito para obtenção do título de mestre em Administração, na Área de Concentração: Administração e Sociedade e Linha de Pesquisa: Finanças e métodos quantitativos.

Data de aprovação: 28/08/2023

Banca Examinadora:

Documento assinado digitalmente
 **ALDO LEONARDO CUNHA CALLADO**
Data: 26/04/2024 12:28:09-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado (Orientador)
Universidade Federal da Paraíba

Documento assinado digitalmente
 **CLAUDIO PILAR DA SILVA JUNIOR**
Data: 26/04/2024 11:31:33-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Cláudio Pilar da Silva Júnior (Coorientador)
Universidade Federal da Paraíba

Documento assinado digitalmente
 **NILTON CESAR LIMA**
Data: 26/04/2024 10:14:50-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Nilton Cesar Lima (Examinador Externo)
Universidade Federal de Uberlândia

Documento assinado digitalmente
 **MAGNO VAMBERTO BATISTA DA SILVA**
Data: 26/04/2024 11:22:16-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Magno Vamberto Batista da Silva (Examinador Interno)
Universidade Federal da Paraíba

AGRADECIMENTO

A conclusão desta dissertação só foi possível com o apoio e colaboração de muitas pessoas às quais gostaria de expressar minha mais profunda gratidão.

Primeiramente, glorifico a Deus por me dar forças e sabedoria ao longo desta jornada acadêmica. Aos meus pais, pelas orações, conselhos, apoio incondicional e por sempre acreditarem no meu potencial. A vocês, dedico esta conquista.

Agradeço aos meus orientadores, Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado (orientador) e Prof. Dr. Cláudio Pilar da Silva Júnior (coorientador), por suas orientações e incentivo constante. Suas valiosas sugestões e conselhos foram fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho.

Aos meus colegas de curso, pela camaradagem e apoio durante todos esses anos. Compartilhamos momentos de dificuldades e conquistas que jamais serão esquecidos.

Ao Programa de Pós-Graduação em Administração da UFPB e ao corpo docente, por fornecerem um ambiente acadêmico de excelência e pelos ensinamentos que levarei para toda a vida.

À minha esposa, Hallynne Mayra Aragão Poggi Lins, e aos meus filhos, Nathan e Marinna, pelo amor, paciência, compreensão e por me acompanharem em todos os momentos, sempre oferecendo palavras de encorajamento. A vocês, dedico esta conquista.

Por fim, agradeço a todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho. Sou grato por toda a ajuda, suporte e pelas experiências enriquecedoras.

Muito obrigado a todos!

RESUMO

Neste estudo, nosso objetivo foi trazer clareza sobre a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e sua influência sobre a política de dividendos no contexto brasileiro. O que justifica a importância dessa pesquisa dada a relevância dos temas, dentro do universo corporativo, onde a agenda em RSC nos alerta para a importância de gerar riqueza com o olhar crítico e fundamentado nas boas práticas corporativas de gestão em RSC. Objetivamente, esse estudo respondeu a seguinte pergunta: Como a RSC apresentada pelas empresas brasileiras listadas em bolsa influenciam a sua política de dividendos. Para isso, realizou-se uma pesquisa documental, descritiva e quantitativa no período de 2012 a 2022. Com uma população de 580 empresas das quais apenas 136 apresentaram notas no *score* ESG fizeram parte da amostra. Foram utilizadas três variáveis independentes sendo elas, *Payout*, *Dividendo Total* e *Dividendo Yield* e como variáveis dependentes foram utilizadas oito variáveis. Os resultados evidenciam que os *scores* em ESG possuem correlação positiva e significativa para a política de dividendos nas *proxys* *Dividendo Total* e *Dividendo Yield*. O estudo, conclui que as empresas que têm melhores notas em RSC evidenciados aqui pela *proxy* ESG, tem uma melhor política de dividendos. Contudo, apesar da *proxy* *Payout* apresentar uma correlação positiva, seu nível de significância não foi satisfatório. Este estudo oferece contribuições práticas significativas, auxiliando gestores de empresas brasileiras a entender como os *scores* ESG influenciam a política de dividendos e sua estabilidade, ao equilibrar interesses empresariais com responsabilidade social corporativa (RSC). Os resultados possibilitam aos gestores desenvolverem estratégias focadas em práticas de RSC para atrair investidores interessados em dividendos, incentivando a incorporação de práticas sustentáveis na alocação de recursos. Para futuros estudos, sugere-se a exploração de temas relacionados aos discutidos neste estudo, utilizando variáveis adicionais como margem de lucro, estágio do ciclo de vida da empresa e faturamento em vendas para melhor entender o nível de pagamento de dividendos. Recomenda-se também a análise detalhada da variável ESG, desmembrando-a em suas subdimensões, para investigar como estas impactam o tamanho e o volume dos pagamentos de dividendos.

Palavras-chaves: responsabilidade social corporativa; dividendos; *payout*; *dividendo total*; *dividendo yield*.

ABSTRACT

In this study, our objective was to elucidate the dynamics of Corporate Social Responsibility (CSR) and its impact on dividend policy within the Brazilian context. The significance of this research is underscored by the relevance of the themes within the corporate sphere, where the CSR agenda highlights the importance of wealth generation with a critical perspective, grounded on sound corporate management practices in CSR. Specifically, this study addressed the following question: How does CSR, as reported by publicly listed Brazilian companies, influence their dividend policy. To this end, a documentary, descriptive, and quantitative research was conducted over the period from 2012 to 2022. The population comprised 580 companies, of which only 136 that had ESG scores were included in the sample. Three independent variables were utilized, namely Payout, Total Dividend, and Dividend Yield, while eight variables served as dependent variables. The findings demonstrate that ESG scores have a positive and significant correlation with dividend policy in the proxies of Total Dividend and Dividend Yield. The study concludes that companies with higher CSR ratings, as evidenced here by the ESG proxy, have a more favorable dividend policy. However, although the Payout proxy showed a positive correlation, its level of significance was not satisfactory. This study offers significant practical contributions, aiding managers of Brazilian companies in understanding how ESG scores influence dividend policy and its stability, while balancing corporate interests with corporate social responsibility (CSR). The results enable managers to develop strategies focused on CSR practices to attract dividend-interested investors, encouraging the incorporation of sustainable practices in resource allocation. For future studies, it is suggested to explore themes related to those discussed in this study, using additional variables such as profit margin, company life cycle stage, and sales turnover to better understand the level of dividend payments. A detailed analysis of the ESG variable, breaking it down into its subdimensions, is also recommended to investigate how these impact the size and volume of dividend payments.

Keywords: responsibility social corporate; dividends; payout; total dividends; yield dividends.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURAS

Figura 1 – Correlograma das variáveis consideradas no estudo.....	60
--	----

GRÁFICOS

Gráfico 1 – Distribuição dos dados segundo NAICS-Nome-Setor	49
Gráfico 2 – Distribuição dos dados segundo NAICS-Nome-SubSetor	50
Gráfico 3 – Indicadores de médias da variável PAYOUT segundo ano	52
Gráfico 4 – Indicadores de médias da variável DIVIDTOTAL segundo ano	52
Gráfico 5 – Indicadores de médias da variável DIVYIELD segundo ano	53
Gráfico 6 – Indicadores de médias da variável ESG segundo ano	53
Gráfico 7 – Indicadores de médias da variável ROE segundo ano.....	54
Gráfico 8 – Indicadores de médias da variável DEBT segundo ano	54
Gráfico 9 – Indicadores de médias da variável ROA segundo ano	55
Gráfico 10 – Indicadores de médias da variável EV segundo ano	55
Gráfico 11 – Indicadores de médias da variável MB segundo ano	56
Gráfico 12 – Indicadores de médias da variável ILL segundo ano	56
Gráfico 13 – Indicadores de médias da variável LPA segundo ano	57

QUADROS

Quadro 1 – Estudos Correlatos entre Políticas de Dividendos e ESG	36
Quadro 2 – Descrição e operacionalização das variáveis	41
Quadro 3 – Dimensões e sub-dimensões da Thompson Reuters®	44

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – População e amostra da pesquisa	48
Tabela 2 – Mostra o percentual ano a ano das empresas que pagaram dividendos e as empresas que não pagaram dividendos	48
Tabela 3 – Participação por setor de atividade da amostra.....	49
Tabela 4 – Indicadores das médias das variáveis analisadas segundo ano.....	51
Tabela 5 – Indicadores de médias das variáveis analisadas	51
Tabela 6 – Médias da variável PAYOUT segundo ano.....	51
Tabela 7 – Médias da variável DIVIDTOTAL segundo ano	52
Tabela 8 – Médias da variável DIVYIELD segundo ano	52
Tabela 9 – Médias da variável ESG segundo ano	53
Tabela 10 – Médias da variável ROE segundo ano	53
Tabela 11 – Médias da variável DEBT segundo ano	54
Tabela 12 – Médias da variável ROA segundo ano	54
Tabela 13 – Médias da variável EV segundo ano.....	55
Tabela 14 – Médias da variável MB segundo ano.....	55
Tabela 15 – Médias da variável ILL segundo ano.....	56
Tabela 16 – Médias da variável LPA segundo ano	56
Tabela 17 – Correlações entre as variáveis explicativas e os três desfechos de interesse	60
Tabela 18 – Resultados do Modelo de Regressão 1	64
Tabela 19 – Resultados do Modelo de Regressão 2	65
Tabela 20 – Resultados do Modelo de Regressão 3	66
Tabela 21 – Mostra o percentual ano a ano do score ESG e das empresas que pagaram e não pagaram dividendos.....	67
Tabela 22 – Cruzamento entre pagamento (PAYOUT) e ESG por grupo	68
Tabela 23 – Cruzamento entre pagamento (DIVIDTOTAL) e ESG por grupo	69
Tabela 24 – Cruzamento entre pagamento (DIVYIELD) e ESG por grupo.....	69

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.2 OBJETIVOS.....	16
1.2.1 OBJETIVO GERAL.....	16
1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	16
1.3 JUSTIFICATIVA.....	16
1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	18
2 REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA (RSC)	19
2.2 TEORIA DOS DIVIDENDOS	24
2.3 TEORIA DA SINALIZAÇÃO	28
2.4 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA, CRIAÇÃO DE RIQUEZA E POLÍTICA DE DIVIDENDOS	31
2.5 ESTUDOS CORRELATOS ENTRE A CORRELAÇÃO DE RSC E DIVIDENDOS	36
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	38
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA	38
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	39
3.3 CONSTRUCTOS DA PESQUISA	39
3.3.1 VARIÁVEIS DEPENDENTES.....	39
3.4 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS DADOS	43
3.5 LIMITAÇÕES DO ESTUDO.....	46
4 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DOS DADOS E RESULTADOS.....	48
4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DOS DADOS.....	48
4.2 GRÁFICOS DESCRITIVOS.....	49
4.3 ANÁLISE DAS SÉRIES TEMPORAIS DE INDICADORES DE MÉDIA PARA CADA VARIÁVEL QUANTITATIVA NO ESTUDO.....	51
4.4 ANÁLISE DAS CORRELAÇÕES ENTRE AS VARIÁVEIS.....	58
4.5 ANÁLISE DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA	61
4.6 CONCLUSÕES GERAIS E OBJETIVAS SOBRES OS DADOS	67
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES	73
5.1 IMPLICAÇÕES DOS RESULTADOS	74
5.2 RECOMENDAÇÕES.....	75
REFERÊNCIAS	76

1 INTRODUÇÃO

Nesta seção, são apresentadas a delimitação do tema, a questão-problema, os objetivos, a justificativa para a realização do trabalho e, por fim, a estrutura do trabalho.

O tema Responsabilidade Social Corporativa (RSC) é estudado há várias décadas por autores como Carroll (1979) e Wood (1991), e seus impactos são percebidos por todos os agentes envolvidos, sejam eles positivos ou negativos. Segundo o que Parket e Eibert (1975) consideram, o benefício derivado do cumprimento da RSC supera os custos, aumentando o valor da empresa. Cumprir a RSC, protegendo o bem-estar dos colaboradores, pode melhorar a produtividade, melhorar a imagem da empresa e aumentar a confiança do público, aumentando, assim, a competitividade da organização.

Ainda do ponto de vista afirmativo, Cornell e Shapiro (1987) sugerem que um forte desempenho social leva a resultados financeiros mais expressivos. Ao melhorar a sua reputação empresarial, as empresas podem reduzir o risco comercial e ganhar mais respeito das autoridades reguladoras, o que atrai mais investimentos e atende às expectativas de diversos *stakeholders*, melhorando o desempenho financeiro.

Por sua vez, investimentos em RSC reduzem o custo operacional, alcançando o objetivo de desenvolvimento sustentável (Dey; Sircar, 2012; Jamali; Mirshak, 2007). Fauzi (2008) também indicou que o cumprimento da RSC é significativamente positivo quando correlacionado com o faturamento da empresa, vendas e a manutenção da rentabilidade bruta no longo prazo.

Seth e Mahenthiran (2022) argumentam que, em economias em desenvolvimento, as empresas que adotam práticas de RSC sinalizam positivamente aos investidores que as suas empresas têm capacidades para preencher vazios institucionais, observando uma influência positiva na sinalização do desempenho em RSC, valor da firma e distribuição de dividendos. Os vazios institucionais são a ausência ou o subdesenvolvimento de instituições que permitem e apoiam a atividade de mercado (Khanna; Palepu, 1997).

Orlizky e Shen (2013), por sua vez, criticam a abordagem de Aguinis e Glavas (2013) quanto à estratégia e utilidade de maior ênfase e obrigações das empresas em disseminar práticas de RSC nas suas atividades internas. O estudo de Orlizky e Shen (2013) mostra uma abordagem na qual o gestor realiza a disseminação das práticas em RSC, a título de exemplo, mantendo todos os postos de trabalho em detrimento ao ganho econômico trazido por uma melhoria na produção a partir da aplicação de automações fabris, evitando demissões e, assim,

causando impacto positivo na comunidade onde a empresa está inserida e trazendo benefícios à reputação da empresa perante os seus *stakeholders*.

Esses investimentos em RSC, sob a ótica de bem-estar dos *stakeholders* primários, podem trazer aumento nas vendas (Ruf et al., 2001); aumento da produtividade e motivação aos empregados (Soloman; Hansen, 1985); sinergia positiva entre o desempenho corporativo e um excelente relacionamento com as partes interessadas (Stanwick; Stanwick, 1998; Verschoor, 1998). Ressalta-se que diversas pesquisas encontram evidências de um efeito positivo na economia, e não no desempenho financeiro, com exceção, por exemplo, de Pava e Krausz (1996) e Preston e O'Bannon (1997).

Observa-se que nem todas as análises empíricas encontram uma influência positiva. No tocante ao resultado negativo obtido, há contribuições de Freedman e Jaggi (1982), Ingram e Frazier (1983), Preston e O'Bannon (1997) e Waddock e Graves (1997). Os resultados inconclusivos são os de Anderson e Frankle (1980), Aupperle, Carroll e Hatfield (1985), Freedman e Jaggi (1986), McWilliams e Siegel (2001).

Do ponto de vista positivo em investimentos em RSC, considerando-se os trabalhos de Foote, Gaffney e Evans (2010), McWilliamse e Siegel (2000) e Wang e Bansal (2012), acredita-se que a RSC pode ser usada estrategicamente para aumentar o valor da empresa e dispersar o risco. No entanto, esse investimento também pode diminuir o valor da empresa, aumentando os custos, diminuindo as margens de lucro, rentabilidade e desviando o foco dos objetivos operacionais. A influência entre a RSC e o desempenho corporativo é, portanto, complexa e a sua complexidade é confirmada pela literatura empírica no campo que não proporciona resultados consensuais e/ou claros.

Segundo o que Friedman (1970) explica, a maior responsabilidade social das empresas é a maximização do valor da firma para o acionista. Com a escassez de recursos naturais, e humanos, provocada pelo avanço tecnológico, tem-se a necessidade de que as empresas (pelo volume de atividade) realizem ações em prol dos *stakeholders*, incluindo o ambiente e a sociedade de maneira geral. Especificamente, o autor argumenta que “as iniciativas da RSC refletem um problema de risco moral interno para a empresa, onde os gestores buscam objetivos pessoais de visibilidade e reputação em detrimento do interesse dos acionistas” (Friedman, 1970). Os defensores da RSC, a exemplo de Carroll (1979) e Wood (1991), contestam essa crítica, argumentando que as empresas poderiam investir estrategicamente em iniciativas de RSC e obter benefícios privados.

As temáticas a respeito da RSC e Desenvolvimento Sustentável (DS) tornaram-se relevantes, de modo que institutos e bolsas de valores passaram a criar índices e relatórios para

acompanharem as atividades desenvolvidas por empresas que decidem incorporar essas atividades nas suas práticas. Nesse contexto, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) é o principal índice brasileiro da B3, composto pelas empresas que atendem aos critérios de inclusão e buscam maiores pontuações em *Environmental*, *Social* e *Governance* (ESG), traduzida para o português como prática Ambiental, Social e Governança, sendo amplamente utilizada no setor de investimentos, referindo-se a aspectos não financeiros da gestão empresarial (B3, 2016). A metodologia do score (ISE) é baseada em um questionário, que contempla 7 (sete) dimensões: natureza do produto; geral; governança corporativa; social; econômico-financeira; ambiental; e mudanças climáticas. Cada uma dessas dimensões possui os seus critérios específicos de avaliação, de forma que o ISE seja mais do que um indicador de retorno financeiro, isto é, seja capaz de traduzir uma gestão sustentável (Teixeira, Nossa; Funchal, 2011). Para Christ (2021), ESG “trata-se de um termo para representar um conjunto de fatores e critérios relacionados a questões ambientais, sociais e de governança a serem incorporados nas avaliações de empresas, indo além das tradicionais métricas econômico-financeiras”.

De acordo com Gillan, Koch e Starks (2021), “ESG refere-se como as empresas e investidores integram questões ambientais, sociais e de governança em seus modelos de negócios”. Dessa forma, as divulgações de ESG podem afetar as políticas de dividendos (Ellili, 2022; Matos; Barros; Sarmiento, 2020; Salah; Amar, 2022). Já o termo RSC, se refere às atividades das corporações no que diz respeito a ser socialmente responsável, um “cidadão corporativo” melhor no meio onde atua (Gillan; Koch; Starks, 2021).

Os *stakeholders*, (investidores, sociedade, governo, clientes e empresas) começam a dar importância, ano após ano, às práticas de RSC. Investidores estão cada vez mais focados em práticas de RSC, vendo a sustentabilidade como indicativo de boa gestão de risco e performance financeira a longo prazo, buscando empresas que promovam impactos positivos ambientais, sociais e de governança (ESG). A sociedade, incluindo consumidores e ONGs, pressiona por práticas empresariais responsáveis e sustentáveis, afetando diretamente a reputação e sucesso das empresas. Governos introduzem regulamentações mais estritas sobre sustentabilidade e transparência, além de incentivar práticas de RSC através de políticas específicas. Consumidores exigem cada vez mais produtos e marcas comprometidas com a sustentabilidade e a ética, influenciando empresas a adotarem medidas de RSC para satisfazer estas expectativas e permanecer competitivas. Empresas, por sua vez, reconhecem a importância da RSC para a sustentabilidade do negócio, integrando práticas responsáveis em suas estratégias e estabelecendo padrões para suas indústrias. Em contribuições teóricas, há uma corrente que

estabelece que as empresas com comprometimento social podem apresentar resultados financeiros mais estáveis e maiores no longo prazo (Kempf; Osthoff, 2007; Mutezo, 2014; Rajput; Batra; Pathak, 2012; Yusoff; Adamu, 2016).

Pesquisas já desenvolvidas, buscaram analisar se a atividade social ou sustentável impacta de alguma forma o desempenho financeiro de títulos (Seth, Mahenthiran, 2022; Sondakh, Renly 2019; Wang; Chen, 2015). Dessa forma, investidores podem, ao pensarem em alocação de recursos, selecionar carteiras com empresas que realizam atividades sociais corporativas, visualizando retornos estáveis e com maiores garantias no longo prazo. Sabe-se dessa forma que há a possibilidade de criação de valor no longo prazo para todos os *stakeholders* quando se investe em RSC.

A literatura sobre RSC apresenta que empresas que se engajam socialmente criam efeitos positivos de longo prazo, como o aumento de valor de mercado da empresa (Rakotomavo, 2012; Seth, Mahenthiran, 2022), construção de uma boa imagem, fortalecimento da relação entre *stakeholders* e redução de riscos (Du; Bhattacharya; Sen, 2010; Servaes; Tamayo, 2013; Wang; Bansal, 2012).

O estudo de Su *et al.* (2016), baseado em economias emergentes asiáticas, descobriu que a relação positiva entre a RSC e o desempenho financeiro é mais robusta em mercados de capitais menos desenvolvidos quando comparados com os mais desenvolvidos. Os benefícios são mais evidentes em um país de difusão de baixa informação. Os autores concluem que as práticas da RSC em si são recursos valiosos para as empresas se adaptarem, independentemente do seu impacto na cultura, reputação e aspecto de inovação. Os efeitos gerados pela RSC são, em geral, efeitos positivos de longo prazo e percebidos pela sociedade no longo prazo. Já no curto prazo, a RSC contribui para a minimização dos custos incorridos, sejam eles pecuniários ou não pecuniários.

Chen e Lee (2017), Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003) e Wang e Bansal (2012) mencionam que, em períodos de crise, investimentos em RSC são capazes de fortalecer as firmas para enfrentarem esses períodos de forma mais branda, por terem o seu foco no longo prazo, favorecendo melhor desenvolvimento de processos, mapeamento de habilidades, sistemas de informação, o que, em tese, aumenta o seu preparo para enfrentarem crises.

Em sua pesquisa, Rakotomavo (2012) utilizou 17.670 (dezessete mil, seiscentas e setenta) observações de empresas nos Estados Unidos, no período de 1991 a 2007. O autor ressalta, principalmente, que as empresas que investem em RSC são maiores, maduras e mais lucrativas e com maior patrimônio e as evidências apoiam a hipótese de que os investimentos

em RSC não diminuem os dividendos. Em vez disso, o esforço em RSC tende a aumentar os dividendos.

Chen e Lee (2017) usaram como amostra empresas localizadas em Taiwan e, de maneira geral, os resultados apoiam a ideia de que empresas com altos níveis de RSC afetam positivamente o valor da empresa, consequentemente, gerando maiores dividendos, e são mais estáveis ao longo do tempo.

Se, por um lado, em momentos de crise econômica, a RSC pode amenizar os impactos negativos, Seth (2022) afirma que a RSC influencia a política de dividendos como indicador financeiro para os acionistas e o mercado. Conforme afirmado por Benlemlih (2018), é relevante identificar como e em que medida a RSC afeta a distribuição de riqueza.

Para Assaf Neto e Lima (2014), “uma das principais decisões financeiras tomadas pelas empresas refere-se à definição de uma boa política de distribuição de dividendos”. Portanto, a “política de dividendos refere-se ao montante e à distribuição do pagamento de dividendos aos acionistas no tempo” (Assaf Neto; Lima, 2014).

De acordo com Forti, Peixoto e Alves (2015), a política de dividendos de uma empresa, juntamente com a política de financiamento e investimentos, forma um conjunto importante dentro das decisões financeiras corporativas. Em finanças corporativas, a distribuição dos lucros para os acionistas, por parte das corporações, é normalmente feita por meio de dividendos. Apesar de os dividendos serem pagos de acordo com a política de cada empresa, existem aquelas que precisam seguir a regulamentação do país (Forti; Peixoto; Alves, 2015). O pagamento de dividendos é, muitas vezes, um dos critérios levados em consideração para a alocação de recursos (Matos; Barros; Sarmiento, 2020).

Sobre essas políticas, no que tange às empresas brasileiras, são encontrados critérios na legislação específica que merecem ser considerados, como o pagamento de dividendos mínimos obrigatórios (*payout* mínimo/legal) e o pagamento de juros sobre capital próprio, por se enquadrarem no critério de proteção ao investidor e na tributação de dividendos, respectivamente (Galvão; Santos; Araújo, 2019).

A análise destes diferentes trabalhos permite concluir que poucos estudos empíricos se concentraram na relação entre RSC e política de dividendos (Cheung; Hub; Schwiebert, 2018; Ellili, 2022; Matos; Barros; Sarmiento, 2020; Salah; Amar, 2022; Trihermanto; Nainggolan, 2020).

De acordo com Cheung, Hub e Schwiebert (2018) e Matos, Barros e Sarmiento (2020), apesar da crescente literatura sobre sustentabilidade e ESG, ainda há poucas evidências sobre

os efeitos do desempenho ESG na capacidade de pagamento de dividendos e decisões de uma empresa sobre essas temáticas.

Assim, há um cenário que justifica a importância de verificar se a RSC pode influenciar a distribuição de dividendos das corporações. Portanto, busca-se, com esta pesquisa, preencher essa lacuna e contribuir para o levantamento de novas evidências acerca da relação entre RSC e a distribuição de dividendos proposta para a literatura. Além disso, conforme Benlemlih (2019) adverte, é importante investigar em que medida as práticas voltadas para RSC das empresas afetam a distribuição da sua riqueza aos acionistas. Assim, diante da importância das políticas de dividendos nas finanças corporativas e pelo crescente interesse em ESG pelas empresas, neste estudo, busca-se responder à seguinte questão de pesquisa: de que forma a RSC influencia a política de dividendos de empresas brasileiras listadas na B3?

O presente estudo, apresentam-se contribuições teóricas, práticas e sociais para a literatura, uma vez que busca evidenciar novos conhecimentos sobre a influência dos efeitos da RSC nas políticas de dividendos no Brasil, contexto este pouco explorado a partir de uma temática considerada incipiente. Este estudo também contribui para a literatura sobre RSC, dividendos e sua relação, que também atraiu o interesse de pesquisadores (Khan; Serafeim; Yoon, 2016).

No tocante às contribuições de ordem prática, os resultados deste estudo poderão auxiliar os gestores das empresas brasileiras a identificarem em quais medidas a partir dos *scores* ESG a RSC pode afetar o pagamento de dividendos e manter a sua estabilidade, visando assim equilibrar o interesse da empresa com questões RSC e orientar a distribuição de dividendos.

Fundamentados nos resultados advindos desta pesquisa, os gestores estarão em posição de conceber estratégias direcionadas às práticas de RSC, com vistas a atrair potenciais investidores que manifestem interesse na distribuição de dividendos. Além disso, tais resultados podem incitar os gestores a incorporar de forma mais substancial práticas de sustentabilidade em suas deliberações voltadas à alocação de recursos, o que confere alicerce à empreitada de pesquisa em tela.

No âmbito societal, este estudo assume relevância ao fomentar um entendimento sensível por parte dos formuladores de políticas públicas e do público em geral acerca da importância de regulamentações mais rigorosas no que tange às divulgações de RSC, materializadas por meio dos indicadores ESG de natureza ambiental, social e de governança. Essas divulgações abarcam empresas que são submetidas a auditorias conduzidas por consultorias especializadas na temática, gerando uma gama diversificada de impactos internos

e externos. Dentre estes, salientam-se melhorias nas condições laborais, iniciativas sociais e mitigação dos efeitos ambientais decorrentes das operações corporativas.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

No presente trabalho de dissertação, objetiva-se mensurar como a RSC apresentada pelas empresas brasileiras listadas na B3 influencia a sua política de dividendos (pagamento de dividendos e sua estabilidade).

1.2.2 Objetivos Específicos

Desse objetivo geral, desdobram-se os seguintes objetivos específicos:

- I. Comparar a relação entre os *scores* de ESG apresentados pelas empresas brasileiras e a taxa de pagamento de dividendos;
- II. Mensurar, em forma de ranking (das maiores às menores notas em ESG), a relação entre os *scores* em ESG apresentado pelas empresas brasileiras e a propensão (probabilidade) de pagar dividendos; e
- III. Analisar se os diferentes *scores* em ESG apresentados pelas empresas brasileiras impactam a política de dividendos.

1.3 JUSTIFICATIVA

No Brasil, identificam-se estudos que ligam a RSC ao desempenho financeiro (Freguete; Nossa; Funchal, 2015; Peria; Santos; Montoro, 2020; Rezende et al., 2008). Esses estudos utilizaram o ISE para analisar o impacto da crise de 2008 nas empresas brasileiras e analisaram se essas empresas listadas no ISE tiveram impacto amenizado por estarem listadas dentro de um índice brasileiro que pontua as empresas com melhores práticas de RSC. O estudo concluiu que não há correlação positiva.

Vale ressaltar que o ISE vem sendo modificado e melhorado, ano a ano, para que as empresas, uma vez listadas no ISE, reflitam resultados mais sustentáveis e melhores no longo prazo.

Utilizando-se as principais bases de textos, Web of Science, Scielo, Portal CAPES, com as palavras-chave “*Corporate Social Responsibility*” e “*Dividends*”, não se identificaram pesquisas com a temática proposta, envolvendo RSC, e a política de dividendos no contexto brasileiro, o que justificou e motivou o desenvolvimento da dissertação. Além disso, a política de dividendos está associada a todas as outras decisões financeiras das organizações (Forti; Peixoto; Alves, 2015) e, dessa maneira, torna-se relevante a investigação.

Adicionalmente, o desenvolvimento desta pesquisa no mercado de capitais brasileiro torna-se relevante pela divergência existente entre a política de dividendos presente no Brasil em relação às adotadas em países nos quais já foram desenvolvidas pesquisas similares, a exemplo dos Estados Unidos, Índia e China.

No Brasil, os dividendos pagos não são tributáveis, existindo ainda a distribuição dos lucros por meio dos juros sobre o capital próprio, o qual oferece uma tributação diferente às empresas. Além disso, ainda existem os dividendos mínimos obrigatórios para as empresas que sofrem determinadas imposições legais.

Dessa forma, esses fatores não devem ser considerados como inibidores no desenvolvimento de pesquisas envolvendo a temática no contexto do Brasil. Segundo o que Forti, Peixoto e Alves (2015) apresentam, tais heterogeneidades observadas no cenário brasileiro favorecem oportunidades de pesquisa, como a que ora se propõe, uma vez que há uma legislação e um sistema tributário singulares no que se refere à distribuição dos lucros para os acionistas.

Pesquisas que relacionam a RSC com o desempenho financeiro corporativo o fazem, utilizando a inserção das empresas em índices de bolsa de valores (*Dow Jones Sustainability Index*; *FTSE4Good*; Índice de Sustentabilidade Empresarial; Índice de Governança Corporativa, por exemplo), por meio da divulgação de relatórios de atividades sociais/sustentáveis (*Global Reporting Initiative*), como *proxy* para a RSC ou sustentabilidade corporativa. Por sua vez, para o desempenho financeiro, utilizam variáveis contábeis (ROA, ROE) ou de mercado, como os retornos dos títulos. No entanto, de acordo com Cheung, Hu e Schwiebert (2018), é interessante utilizar aspectos específicos de finanças, inclusive a política de dividendos, como variável de desempenho financeiro.

A limitação no leque de pesquisas que relacionam os impactos da RSC na política de dividendos das empresas é um fator relevante no sentido de justificar a contribuição científica

para os avanços de pesquisas na área. Os trabalhos desenvolvidos por Cheung, Hu e Schwiebert (2018) e Benlemlih (2018) são os únicos em que se relatou uma similaridade acentuada com o presente estudo, entretanto, fazendo-se uso de amostras no mercado americano, que apresentam divergências significativas em comparação com o mercado brasileiro no tocante à maturidade do mercado, nível de importância da RSC, regras para distribuição de dividendos, como a não tributação sobre os valores dos dividendos e a existência de dividendos mínimos obrigatórios.

Justifica-se, assim, a realização desta pesquisa, visto que a análise da relação entre RSC e políticas de dividendos de empresas brasileiras listadas na B3 é incipiente na literatura. Além disso, identificaram-se apenas 2 (dois) estudos internacionais que analisaram as relações propostas, sendo o estudo realizado por Benlemlih (2018) e Cheung, Hu e Schwiebert (2018), o que motivou a realização desta pesquisa no contexto brasileiro.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este estudo encontra-se estruturado em cinco seções. Na primeira, a introdução, apresentam-se o tema, a questão de pesquisa, os objetivos (geral e específicos), a justificativa para a realização do estudo e a estrutura do trabalho.

Na segunda, discute-se o referencial teórico, evidenciando os assuntos referentes à teoria dos dividendos, teoria da sinalização, responsabilidade social corporativa, criação de riqueza e política de dividendos e estudos correlatos entre a correlação de RSC e dividendos.

Na terceira, são especificados os métodos e procedimentos utilizados para o desenvolvimento do estudo. Deste modo, apresenta-se inicialmente o delineamento da pesquisa, seguido da população e amostra e dos constructos da pesquisa, procedimentos de coleta e análise dos dados, assim como as limitações da pesquisa.

Na quarta, apresentam-se a análise, a exploração dos dados e a interpretação dos resultados. Inicialmente, são apresentados os resultados estatísticos primários, como média mediana, quartis e desvio-padrão, gráficos das distribuições, *outliers* e correlações, e, na sequência, evidenciam-se os achados sobre os efeitos da RSC a partir do *score* em ESG nas políticas de dividendos de empresas brasileiras listadas na B3, por meio da aplicação do método de regressão em MQO, finalizando essa seção com a análise das discussões dos resultados encontrados.

Na quinta seção, apresentam-se a conclusão da pesquisa e as recomendações para a realização de estudos futuros. E por último, as referências utilizadas para o desenvolvimento da dissertação.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo apresenta a base teórica utilizada para a realização desta pesquisa. Inicialmente, aborda-se sobre a Responsabilidade Social Corporativa, teoria dos dividendos e a teoria da sinalização. Por fim, apresentam-se estudos relacionados a temática proposta nesta pesquisa e que fundamentam as hipóteses do estudo. Estes tópicos abrangem temas relacionados a responsabilidade social corporativa e a políticas de dividendos.

2.1 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA (RSC)

As discussões sobre RSC são antigas e iniciaram em meados do século XX. O *World Business Council for Sustainable Development* (WBCSD) define a RSC como “o compromisso das empresas em contribuir para o desenvolvimento econômico sustentável, trabalhando com funcionários, suas famílias e as comunidades locais” (World Business Council for Sustainable Development, 2001).

Há dois conceitos seminais na literatura sobre RSC, sendo o primeiro tendo sido apresentado por Carroll (1979) que definiu em quatro partes de RSC que foi incorporado em um modelo conceitual de desempenho social corporativo (DSP). O outro é o conceito de Wood (1991), que colocou a RSC em um quadro abrangente, enfatizando princípios que norteiam o comportamento de responsabilidade, os processos de responsividade e os resultados do desempenho.

Em 1979, Carroll propôs uma definição de quatro partes de RSC que foi incorporada em um modelo conceitual de CSP. Nesse modelo, Carroll (1979) diferenciou entre quatro tipos de responsabilidades sociais corporativas: econômica, jurídica, ética e discricionária. Também apresentou o argumento de que as empresas que desejam efetivamente se engajarem na RSC precisavam ter três aspectos, a saber: (a) uma definição básica de RSC; (b) compreender as questões para as quais existia uma responsabilidade social; e (c) uma especificação da filosofia de responsividade às questões.

A primeira categoria que Carroll (1979) delineou é uma responsabilidade de natureza econômica, implicando, por exemplo, proporcionar um retorno sobre o investimento aos proprietários e acionistas; criação de empregos e salário justo para os trabalhadores; descobrir novos recursos; promover o avanço tecnológico, a inovação e a criação de novos produtos e serviços. O negócio nessa perspectiva é a unidade econômica básica da sociedade e todos os seus outros papéis são baseados nesse pressuposto fundamental. A segunda categoria que

Carroll (1979) delineou foi a responsabilidade Legal, obediência e observância da lei do mercado e do governo, operando sob uma estrutura legal; A terceira categoria se remete a ética e ser ético, que vai além da legalidade, transborda à comunidade e é rapidamente percebida como justo e honesto. Já a quarta categoria é a junção dos componentes de filantropia ligadas aos processos operacionais, onde faz parte natural da empresa ter em seus processos a responsabilidade citada por Carroll como discricionária (Carroll, 1979).

Carroll (1999), ao realizar uma revisão sobre a RSC, destaca que não há consenso na literatura no tocante a definição clara de responsabilidade social. As definições desse constructo vêm evoluindo ao longo dos anos. Com base em McGuire *et al.* (1988), expressa ainda que “a ideia de responsabilidade social supõe que a empresa não só tem obrigações econômicas e legais, mas também possui certas responsabilidades para com a sociedade que se estendem além dessas obrigações” (Carroll, 1999, p. 271).

O modelo oferecido por Wood (1991) constitui um avanço significativo na pesquisa da RSC. No modelo proposto por Wood (1991), considera-se os princípios que motivam as ações de responsabilidade social de uma empresa em três níveis de análise: institucional, organizacional, impactos sociais, programas sociais, políticas sociais e individual. Portanto, a motivação para as ações de responsabilidade social de uma empresa pode decorrer do princípio da legitimidade (nível institucional), ou seja, do desejo de manter a credibilidade e a legitimidade como ator social responsável em um ambiente compartilhado.

Segundo o que Wood (2010) apresenta, os estudiosos que introduziram as questões de RSC na literatura sobre gestão tinham a intenção de encorajar corporações para ajudar na resolução de problemas sociais. A priori, existem dois grandes campos no debate da RSC que podem ser delineados. O primeiro campo apresenta que uma corporação é uma construção legal e têm apenas as duas responsabilidades concedidas pela lei que a cria, ou seja, ganhar dinheiro para os proprietários e obedecer às regras relevantes (Greenfield, 2004). Outro grupo defende que as corporações agem intencionalmente através das ações intencionais de seus membros e, portanto, assumem os deveres e obrigações de qualquer pessoa ou cidadão, mas em escala corporativa (Goodpaster; Matthews, 2003; Hancock, 2005; Pettit, 2005).

A primeira visão se traduz em uma concepção estreita de responsabilidade corporativa como simplesmente implicando responsabilidades econômicas e legais, enquanto a segunda se traduz em uma concepção mais ampla da RSC, implicando em uma gama mais ampla de responsabilidades econômicas, legais, éticas, morais e filantrópicas. Segundo o que Arantes (2006) fala que a visão clássica defende o fato de que a única responsabilidade primária da empresa é a de geração de lucros e empregos, indo ao encontro do pensamento de Friedman

(1970). A visão contemporânea, por outro lado, pondera que as empresas devem utilizar seus recursos aplicados ao seu modelo de gestão, ações complacentes com seus *stakeholders*, com os quais deve manter transparência e ética (Arantes, 2006; Oliveira et al., 2015).

Juntamente com as definições anteriormente propostas a respeito da RSC, bem como a ideia de um modelo de desenvolvimento que leva em consideração a perspectiva ambiental e social, Carroll (1979, 1999) institui uma definição de RSC que é bastante utilizada na literatura. Para o autor, a RSC é aquela responsabilidade que abrange as expectativas econômicas, legais, éticas e discricionárias (filantrópicas) que a sociedade tem das organizações em um determinado ponto no tempo. A RSC se preocupa em construir fortes relações entre empresas e *stakeholders* por meio da transparência da informação e contribuição para a sociedade e o meio ambiente (Carroll, 1999).

Buscando contextualizar a importância da RSC no meio corporativo e como esse tipo de responsabilidade poderia influenciar no desempenho financeiro, estudos colaboram com essa afirmação, que empresas que possuem boas práticas em RSC tem no longo prazo bom desempenho financeiro (Beurden; Gossling, 2008; Doh et al., 2010; Godfrey; Merrill; Hansen, 2009; Margolis; Walsh; Weber, 2003; Usman; Amran, 2015; Wang; Chen, 2015; Wang; Sarkis, 2017; Wood, 2010).

Em trabalhos como o de Chen e Lee (2017), afirma-se que o forte investimento em RSC gera benefícios tangíveis, que podem efetivamente reduzir os custos de transação e resolver o problema da falha de mercado causada pelas externalidades. Os recursos econômicos são alocados com mais eficácia e os custos externos se tornam endógenos, reduzindo o custo operacional e aumentando o valor da empresa.

A responsabilidade social pode ser vista, também, como um meio para criação de valor para as organizações, conforme o que é apresentado por Madorran e Garcia (2016). A criação de valor é de certa forma direcionada, não apenas para o investidor que possui recursos em determinada organização, mas também para todos os demais *stakeholders*.

Além disso, segundo o que Alshammari (2015) informa, espera-se que empresas que já criaram uma reputação e que a mantêm, possam perceber o valor acrescentado (refletido na rentabilidade) pelo seu engajamento social. Segundo o que López, Garcia e Rodriguez (2007) explicam, a criação de valor diz respeito tanto a realização suficiente de lucro, como satisfação em atender aos interesses de um grupo diverso de *stakeholders*.

A RSC é, portanto, fundada em um reconhecimento mais forte do papel dos negócios como parceiro ativo em um mundo de escassez e diminuição de recursos.

A RSC pode ser incorporada pelos gestores no modelo de atuação das organizações por meio dos chamados Índices de Responsabilidade Social IRS. Este tipo de investimento se refere a decisões ou medidas realizadas pelas organizações que desejem praticar e desenvolver a RSC. Estes investimentos podem ser voltados para as demais questões, éticas, filantrópicas, ambientais e outras (Silva et al., 2017).

As práticas de RSC são ações positivas e responsáveis adotadas pelas empresas perante seus *stakeholders*, tanto internos como, por exemplo, membros do conselho, diretores e colaboradores nos diversos níveis da corporação, quanto externos como clientes, fornecedores, meio ambiente e sociedade em geral (Blasi; Caporin; Fontini, 2018).

A RSC vincula-se com as práticas sustentáveis associadas às estratégias do negócio, buscando criar vantagem competitiva nos três níveis de sustentabilidade: econômico, social e ambiental (Martinez-Conesa; Soto-Acosta; Palacios-Manzano, 2017). Lin *et al.* (2009) e Sun (2012) mostraram que as empresas envolvidas em RSC aproveitam os ambientes positivos que criaram. Nesse sentido, a RSC promove a união dos aspectos econômico, social e ambiental, para que além de gerar lucro aos acionistas também possa ter um olhar para os demais *stakeholders* (Comunidade, clientes, fornecedores) (Galant; Cadez, 2017).

A RSC determina a forma com que a organização se relaciona com seus *stakeholders*, cada qual com seus interesses, formando estratégias para abraçar as causas sociais, ambientais e econômicas, de maneira a contribuir com um ambiente melhor ao seu redor (Famiyeh, 2017). Sendo assim, a RSC serve como arcabouço teórico das práticas socioambientais, ou seja, empresas que adotam condutas de RSC também possuem compromissos com os aspectos socioambientais (Garriga; Melé, 2004).

O tripé da sustentabilidade engloba os pilares econômico, social e ambiental, sugerindo que a organização possa se desenvolver e crescer economicamente, sem esquecer as questões de sustentabilidade, com o compromisso de exercer de forma responsável as suas atividades (Elkington, 2012). Além disso, Alafi e Hasonah (2012), Chen e Wang (2011) e Galbreath e Shum (2012) avaliaram o impacto positivo que a RSC tem sobre seus *stakeholders*.

A forma com que a organização se relaciona com o seus *stakeholders* (clientes, fornecedores, sociedade, governo e investidores), pode influenciar nas suas atividades (Freeman; Phillips, 2002), de tal maneira que um bom relacionamento com estes grupos pode contribuir com a obtenção de resultados melhores, consequentemente na distribuição de dividendos.

De acordo com Lys *et al.* (2015), as empresas que esperam um bom desempenho financeiro futuro realizam investimentos contínuos em RSC. Estes autores sugerem que as informações de RSC podem fornecer sinais preditivos sobre as perspectivas das empresas.

Lu e Taylor (2015) estudaram através de meta-análise as empresas norte-americanas e descobriram que o desempenho em práticas sustentáveis, RSC, interfere positivamente no desempenho financeiro da empresa no longo prazo.

Jamali e Mirshak (2006) observaram, por exemplo, que a maioria dos estudos de RSC realizados até agora foram no contexto de países desenvolvidos como a Europa Ocidental, os EUA e a Austrália e que ainda sabemos muito pouco sobre práticas em países ex-colônias, menores e emergentes. Jamali e Mirshak (2006) destacam a necessidade de mais pesquisas de RSC em contextos de países em desenvolvimento.

Com tema pujante a divulgação de índices em RSC vem sendo tratado com certa ênfase nos países em desenvolvimento como Índia e Indonésia, A divulgação de despesas de RSC das empresas indonésias aumenta significativamente por ano desde 2008 (Nainggolan *et al.*, 2017), indicando que as empresas consideram integrar a RSC em sua estratégia de negócios.

Dentro da faixa de países em desenvolvimento a exemplo da Índia, o estudo conduzido por Karnani (2013) evidencia que o parlamento indiano aprovou o novo projeto de lei de empresas, exigindo que empresas acima de certo tamanho gastem pelo menos 2% (dois por cento) dos lucros anuais em atividades de RSC. O governo implementou gastos obrigatórios com ESG pela primeira vez na história (Karnani, 2013).

Na mesma linha de raciocínio, Trihermanto e Nainggolan (2020) evidenciam que, na Indonésia, a RSC é obrigatória para todas as empresas cotadas e regulada pela Lei nº 40 de 2007. Embora a Lei não exija que as empresas gastem certa quantia de seus ganhos em atividades de RSC, as empresas com impacto substancial no meio ambiente devem alocar de 1% (um por cento) a 3% (três por cento) de seus ganhos em desenvolvimento ambiental e negócios.

Segundo o que é apresentado por Seth e Mahenthiran (2022), a RSC é fundamentalmente uma atividade impactante e inspiradora, e muitas vezes se torna difícil decidir em quais projetos a administração de uma empresa elegerá com prioridade de recursos ligadas a RSC. Nessa direção, os conselhos das empresas provavelmente classificarão suas atividades sociais e filantrópicas existentes como gastos com RSC, sem nenhuma mudança real no bem-estar social. Em seu estudo no contexto institucional indiano, verificou-se que as divulgações de práticas e investimentos em RSC apenas afetam indiretamente o valor da empresa.

Trihermanto e Nainggolan (2020), por sua vez, afirmam que as despesas com RSC aumentam quando as empresas entram no estágio de maturidade de seu ciclo de vida. Para Bulan e Yan (2010), as empresas apresentam dois estágios principais, que são os estágios de crescimento e maturidade. Eles evidenciaram que as empresas maduras são mais velhas e mais estáveis, com alta lucratividade em comparação com as empresas em estágio de crescimento. Além disso, Hasan e Habib (2017) abordam uma ligação entre o ciclo de vida corporativo e a RSC.

Desta forma, observa-se um movimento onde regras e taxas mais rígidas aplicadas aos países emergentes no tocante em investimentos em RSC vêm tomando proporções que perpassam a simples obrigação em divulgação de gastos e investimentos em RSC para um desenhar mais nítido e claro que investimentos em RSC contribuem de forma positiva para todas as partes envolvidas (Seth; Mahenthiran, 2022).

Embora a maioria das pesquisas sobre RSC tenha sido conduzida em países desenvolvidos, há uma crescente demanda por estudos em contextos de países em desenvolvimento. Países como Índia e Indonésia estão implementando políticas e regulamentações que exigem práticas de RSC por parte das empresas, com a intenção de promover a sustentabilidade e o bem-estar social. Nesse sentido, a divulgação de índices de RSC tem se tornado cada vez mais relevante nessas nações, fornecendo informações transparentes sobre as atividades e impactos sociais, ambientais e econômicos das empresas.

Essa ênfase na responsabilidade social corporativa não apenas beneficia as partes interessadas e a sociedade como um todo, mas também pode influenciar os dividendos das empresas. A adoção de práticas de RSC pode melhorar a reputação e a confiança dos investidores, atraindo capital e potencialmente resultando em um melhor desempenho financeiro. Assim, ao incorporar a RSC em suas estratégias e operações, as empresas podem almejar não apenas impactos positivos na sociedade, mas também recompensas financeiras sustentáveis, como dividendos mais atrativos para os acionistas.

Após o embasamento teórico sobre a importância da RSC para as empresas iremos tratar no tópico seguinte sobre a teoria do dividendo.

2.2 TEORIA DOS DIVIDENDOS

Quando as empresas distribuem dividendos estão comunicando ao mercado um fato importante e ao mesmo tempo atendendo as expectativas dos seus sócios. De outro modo, a não distribuição de chama atenção dos sócios em relação as estratégias futuras da empresa. Afinal,

a empresa está deixando de distribuir dividendos por algum motivo. Os dividendos por sua vez, são importantes, pois trazem um conteúdo informacional elevado aos investidores, de que a empresa está segura das suas decisões em distribuir lucros aos acionistas e que essa distribuição de lucros, não necessariamente compromete a decisão de investimentos futuros na empresa.

Os investidores podem escolher entre duas empresas com lucros elevados, qual delas está com lucros mais sólidos ou anormais, analisando por meio da política de dividendos (Brealey; Myers; Allen, 2008; Naceur; Goaid; Belanes, 2006). Um aumento de dividendos distribuídos pode ser um indicador de que a administração acredita em um bom desempenho da empresa no curto, médio ou longo prazo e essa distribuição emite sinais ao mercado sob a ótica da teoria da sinalização.

Lintner (1956) afirma que os acionistas preferem a estabilidade dos dividendos e que o mercado oferece um prêmio para as ações de empresas que apresentam estabilidade ou taxa crescente (gradual) dos dividendos. Ademais, Lintner (1956) observou que os lucros correntes são invariavelmente o ponto de partida dos gestores para a determinação do momento em que os dividendos devem ser alterados. Constatando também em seus estudos que os gestores de firmas dos Estados Unidos utilizavam os dividendos como elemento sinalizador da sustentabilidade do crescimento dos lucros.

Os estudos sobre política de dividendos realizados no Brasil necessitam de alguns cuidados específicos, uma vez que o sistema tributário incidente sobre dividendos difere do adotado nos países de origem dos estudos mais relevantes sobre o tema, a exemplo dos EUA, Inglaterra, Alemanha e Japão. O Brasil possui ainda a figura dos juros sobre o capital próprio, que oferece opções tributárias distintas às empresas para sua distribuição de lucros (Forti; Peixoto; Alves, 2015). De igual modo no Brasil também tem os dividendos mínimos obrigatórios, que podem afetar os níveis de pagamento de dividendos das empresas por imposição legal. Desta forma, a literatura de dividendos no Brasil se desenvolve paralelamente buscando entender o efeito destas especificidades no comportamento das empresas e de seus gestores (Forti; Peixoto; Alves, 2015).

No contexto corporativo, havendo fluxos de caixas livres decorrentes das atividades da empresa, há a possibilidade de reinvestimento ou de repasse para os acionistas. Nos mercados internacionais, o lucro é repassado normalmente por meio do pagamento de dividendos, que por sua vez, se refere a parcela do lucro paga aos acionistas pelo capital que eles investiram na empresa. No caso do Brasil, além dos dividendos, as empresas podem pagar aos acionistas por meio dos juros sobre o capital próprio (Forti; Peixoto; Alves, 2015).

Segundo o que Jensen (1986) explica, a decisão de reinvestimento ou de repasse do lucro para os acionistas perpassa por conflitos de interesse, remetendo aos conflitos de agências entre gerentes e proprietários. A teoria da agência argumenta que os dividendos podem fornecer um mecanismo disciplinar para reduzir e limitar o poder gerencial, pois pode diminuir a quantidade de fluxo de caixa livre (problema de agência) e aumentar o incentivo para os gestores colocarem fundos em investimentos lucrativos.

Por outro lado, o pagamento de dividendos pode ser um sinalizador (Teoria da Sinalização) de um bom desempenho futuro da empresa (Benlemlih, 2018; Bhattacharya, 1979; Forti; Peixoto; Alves, 2015).

Nessa mesma direção, o aumento no pagamento de dividendos, pode indicar ao mercado, um possível aumento nos resultados esperados. Lin, Chen e Tsai (2017) abordam que os dividendos sinalizam ao mercado a situação atual da empresa e sua direção, sendo a distribuição de dividendos uma maneira de reduzir a assimetria da informação entre a empresa e os investidores, provocando o aumento no seu valor de mercado (Novis Neto; Saito, 2003). Contudo, quanto maior o nível de assimetria da informação, menores são as probabilidades de pagamentos de dividendos (Lin; Chen; Tsai, 2017).

O aumento do pagamento de dividendos pode sinalizar um aumento nos lucros futuros da empresa e possível emissão de novas ações, fatores esses associados com a valorização do papel, as ações da empresa (Tao; Nan; Li, 2016). Desta forma, existem autores que defendem que a política de dividendos pode maximizar o valor da empresa, e existe outra corrente contrária, que afirma, que o pagamento de dividendos pode diminuir o valor da empresa. (Sousa, 2017).

Os autores que defendem que a política de dividendos pode maximizar o valor da empresa são aqueles que corroboram com a Teoria da Relevância dos Dividendos, disseminada por Durand (1959), Lintner (1956, 1962) e, posteriormente, por Gordon (1959). Ambos argumentam e trazem evidências de que a política de dividendos não é irrelevante para precificar ativos, bem como para o seu custo de capital.

Além disso, segundo essa corrente, a distribuição dos lucros por meio dos dividendos diminui a incerteza sobre recebimentos futuros e diminuem os conflitos de agência entre gerentes e acionistas/proprietários (Silva; Dantas, 2015). Essa teoria é também conhecida como Teoria do Pássaro na Mão, na qual os acionistas preferem ter o pássaro na mão (dividendos), do que a expectativa de um recebimento incerto futuro.

De outra forma, tem-se a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, proposta por Modigliani e Miller (1961). No entendimento destes autores, considerando que o mercado seja

perfeito, o pagamento dos dividendos não é relevante pelo fato de não afetar o valor da empresa. Eles acrescentam que o valor da empresa é determinado pela capacidade de criar retornos acima da taxa mínima requerida pelos investidores, e não pela decisão de distribuir ou não dividendos, pois caso os investidores necessitassem de certo fluxo de caixa, poderiam eles simplesmente vender parte das suas ações então valorizadas.

Os estudos sobre essa temática ficaram conhecidos então pela famosa expressão “*Dividend Puzzle*” de Black (1976). Na verdade, são outros fatores que afetariam, como capacidade de geração de lucros e risco inerente à empresa (Bachman; Azevedo; Clemente, 2012).

A partir desses estudos, a maioria dos estudos sobre dividendos abordaram as diversas imperfeições de mercado que afetam diretamente os dividendos e sua política de distribuição tais como, assimetria da informação, custos de agência, impostos e governança.

A literatura em finanças sobre política de dividendos é bastante ampla e apresenta em sua conjuntura várias abordagens, não havendo um consenso por parte dos pesquisadores em relação a todas elas: teoria do pássaro na mão, irrelevância dos dividendos, preferência tributária, teoria de agência, assimetria informacional e teoria da sinalização (Martins; Famá, 2012).

Em estudos, como os de Denis e Osobov (2008), Fama e French (2001) e Viana Junior e Ponte (2015, 2016), os autores afirmam que há, sim, a maximização do valor da empresa decorrente da distribuição significativa de dividendos, como também, indo ao encontro da teoria da irrelevância dos dividendos, Modigliani e Miller (1961) discordam da teoria do “pássaro na mão” e afirmam que não existe uma composição de capital ótima, que ponderando a soma das partes de capital próprio e capital de terceiros.

A teoria desses autores apoia-se em um ambiente de mercado perfeito, na racionalidade dos agentes do mercado e na ausência de custos de transação. Para Hess (1999), a Teoria da Irrelevância dos Dividendos foi considerada logicamente consistente. No entanto, ao se considerar as imperfeições do mercado – como assimetrias de informação, impostos, custos de transação e conflitos de interesses entre administradores e acionistas –, dentro do arcabouço teórico da teoria em questão, surgem as controvérsias.

Em seus achados, Seth e Mahenthiran (2022) concluem que os pagamentos de dividendos mais elevados estão positiva e significativamente associados ao valor da empresa. Logo, empresas de maior valor tendem a pagar mais dividendos, de forma mais constante.

Neste tópico, abordou-se sobre a teoria do dividendo e sua evolução ao longo dos anos. Viu-se que ele sinaliza decisões e situações empresariais.

Dada a importância na sinalização no pagamento ou não de dividendos, falar-se-á a seguir sobre a teoria da sinalização.

2.3 TEORIA DA SINALIZAÇÃO

Segundo o estudo realizado por Akerlof (1970), é preciso lidar com a assimetria informacional, uma vez que gestores, acionistas e investidores possuem níveis e acessos a diferentes informações. Dessa forma, a Teoria da Sinalização assegura uma relação positiva entre o desempenho da empresa e a quantidade de informações divulgadas no mercado.

A teoria da sinalização pode fornecer uma base teórica robusta para explicar o valor das divulgações de RSC. Hou *et al.* (2016) sugerem que as divulgações de RSC fornecem informações sobre os atributos não observados e intangíveis de uma empresa que servem para influenciar as partes interessadas, incluindo clientes, fornecedores e o governo.

A revisão de Zerbini (2017) sobre RSC levou a sugerir uma aplicação mais sistemática da teoria da sinalização para explicar as iniciativas estratégicas de RSC das empresas. Especificamente, com base em Baron (2001, p. 1), ele assim argumenta:

[...] iniciativas de RSC refletem um problema de risco moral interno à empresa, onde os gerentes perseguem objetivos pessoais de visibilidade e reputação em detrimento do interesse dos acionistas (Friedman, 1970). Os defensores da RSC desafiam essa crítica argumentando que as empresas podem investir estrategicamente em iniciativas de RSC e obter benefícios privados.

Zerbini (2017) sugere que a teoria da sinalização pode ser usada para integrar a teoria da agência, a teoria das partes interessadas e as visões da teoria baseada em recursos das divulgações de RSC.

Segundo o que Akerlof (1970) explica, a Teoria da Sinalização assegura uma relação positiva entre o desempenho de determinada empresa e a quantidade de informações por ela divulgada no mercado. Desta forma, quanto mais informações a empresa divulgar e sendo ela positiva, repercutirá positivamente para os agentes externos.

Com nascentes em Akerlof (1970) e Spence (1973), a sinalização é um elemento de redução de assimetria informacional. Para a teoria da sinalização, os sinais funcionam como mecanismos de discriminação, considerando um contexto de informação assimétrica, sendo capazes de mudar completamente os pensamentos dos investidores e transmitir informações estratégicas e importantes a todas as partes interessadas. Assim, as empresas podem fornecer

informações necessárias aos interessados, a fim de melhorar a decisão de investidores e comunicar ao mercado suas ações e em qual direção estão pretendendo seguir

Estudos mostram que empresas que adotam práticas socialmente responsáveis podem diminuir assimetria de informação entre empresas focais e *stakeholders* relevantes (King et al., 2005; Montiel et al. 2012) e melhorar o desempenho financeiro (Doh et al., 2010).

Ramchander *et al.* (2012) estudaram a conexão entre RSC e o desempenho financeiro focando na disseminação das informações através dos anúncios de práticas em RSC. Comparando os efeitos do valor da ação no curto prazo entre concorrentes diretos. O argumento destes autores se fundamenta em, se o comportamento socialmente responsável cria valor para as empresas no longo prazo, então essa criação de valor pode ser observada na reação do preço das ações aos anúncios da RSC.

O mecanismo subjacente através do qual os preços das ações podem reagir baseia-se na teoria da informação dos mercados financeiros, o que sugere que os investidores em geral possuem informações imperfeitas sobre as empresas em que investem (Greenwald; Stiglitz, 1990).

A presença de assimetrias de informação no mercado eleva o papel de agências externas de monitoramento ou *rating*, como a KLD, que gerencia o índice DS400, cujo papel é descobrir novas informações sobre o desempenho da empresa e comunicá-lo aos investidores externos.

Por sua vez, para reduzir a assimetria da informação e tentar ganhar ou manter sua competitividade e valor de mercado, as empresas tentarão comunicar o seu compromisso com as relações com as partes interessadas. Embora a natureza intangível da RSC dificulte o que elas façam com credibilidade. As certificadoras em RSC cumprem esse papel de disseminar a qualidade das práticas de RSC das empresas, o que não só é difícil para os acionistas discernirem, mas também pode ser difícil no curto prazo para as empresas rivais replicarem.

Dentro do contexto e importância da informação e sob a hipótese de mercado eficiente (EMH) (Fama, 1970), onde os preços das ações refletem todas as informações disponíveis publicamente e respondem imediatamente à chegada de quaisquer informações novas e relevantes sobre a empresa, mudanças significativas nos preços atuais são interpretadas como uma medida da avaliação instantânea do mercado sobre o impacto econômico de um evento nos fluxos de caixa futuros da empresa. Desta forma, toda informação disseminada pela empresa com foco em RSC pode impactar não só no longo prazo como também no curto prazo, conforme afirma Ramchander *et al.* (2012).

Sobre essa sinalização e sua importância, Su, Peng, Tan e Cheung (2016) encontraram evidências de que as empresas que adotam práticas de RSC sinalizam positivamente aos

investidores que suas empresas têm capacidades superiores para preencher vazios institucionais.

Jensen e Meckling (1976) encontraram uma relação positiva entre variável de alavancagem e índice de RSC. Wallace *et al.* (1994) apoiam esse resultado, explicando que uma empresa tende a aumentar suas informações sociais, a fim de diminuir os custos de monitoramento elevados provenientes de uma elevada alavancagem.

Além disso, a teoria da sinalização é uma lente teórica alternativa que revela como a RSC contribui para o desempenho das empresas, particularmente nas economias emergentes (McWilliams; Siegel, 2011; Orlitzky; Schmidt; Rynes, 2003).

A teoria da sinalização pode fornecer uma base teórica para explicar o valor das divulgações de RSC das empresas asiáticas. Hou *et al.* (2016) sugerem que as divulgações de RSC fornecem informações sobre os atributos não observados e intangíveis de uma empresa que servem para influenciar os *stakeholders*, incluindo clientes, fornecedores e o governo. Estes autores sugerem que as divulgações de RSC ajudam as empresas a obter um prêmio das partes interessadas que compensam as deficiências institucionais na China e em outros países do Leste Asiático.

Em relação às políticas de dividendos das empresas listadas na Bolsa de Valores da Índia (ILC), Baker e Kapoor (2015) evidenciam em seus achados que 93% (noventa e três por cento) dos entrevistados concordaram que as decisões de investimento, financiamento e dividendos de uma empresa estão inter-relacionadas, e 71% (setenta e um por cento) dos entrevistados acreditam que as empresas veem os dividendos como ganho marginal após o financiamento dos investimentos desejados a partir dos ganhos. Além disso, seu estudo mostrou que os investidores indianos são conservadores e preferem um fluxo de dividendos específico à valorização incerta do preço das ações, tornando a manutenção do dividendo um motivo primário da Governança e diretoria.

Seth e Mahenthiran (2020) confirmam que investimentos em atividades de RSC servem como um complemento e não como um substituto parcial à sinalização de dividendos pelas empresas listadas na ILC. As descobertas são semelhantes às observadas em grandes empresas europeias que foram investigadas por Villiers, Ma e Marques (2020), mostrando que os gerentes costumam usar a divulgação de RSC e os dividendos para sinalizar perspectivas de desempenho futuro. Além disso, o estudo evidencia que os investidores institucionais valorizam a relação complementar entre a sinalização de dividendos e a sinalização por meio de divulgações de RSC.

Ainda em consonância com o estudo de Seth e Mahenthiran (2020), as descobertas podem fornecer diretrizes valiosas sobre distribuições de dividendos e esforços de RSC, aumentando gradualmente a distribuição de lucros por meio dos dividendos, sem deixar de realizar investimentos em atividades de RSC.

No entanto, divulgações de RSC revelam a maneira como as empresas equilibram seus objetivos econômicos, sociais e ambientais, ao mesmo tempo em que abordam as expectativas das partes interessadas (Zhu et al., 2014).

A compreensão de que a sinalização por meio de divulgações e dividendos relacionados à RSC são complementares pode contribuir para aliviar a pressão sobre as empresas. Além disso, a distribuição de dividendos auxilia na resolução do conflito entre a agência principal e os investidores minoritários. Por sua vez, as atividades de RSC e sua divulgação, que visam promover o bem, também desempenham o papel de sinalizar para as partes interessadas externas. Essas ações auxiliam na superação da assimetria de informação entre os membros internos da empresa e as partes interessadas externas, além de contribuírem para a construção da reputação da organização (Seth; Mahenthiran, 2022).

Dentro da importância da teoria da sinalização já evidenciada, Seth e Mahenthiran, (2022), afirmam que, juntamente com os dividendos, a RSC representa um sinal estratégico usado pelos conselhos de administração das empresas listadas na ILC para convencer os investidores institucionais da sustentabilidade e do desempenho futuro das empresas Indianas listadas na bolsa.

A teoria da sinalização evidencia e ressalta a importância do ato de comunicar ao mercado as ações empresariais, seja na distribuição de dividendos seja nas boas práticas em RSC.

A seguir, no próximo tópico, aborda-se como os estudos dos dois tópicos, dividendos e responsabilidade social corporativa, influenciam a criação de riqueza.

2.4 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA, CRIAÇÃO DE RIQUEZA E POLÍTICA DE DIVIDENDOS

A relação entre RSC e finanças tem recebido muita atenção dos acadêmicos, da mídia e da comunidade empresarial há muitos anos. Grande parte da atenção está centrada na relação entre RSC e desempenho financeiro corporativo em geral. Estudos tendem a confirmar uma relação positiva entre RSC e desempenho financeiro corporativo (Wang et al., 2015). Segundo o que é considerado por Rakotomavo (2012), a visão do ciclo de vida da política de pagamento

corporativo, focada em dividendos, tem recebido forte apoio na literatura financeira. Este autor pontua em seu estudo que as empresas maduras realizam mais investimentos em RSC, pois possuem o meio para fazê-lo. Por outro lado, o valor das ações de uma empresa está positivamente relacionado ao seu fluxo esperado de dividendos futuros.

DeAngelo e DeAngelo (2006) mostram que, mesmo na teoria de Miller-Modigliani, a política de dividendos é realmente relevante e a política ideal é pagar o valor presente total do fluxo de caixa livre. Dentro da visão do ciclo de vida, empresas nascentes tendem a superar os esforços em investimentos quando comparado a sua capacidade de geração de caixa, não gerando distribuição de lucros nesse momento. Por outro lado, quando essas empresas atingem os seus objetivos estruturados, tendem a gerar caixa e distribuir dividendos constantes.

Brav *et al.* (2005) afirmam que a manutenção dos níveis de pagamento de dividendos ainda é uma prioridade para os gestores, pelo fato que os gestores expressam um forte desejo de evitar cortes de dividendos, com exceção de circunstâncias extraordinárias. Mesmo assim por prudência, os "aumentos de dividendos" são considerados somente após o investimento e as necessidades de liquidez ser atendidas. Portanto, não é provável que as empresas cortem dividendos para aumentar o seu investimento em RSC.

Su, Peng, Tan e Cheung (2016) encontraram evidências de que as empresas que adotam práticas de RSC sinalizam positivamente aos investidores que suas empresas têm capacidades superiores para preencher vazios institucionais. Segundo o que Khanna e Palepu (1997) consideram, os vazios institucionais são a ausência ou o subdesenvolvimento de instituições que permitem e apoiam a atividade de mercado.

A RSC afeta as avaliações de mercado das corporações, demonstrados em renda, lucratividade futura, risco e retorno esperado (Gregory *et al.*, 2011; Manescu, 2011). Examinando meios específicos, pode-se entender como a RSC melhora ou piora diferentes aspectos do desempenho financeiro corporativo.

Outra abordagem mais específica visa examinar as possíveis associações entre a RSC e as principais decisões financeiras, a exemplo de investimento (Manescu; Catalin, 2007), estrutura de capital (Pijourlet, 2015), fusões e aquisições (Deng *et al.*, 2013) e caixa corporativo (Arouri; Pijourlet, 2015; Cheung, 2016). Essa abordagem e estudo normalmente extraem informações sobre as principais decisões financeiras das demonstrações financeiras.

Da mesma forma, Rakotomavo (2012), em seu estudo seminal, constatou que os investimentos em RSC não reduzem os dividendos esperados. Este autor afirma que, as empresas que realizaram altos investimentos em RSC (com pontuações acima do valor médio) são maiores (tanto em termos de vendas quanto valor patrimonial), são mais rentáveis (tanto

em termos de ROE quanto ROA), usam mais dívida (menos patrimônio líquido e melhor custo de capital), têm ganhos mais retidos e pagam mais dividendos.

Viana Júnior e Ponte (2016), ao investigarem a política de dividendos de companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa e de companhias estadunidenses listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque, no período de 2008 a 2014, concluíram que as variáveis lucro líquido e estabilidade dos dividendos podem explicar a política de dividendos das empresas brasileiras, ao passo que as variáveis estabilidade dos dividendos, valor de mercado e fluxo de caixa explicam a política de distribuição de lucros das firmas estadunidenses. Os autores ressaltaram que a política de dividendos pode ser explicada por fatores específicos dos respectivos contextos econômicos.

As atividades desenvolvidas pelas empresas que são consideradas práticas sociais e sustentáveis devem, de algum modo, serem informadas para a sociedade. Sabe-se, entretanto, que alguns setores são regulamentados e há exigência legal que comprovem atividades de natureza social/sustentável. Necessita-se, portanto, que esse tipo de prática seja inserido nas corporações por motivações voluntárias e que ações efetivas sejam executadas não apenas por pressões institucionais.

Como o principal objetivo da empresa é a geração de lucros, é importante que haja um retorno, mesmo que no longo prazo, dos recursos investidos nessas atividades. Há nesse sentido, uma corrente que defende a ideia de que as práticas corporativas de responsabilidade social podem criar valor. De acordo com Hart e Milsten (2004), a criação de valor ao acionista depende então da habilidade que a empresa tem para destruir criativamente suas capacidades em favor das inovações de amanhã.

Conforme mencionado pelo *Institute of Management Accountants* (IMA) em 1997, a criação de valor para uma empresa requer um profundo conhecimento das variáveis que impulsionam o negócio. Nesse contexto, o estudo identifica que diversas variáveis, incluindo aquelas de natureza social e sustentável, podem exercer uma influência positiva no desempenho das corporações, tornando-as relevantes, uma vez que há a possibilidade de impactar positivamente o valor da empresa.

Há na literatura duas visões a respeito da RSC: a primeira postula que as atividades de RSC são onerosas e não trazem recompensas, podendo favorecer o efeito *crowding out*, que, conforme o que Cheung, Hu e Schwiebert (2018) explicam, estaria relacionado negativamente com o pagamento de dividendos; a segunda apresenta a premissa de que a RSC são projetos positivos, pois beneficiam os *stakeholders* e favorecem o gerenciamento eficiente, de modo que as empresas com alto nível de RSC (presença de atividades relacionadas) tenham uma maior

produção ou renda com menor custo de financiamento e com menor risco (Cheung; Hu; Schwiebert, 2016).

Além disso, no entendimento de Benlemlih (2018), uma estratégia de pagamento de dividendos mostra a capacidade da empresa de honrar com os interesses dos acionistas, com reivindicações dos *stakeholders* e pode demonstrar que as despesas relacionadas à RSC estão distantes de afetar o fluxo de caixa da empresa.

Sobre o pagamento de dividendos ou não, Cheung, Hu e Schwiebert (2018) afirmam que encontraram evidências de que empresas com pontuações mais altas de RSC tendem a ter um índice de distribuição de dividendos mais altos; no entanto, não encontraram evidências de que a decisão de pagar ou não dividendos seja determinada pelo *score* ESG como pontuação em RSC.

Bachmann, Azevedo e Clemente (2012) buscaram analisar a governança corporativa e a regularidade no pagamento de dividendos; já os trabalhos conduzidos por Benlemlih (2018) e Cheung, Hu e Schwiebert (2018), buscaram analisar a RSC e a política de dividendos. Bachmann, Azevedo e Clemente (2012) analisaram as companhias listadas na bolsa Brasil, Bolsa, Balcão - B3, considerando o período de 2001 a 2010. Os principais resultados revelaram que o enquadramento das empresas nos níveis de governança corporativa, exceto no tradicional, tem uma relação inversa com a regularidade no pagamento de dividendos.

Cheung, Hu e Schwiebert (2018) e Benlemlih (2018) usaram como amostra empresas americanas e, de maneira geral, os resultados de ambas as pesquisas apoiam a ideia de que empresas com altos níveis de RSC pagam maiores dividendos e mais estáveis ao longo do tempo. Os pagamentos de dividendos mais altos, conforme Benlemlih (2019) desempenham um papel importante no controle da estratégia de doação das empresas no tocante à política de distribuição de dividendos.

Além disso, quando as empresas tratam de forma correta, adequada e justa os seus funcionários, conseqüentemente reduzem os potenciais riscos de litígios, ganham apoio e engajamento dos colaboradores e possuem acesso a fluxos de caixa mais estáveis (Benlemlih, 2019). Assim, “os recursos das empresas podem e devem ser dedicados a decisões estratégicas, como a distribuição de dividendos” (Benlemlih, 2019).

Evidências encontradas na literatura revelam efeitos positivos de investimentos em Responsabilidade Social Corporativa (RSC), no que diz respeito ao pagamento de dividendos. Samet e Jarboui (2017) analisando isoladamente, constataram que o desempenho ambiental tem um efeito positivo e significativo no nível de pagamento de dividendos. Benlemlih (2019) também evidenciou uma relação positiva e significativa entre a pontuação

em RSC e o pagamento de dividendos. Pesquisas conduzidas por Zade (2020) também constataram que o desempenho em RSC, particularmente na dimensão ambiental, influencia positivamente a política de dividendos.

Por outro lado, Trihermanto e Nainggolan (2020) obtiveram resultados indicando que as despesas em RSC voltadas para questões ambientais mostram resultados positivos, porém insignificantes, no pagamento de dividendos das empresas. Salah e Amar (2022) evidenciaram em seu estudo, que os componentes individuais da RSC exercem uma influência positiva na política de dividendos. Por outro lado, relação entre a RSC no tocante ao aspecto ambiental e o pagamento de dividendos, apresentou um coeficiente positivo, porém estatisticamente não significativo, como evidenciado também por Trihermanto e Nainggolan (2020).

Diante das controvérsias nos resultados e com base na Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984), é esperado que as empresas que desenvolvem iniciativas ambientais paguem mais dividendos aos seus acionistas (Salah; Amar, 2022).

Conforme o que é apresentado por Trihermanto e Nainggolan (2020), as empresas que investem em RSC estão na fase de maturidade do ciclo de vida. As doações sociais e de caridade das empresas aumentam à medida que as empresas se tornam maduras e maiores em valor e tamanho. Além disso, as fortes evidências dos achados de Trihermanto e Nainggolan (2020) apoiam a hipótese de que as despesas de RSC das empresas afetam positivamente a política de dividendos.

De acordo com Seth e Mahenthiran (2022), é mais lucrativo investir em empresas socialmente responsáveis do que em empresas socialmente irresponsáveis. Para as empresas, os resultados implicam que os gastos em RSC não reduzem o desempenho, tornando-se atraentes para os investidores.

Matos, Barros e Sarmento (2020) sugerem que empresas com pontuações ESG mais altas se alinham melhor com os interesses das partes interessadas como resultado da participação nos lucros proporcionalmente estável. Com isso, as práticas ESG tendem a influenciar o pagamento constante dos dividendos. Dessa forma, “os investidores nessas empresas tendem a esperar uma relação de pagamento mais estável, não colocar em risco o potencial de crescimento por ajustes de curto prazo nos dividendos para um rendimento de dividendos estável por ação” (Matos; Barros; Sarmento, 2020).

Em síntese dos tópicos abordados neste capítulo, a observância do equilíbrio entre as partes interessadas, a magnitude e a qualidade da divulgação das informações estratégicas por meio do pagamento de dividendos e a publicação das informações como a avaliação dos indicadores ESG das empresas, proporcionam um alicerce fundamental e indispensável para

uma compreensão da correlação existente entre a responsabilidade social corporativa (RSC) e o pagamento de dividendos.

A seguir será apresentado um resumo dos principais artigos, seus objetivos diretos e principais resultados.

2.5 ESTUDOS CORRELATOS ENTRE A CORRELAÇÃO DE RSC E DIVIDENDOS

Apresentam-se os resultados de estudos anteriores que buscaram analisar a relação entre RSC/ESG e as políticas de distribuição de dividendos, considerando diversos contextos. Estes estudos anteriores servirão de base para discutir as relações propostas nas hipóteses de pesquisa.

Quadro 1 – Estudos Correlatos entre Políticas de Dividendos e ESG

AUTORES/PAÍS PESQUISADO	OBJETIVO	PERÍODO DE ANÁLISE E AMOSTRA	PRINCIPAIS RESULTADOS
Rakotomavo (2012) - ESTADOS UNIDOS	Examinar se o investimento corporativo em RSC influencia os dividendos.	1991 a 2012. 1.104 empresas americanas.	Os resultados sugerem que os esforços de RSC e os dividendos tendem a aumentar juntos. O investimento em RSC não reduz os dividendos esperados.
Cheung, Hub e Schwiebert (2018) - ESTADOS UNIDOS	Examinar o impacto da RSC na política de dividendos.	1991 a 2010. 1.945 empresas americanas.	Os resultados revelaram que não há relação significativa entre RSC e a probabilidade de pagar dividendos. No entanto, as empresas com pontuações de RSC maiores tem a probabilidade maior de ter um índice de dividendos mais altos.
Benlemlih (2019) - ESTADOS UNIDOS	Analisar os efeitos da RSC no pagamento e estabilidade da distribuição de dividendos.	1991 a 2012. 3.040 empresas americanas.	Os resultados revelaram que empresas com alta RSC pagam maiores dividendos do que aquelas com baixa RSC. A análise dos componentes da RSC mostrou que cinco das seis dimensões (governança corporativa, comunidade, diversidade, relações com funcionários e meio ambiente) estão ligadas a maiores pagamentos de dividendos. Assim, há uma ligação positiva entre RSC elevada, maiores dividendos e maior estabilidade nas políticas de distribuição de dividendos.
Matos, Barros e Sarmento (2020) - EUROPA	Avaliar a relação entre os desempenhos de responsabilidade ESG e a política de dividendos.	2000 a 2019. 1.914 observações por ano de empresas da Europa.	Os achados demonstram que as empresas que priorizam a sustentabilidade exibem uma distribuição de dividendos mais consistente. Essa constatação mantém sua validade ao serem examinados os elementos ESG, notadamente os relacionados ao meio ambiente e à governança. As conclusões também indicam que pontuações mais elevadas nos critérios ESG refletem uma maior

			harmonia de interesses em longo prazo com acionistas e outras partes envolvidas, em virtude de uma distribuição de lucros mais uniforme. .
Trihermanto e Nainggolan (2020) - INDONÉSIA	Examinar a associação entre a RSC e o ciclo de vida corporativo e a política de dividendos.	2008 e 2015. 527 empresas.	Os resultados revelaram uma forte evidência de que as despesas de RSC das empresas afetam positivamente a política de dividendos.
Sheikh <i>et al.</i> (2021) - PAQUISTÃO	Os investimentos em RSC afeta a política e o índice de dividendos de empresas de propriedade familiar.	2010 a 2016. 215 empresas do Paquistão.	Os investimentos em RSC aumenta a propensão a pagar dividendos, mas reduz o pagamento de dividendos. Porém nas empresas familiares os investimentos em RSC diminuem a propensão a pagar dividendos.
Seth e Mahenthiran (2022) - ÍNDIA	Impacto do pagamento de dividendos e da responsabilidade social das empresas listadas na Índia empresa	Empresas indianas listadas no período de 2009 a 2012	Os pagamentos de dividendos mais elevados estão positiva e significativamente associados ao valor da empresa, os pagamentos de dividendos interagem com a RSC. No contexto institucional indiano, verificamos que as divulgações de RSC apenas afetam indiretamente o valor da empresa.
Salah e Amar (2022) - FRANÇA	Analisar o impacto da RSC na política de dividendos.	2008 e 2018. 120 empresas francesas	Os achados indicam um impacto positivo das práticas de RSC na política de dividendos, seja com o índice global ESG ou individual.

Fonte: Adaptação nossa a partir de Medeiros e Passos (2022).

Com base na análise dos estudos apresentados no quadro 1, é observado que a interação entre os critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) e a distribuição de dividendos tem sido objeto de investigação. Embora o tema venha em franca expansão e crescimento não só em países desenvolvidos mais também em países emergentes, no contexto brasileiro, ainda não foram encontradas evidências empíricas dessa relação, o que motiva a realização desta pesquisa. Portanto, a presente investigação adquire relevância ao abordar a análise de um período de dez anos (2012 a 2022) e ao buscar contribuir com evidências acerca dessa relação tanto no âmbito nacional quanto internacional.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção, apresenta-se a caracterização do método e dos procedimentos utilizados para o desenvolvimento da pesquisa. Inicialmente, demonstra-se o delineamento metodológico do estudo. Na sequência, expõe-se a apresentação da população e amostra, os constructos da pesquisa e os procedimentos para a coleta e análise dos dados. Por fim, evidenciam-se as limitações do trabalho.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Esta pesquisa tem como objetivo analisar os impactos do desempenho ambiental, social e de governança (ESG) nas políticas de distribuição de dividendos de empresas brasileiras. Para atingir esse objetivo, a metodologia foi estruturada em termos de objetivos, procedimentos técnicos e abordagem do problema.

No que diz respeito aos objetivos, este estudo se caracteriza como uma pesquisa descritiva com análise quantitativa, uma vez que busca demonstrar se há uma relação entre as práticas em RSC e sua influência nas políticas de dividendos das empresas brasileiras listadas na B3. Conforme o que Andrade (2012) apresenta, a pesquisa descritiva envolve, observar, registrar, analisar, classificar e interpretar os dados, sem a interferência do pesquisador. Portanto, este estudo é classificado como descritivo, pois busca demonstrar qual a influência do *score* ESG como *proxy* em RSC nas políticas de dividendos. Essas informações podem ser úteis para os gestores e investidores na tomada de decisões relacionadas ao desenvolvimento de iniciativas ESG, uma vez que essas iniciativas podem afetar as políticas financeiras das empresas.

No que se refere aos procedimentos técnicos, este estudo é classificado como documental. De acordo com Marconi e Lakatos (2021, p. 66), a pesquisa documental é caracterizada pela coleta de dados restrita a documentos, sejam eles escritos ou não, constituindo fontes primárias. Portanto, o procedimento de coleta de dados consistiu em pesquisa documental, utilizando o banco de dados Economática® para obter informações sobre as variáveis de controle. Por outro lado, as variáveis relacionadas ao desempenho ESG (ambiental, social e de governança) e às políticas de dividendos foram obtidas por meio da base de dados Refinitiv®, anteriormente conhecida como Thomson Reuters®. Essas informações abrangem o período de 2012 a 2022.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do estudo é composta pelas companhias abertas listadas na B3, conforme procedimentos também adotados por estudos anteriores que buscaram explicar políticas de distribuição de dividendos (Benlemlih, 2019; Matos; Barros; Sarmento, 2020; Salah; Amar, 2022). Além disso, foram excluídas as empresas que não continham nenhuma informação sobre as variáveis ESG no período escolhido e analisado.

Para isso, a amostra do estudo abrangeu um painel não balanceado de dados anuais de 136 empresas brasileiras, visto a falta de informações sobre divulgações ESG. Benlemlih (2019) e Crespi e Migliavacca (2020) também analisaram dados ESG e utilizaram um painel não balanceado de dados.

Na sequência, apresentam-se os constructos utilizados no estudo.

3.3 CONSTRUCTOS DA PESQUISA

Para responder à questão problema da pesquisa, foram utilizadas 3 (três) variáveis dependentes para mensurar as políticas de dividendos. Analisou-se a distribuição de caixa na sua totalidade ao invés de analisar apenas dividendos ou juros sobre o capital próprio. Como *proxy* para a política de dividendos, formaram usadas as variáveis dependentes: Dividendos Totais, Payout e Dividend Yield,

Foi utilizada a análise multivariada que permite analisar simultaneamente múltiplas medidas referentes a um mesmo objeto de estudo e seu contexto (Hair et al., 1998). A análise multivariada vai explicar ou prever o grau de relação entre variáveis e combinações de variáveis. A técnica de análise multivariada foi escolhida pelo fato de a política de dividendos não ser influenciada por apenas um único fator, mas sim por múltiplos fatores (Lintner, 1956).

3.3.1 Variáveis Dependentes

Foram empregadas diversas medidas para avaliar a política de distribuição de dividendos, as quais incluíram:

- Dividendo PAYOUT
- Dividendo Total
- Dividendo Yield

A variável dependente (Dividendo Total) será o total de dividendos pagos no período. Essa variável dependente representa o montante pago aos seus acionistas. A variável dependente é calculada conforme equação 1.

Equação 1:

$$Div = \text{Dividendos totais pagos no período} \quad (1)$$

Em que:

Div = montante total do dividendo pago pela companhia referentes ao período t; e

A variável dependente (Payout) será o percentual de dividendos pagos sobre lucro líquido ajustado das companhias.

Essa variável dependente representa o montante pago aos seus acionistas e o diferencial retido pela companhia para financiamento do seu crescimento. Essa formulação da variável dependente foi muito utilizada em pesquisas passadas sobre o tema (SIMON, PROCIANNOY; DECOURT, 2019). A variável dependente é calculada conforme equação 2.

Equação 2:

$$Payout = Div_t / LLA_t \quad (2)$$

Onde:

Div = montante total do dividendo pago pela companhia referentes ao período t; e

LLA = lucro líquido ajustado da companhia no período t.

A variável dependente (Dividend Yield) será o percentual de dividendos pagos sobre o preço da ação. A variável dependente é calculada conforme equação 3.

Equação 3:

$$Dividend Yield = \frac{Div_t}{Pa} \quad (3)$$

Onde:

Div = Montante total do dividendo pago pela companhia referente ao período t; e

Pa = Preço da ação no período t.

Segundo o que Procianoy e Vancin (2016) apresentam, a utilização da variável dividendo total implica em um grave problema de mensuração e endogeneidade. Esse problema decorre da relação entre a variável explicativa e a variável explicada do modelo, pois as empresas que distribuem maiores dividendos (em termos absolutos) tendem a ser as de maior porte, gerando endogeneidade com a variável tamanho, por exemplo.

Uma solução para esse problema seria empregar um índice na variável explicada, como o Payout, o Dividend Yield, os Dividendos sobre o Patrimônio Líquido ou os Dividendos sobre o Ativo Total. Assim, na elaboração dos dados da pesquisa, não se mostrou adequado o uso de variáveis que não fossem relativizadas ou normalizadas, em virtude do efeito tamanho que poderia comprometer os resultados obtidos, levando a conclusões equivocadas.

No quadro 2, a seguir, especificam-se todas as variáveis e os respectivos procedimentos operacionais para a obtenção delas.

Quadro 2 – Descrição e operacionalização das variáveis

VARIÁVEL	DESCRIÇÃO	OPERACIONALIZAÇÃO	EFEITO ESPERADO	DEFINIÇÃO
DIVIDTOTAL	Pagamento total de dividendos	Dividendos totais pagos	Positivo	Lintner (1956)
RSC/ESG	Métrica geral Thompson Reuters. comunidade, funcionários, meio ambiente e governança	Base de dados Thompson Reuters.	Positiva	Carroll (1979)
TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do Ativo Total da Empresa	Positiva	Samet e Jarboui (2017); Cheung, Hub e Schwiebert (2018); Benlemlih (2019); Matos, Barros e Sarmento (2020); Trihermanto e Nainggolan (2020); Salah; Amar (2022)
ALAV	Alavancagem (endividamento)	Passivo Total dividido pelo Ativo total	Negativa	Cheung, Hub e Schwiebert (2018); Benlemlih (2019);

				Matos, Barros e Sarmiento (2020); Trihermanto e Nainggolan (2020); Salah; Amar (2022)
ROA	Retorno sobre o ativo	Lucro Operacional (antes Desp. Financeiras) dividido pelo Ativo Total da empresa.	Positiva	Santana (2005) Mota (2007)
MB	<i>Market to Book</i>	Valor de mercado ajustado dividido pelo valor contábil da empresa	Positiva	Santana (2005) Samet e Jarboui (2017); Cheung, Hub e Schwiebert (2018); Matos, Barros e Sarmiento (2020);
<i>Payout</i> _{it}	Índice payout, da empresa i, no final período t	A variável dependente (Dividend Yield), será o percentual de dividendos pagos sobre o preço da ação.	Positiva	Forti, Peixoto e Alves (2015)
Divyield	É a razão da porcentagem do valor do dividendo pago por uma empresa em relação ao preço de sua ação i no tempo t.	É o montante total do dividendo pago pela companhia dividido pelo Preço da ação.	Positivo	Dickens, Casey e Newman (2002)
Índice de Lucro	Lucratividade	LL/Faturamento	Positiva	Francis, Schipper e Vicent (2005) Rakotomavo (2012); Matos, Barros e Sarmiento (2020); Salah; Amar (2022)
LPA	Lucro por ação	lucro por ação, da empresa i, no final do período t;	Positiva	Newton e Myrian (2000)
ROE	Retorno sobre o patrimônio	ROE, da empresa i, no final do período t. Mede a lucratividade da empresa por meio do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Lucro Líquido/Patrimônio Líquido	Positiva	La Porta et al. (2000), Mota (2007)
<i>u</i> _{it}	Erro da regressão	Erro da regressão		

Fonte: Elaboração própria (2023).

De acordo com o estudo realizado por Matos, Barros e Sarmento (2020), é possível identificar que as variáveis mencionadas no quadro 2 têm a capacidade de influenciar as políticas de distribuição de dividendos. Diante disso, decidiu-se utilizar essas variáveis como variáveis de controle na presente pesquisa. Além disso, com o intuito de controlar as diferenças existentes entre os períodos de análise e entre os setores de atuação das empresas, foram incorporados os efeitos fixos dos anos e dos setores nas regressões propostas.

3.4 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

As informações referentes ao desempenho ESG e as políticas de dividendos foram coletadas no banco de dados Refinitiv®. Juntamente com as variáveis de controle (market to book, tamanho da empresa, ROE, ROA, alavancagem financeira, índice de lucro, lucro por ação) foram coletadas no banco de dados Refinitiv®. Portanto, nesta pesquisa, utilizaram-se dados secundários para o seu desenvolvimento. A coleta dos dados foi realizada no mês de maio de 2023. Na sequência, são descritos os procedimentos de análise dos dados.

Em relação ao *proxy* para o nível de RSC apresentado pelas empresas, as pesquisas de Benlemlih (2018) e Cheung, Hu e Schwiebert (2018) utilizaram as informações da MSCI ESG STATS (anteriormente conhecido como KLD STATS), que fornece dados de ESG dispostos em 7 dimensões: relações com a comunidade, governança corporativa, diversidade, relações com os funcionários, meio ambiente, direitos humanos, segurança do produto.

Para o *proxy* em RSC utilizado neste estudo, valeu-se das variáveis referentes ao desempenho ESG das empresas listadas na B3 juntamente com as políticas de dividendos que foram obtidas por meio da base Refinitiv®, anteriormente Thomson Reuters®.

Relacionou-se o nível de RSC com o valor de mercado das empresas e seus respectivos pagamentos de dividendos, analisando se o índice das práticas em ESG pode influenciar as finanças corporativas (valor da empresa e política de dividendos) no contexto das empresas brasileiras de capital aberto.

Com regras relativas à avaliação de desempenho e divulgação das ações de RSC como um todo. A avaliação dos dados de RSC/ESG é composta por 4 (quatro) dimensões principais: comunidade, funcionários, meio ambiente e governança.

Cada dimensão é formada por 3 (três) sub-dimensões (quadro 3).

Quadro 3 – Dimensões e sub-dimensões da Thompson Reuters®

Comunidade	Funcionários	Meio Ambiente	Governança
Desenvolvimento comunitário e Filantropia	Remuneração e benefícios	Energia e mudanças climáticas	Conselho
Produto	Diversidade e direitos do trabalho	Política ambiental e relatórios	Ética e liderança
Direitos humanos e cadeia de suprimentos	Treinamento, segurança e saúde	Gerenciamento de recursos	Transparência e relatórios

Fonte: Adaptado de Forti, Peixoto e Alves (2015).

O *score* em ESG utilizado é o somatório e agregação dos indicadores em cada dimensão, a fim de representar o *score* geral de RSC em determinado ano através do *score* ESG de cada empresa. Para cada força/fraqueza apresentada, atribui-se o valor de 1 (um), e caso não apresente, 0 (zero); sendo assim uma variável *dummy*. O método de agregação seguirá o proposto por Manescu (2011).

Equação 4:

$$ESG_t^i = \frac{\sum_{p=1}^{n_t^i} Força_p^i}{n_t^i} - \frac{\sum_{q=1}^{m_t^i} Fraqueza_q^i}{m_t^i}$$

A pontuação ESG total representa um valor agregado do desempenho de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) nos três subgrupos: Ambiental, Social e Governança. Essa pontuação engloba diversos aspectos, como emissões, inovação de produtos com viés ambiental, direitos humanos, qualidade do emprego, treinamento e desenvolvimento, impacto na comunidade, relação com acionistas, entre outros. Essa pontuação varia de 0 (zero) a 100 (cem), sendo que 100 (cem) representa a pontuação mais alta. Dessa forma, pode-se identificar de maneira ágil e fácil os pontos fortes (50-100 pontos) ou pontos fracos (0-49 pontos) do ESG.

Em que ESG_t^i é o *score* de ESG para a dimensão i no tempo t ; $Força_p^i$ é o indicador de forças para a dimensão i no tempo t ; $Fraqueza_q^i$ é o indicador de fraqueza para a dimensão i no tempo t . Ambos os indicadores são variáveis *dummies* que recebem valor 1 (um) se a empresa apresentar a força p ou a fraqueza q e zero, caso contrário. n_t^i e m_t^i são o número total de indicadores de forças e fraquezas no tempo t (Cheung; Hu; Schwiebert, 2018).

Os indicadores de forças e fraquezas são primeiro somados e, em seguida, calculados a média de cada ano antes da pontuação média geral de ESG ser calculada, dessa forma, garante-se que a comparação entre os anos possa ser feita de maneira significativa.

Como existem outras variáveis que podem influenciar o pagamento de dividendos e visando isolar o efeito da RSC dado pelo *score* ESG (Belemlih, 2018), elas foram incluídas no modelo como variáveis de controle: tamanho da empresa, alavancagem, ROA, *Market to book*, adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, índice de lucro, Payout, LPA, ROE (Belemlih, 2018; Cheung; Hu; Schwiebert, 2018; Forti; Peixoto; Alves, 2015).

Nesse sentido, o modelo para estimação do impacto do nível de RSC dado pelo *score* ESG na política de dividendos é demonstrado a seguir.

Equação 5:

$$DIVIDTOTAL = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 ROE + \beta_3 ROA + \beta_4 EV + \beta_5 MB + \beta_6 ILL + \beta_7 LPA + \varepsilon_2$$

Em que:

Div_{it} é a razão de dividendos totais divididos pelo lucro líquido da empresa i no tempo t .

Equação 6:

$$PAYOUT = \beta_0 + \beta_1 MB + \varepsilon_1$$

Em que:

$Payout_{it}$ é a razão total de proventos pagos/lucro líquido da empresa i no tempo t .

Equação 7:

$$DIVYIELD = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 ROE + \beta_3 ROA + \beta_4 EV + \beta_5 MB + \beta_6 ILL + \varepsilon_3$$

Em que:

$Divyiled_{it}$ é a razão da porcentagem do valor do dividendo pago por uma empresa em relação ao preço de sua ação i no tempo t .

Após a coleta dos dados, as informações foram tabuladas no software Microsoft Excel e importadas para o software estatístico R Studio para a realização do tratamento dos dados. Inicialmente, foram feitas análises exploratórias dos dados, identificação e remoção dos dados faltantes por setores e subsetores, plotagem das séries históricas em gráficos e tabelas e comparação da variação relativa de cada variável, para analisar se houve ou não crescimento durante o período. Posteriormente aplicou-se o teste de correlação de Pearson para um melhor ajustes dos três modelos. Houve um tratamento da variável resposta na base de dados para que outliers fossem removidos antes de cada ajuste. O critério foi baseado em análise exploratória simples, considerando que os outliers serão aqueles valores da variável resposta que estiverem abaixo da quantidade $l_{inf} = Q_1 - 1,5IQR$ ou acima da quantidade $l_{su} = Q_3 + 1,5IQR$, em que Q_1 é o primeiro quartil, Q_3 é o terceiro quartil e $IQR = Q_3 - Q_1$ é o chamado intervalo interquartil. Dessa forma, cada modelo foi ajustado mediante análise dos outliers baseados nesse critério, na sequência, a correlação entre as variáveis e por fim, a Regressão múltiplas de Dados em MQO, com erros padrões robustos (regressão robusta). Para melhor entendimento do processo de análise dos dados, na sequência, apresenta-se um detalhamento dos testes realizados até a utilização da Regressão múltipla de Dados e MQO, com padrões robustos.

Por meio do teste de Breusch-Pagan foi possível identificar se as variáveis analisadas apresentam heteroscedasticidade e o teste ANOVA proporcionou a visão de linearidade nos dados, ou seja, se alguma das variáveis independentes (ESG) e de controle irão explicar as variáveis dependentes do estudo (políticas de dividendos). A regressão foi realizada por meio do software estatístico R Studio.

Os resultados dos demais pressupostos (ANOVA, Breusch-Pagan e MQO) estão evidenciados nas tabelas presentes na análise dos resultados. Por fim, os resultados são apresentados por meio de gráficos e tabelas de forma clara e objetiva, para facilitar o entendimento dos resultados obtidos.

3.5 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Este estudo apresenta algumas limitações que devem ser consideradas. Primeiramente, é importante ressaltar que a análise foi realizada exclusivamente em empresas brasileiras listadas na B3 que possuem *score* ESG maior que 0 (zero) de 2012 a 2022, o que impede a generalização dos resultados para todas as empresas presentes na B3. Além disso, a obrigatoriedade do pagamento ou distribuição mínima de dividendos no contexto brasileiro constitui outra limitação desta pesquisa.

Uma segunda limitação refere-se às variáveis utilizadas para a realização do estudo. Embora tenham sido empregadas variáveis que medem as políticas de dividendos, e o *score* ESG, é importante considerar que outras variáveis poderiam ter sido utilizadas para analisar os efeitos do desempenho ESG nas políticas de dividendos. A inclusão de outras variáveis no modelo poderia fornecer resultados diferentes em relação ao propósito do estudo.

É fundamental reconhecer que, apesar das limitações mencionadas, os procedimentos adotados neste estudo não invalidam sua realização. No entanto, essas limitações devem ser levadas em conta e investigadas em estudos futuros. A seguir, serão apresentados os resultados encontrados nesta pesquisa.

4 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DOS DADOS E RESULTADOS

Nesta seção, abordam-se os dados encontrados, trazendo-se uma visão de uma exploração ampla dos dados com séries históricas dos principais indicadores. Explorando os dados em setores e subsetores, contagens de dados faltantes e tratamentos dos outliers. Por fim, fazem-se as análises de 3 (três) modelos de regressões lineares ajustadas a partir do grau de correlação para melhor ajuste e das regressões e mínimos quadráticos ordinários.

4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DOS DADOS

Inicialmente, foram realizadas análises exploratórias das variáveis disponíveis no banco de dados. A ideia é apresentar estatísticas iniciais que permitam a obtenção de evidências sobre o comportamento das variáveis analisadas, visando-se o fornecimento de evidências que permitam o planejamento das próximas etapas de análise, para que se escolha o melhor método que busque atender os objetivos principais do estudo.

Tabela 1 – População e amostra da pesquisa

População	Empresas sem informação ESG em todos os anos	Amostra Final
580	444	136

Fonte: Elaboração própria (2023).

Na tabela 1, apresenta-se um resumo da amostra utilizada na pesquisa, que consiste em 136 empresas que possuíam informações sobre ESG em todos os anos analisados. Essa amostra foi obtida a partir de uma população inicial de 580 (quinhentos e oitenta) empresas, das quais 444 (quatrocentas e quarenta e quatro) foram excluídas por não apresentarem dados sobre ESG em algum dos anos considerados. Dessa forma, a amostra final representa as empresas que mantiveram uma divulgação consistente de ESG ao longo do período estudado.

Tabela 2 – Mostra o percentual ano a ano das empresas que pagaram dividendos e as empresas que não pagaram dividendos

STATUS	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
PAGARAM DIVIDENDOS	80,1 %	81,6 %	82,4 %	79,4 %	77,2 %	72,8 %	71,3 %	69,9 %	72,8 %	70,6 %	70,6 %
NÃO PAGARAM DIVIDENDOS	19,9 %	18,4 %	17,6 %	20,6 %	22,8 %	27,2 %	28,7 %	30,1 %	27,2 %	29,4 %	29,4 %

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 3 – Participação por setor de atividade da amostra

Lista de empresas por setor	% Part da amostra
Fabricação	23,53%
Finanças e Seguros	13,24%
Utilidades	12,50%
Comércio Varejista	8,82%
Serviços Educacionais	5,88%
Transporte e Armazenagem	5,88%
Construção	5,88%
Imobiliário e Locação e Arrendamento	5,88%
Informação	5,15%
Saúde e Assistência Social	3,68%
Mineração, Pedreiras e Extração de Petróleo e Gás	2,94%
Comércio Atacadista	2,21%
Gestão de Empresas e Empreendimentos	1,47%
Serviços Administrativos e de Apoio e Gestão de Resíduos e Remediação	1,47%
Agricultura, Silvicultura, Pesca e Caça	0,74%
Serviços de alojamento e alimentação	0,74%
Total Geral	100,00%

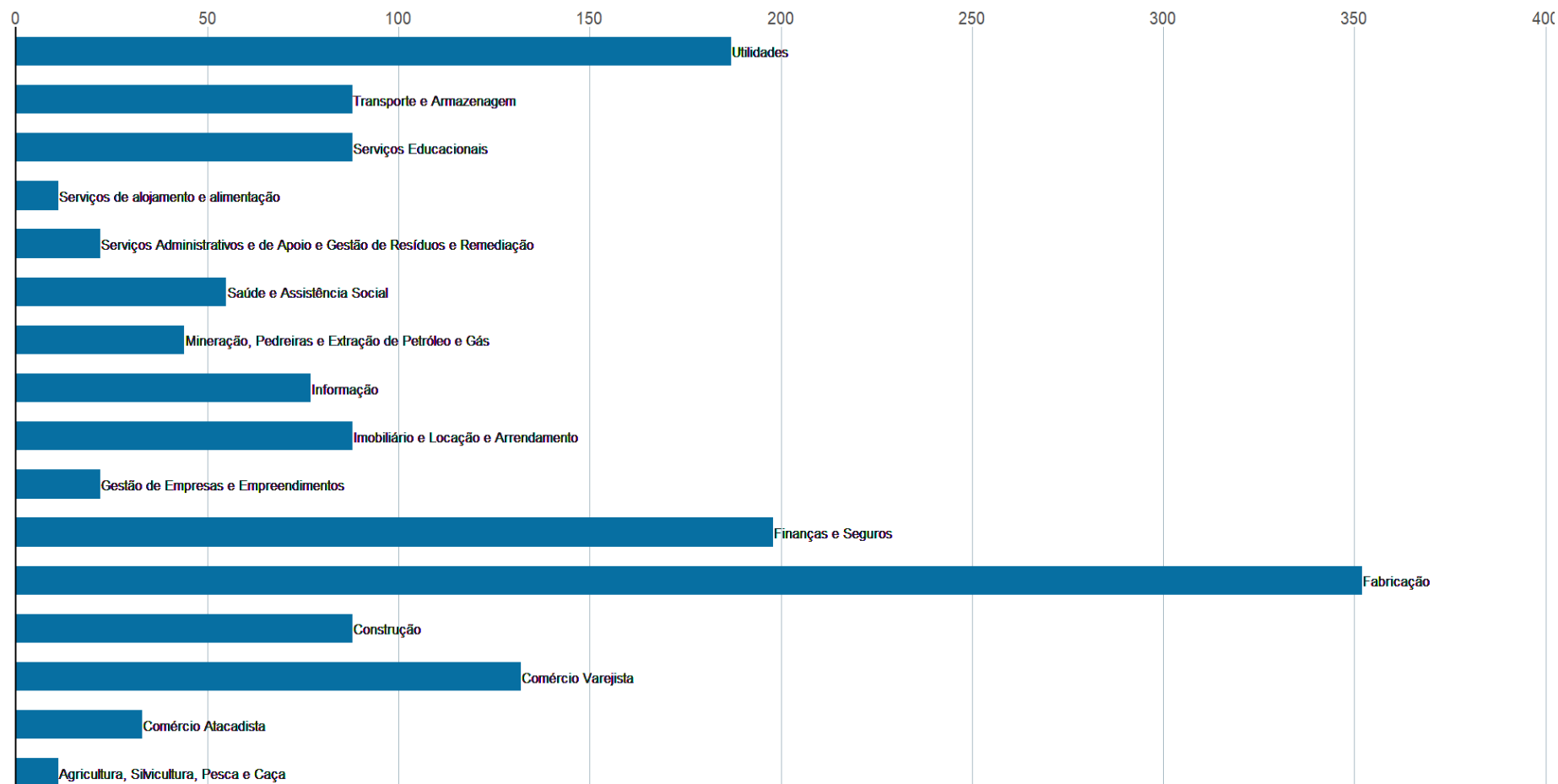
Fonte: Elaboração própria (2023).

4.2 GRÁFICOS DESCRITIVOS

Considerando-se toda a base de dados, decidiu-se verificar como estão distribuídas as observações segundo os níveis da variável NAIS-Nome-Setor e, depois, segundo os níveis da variável NAICS-Nome-SubSetor.

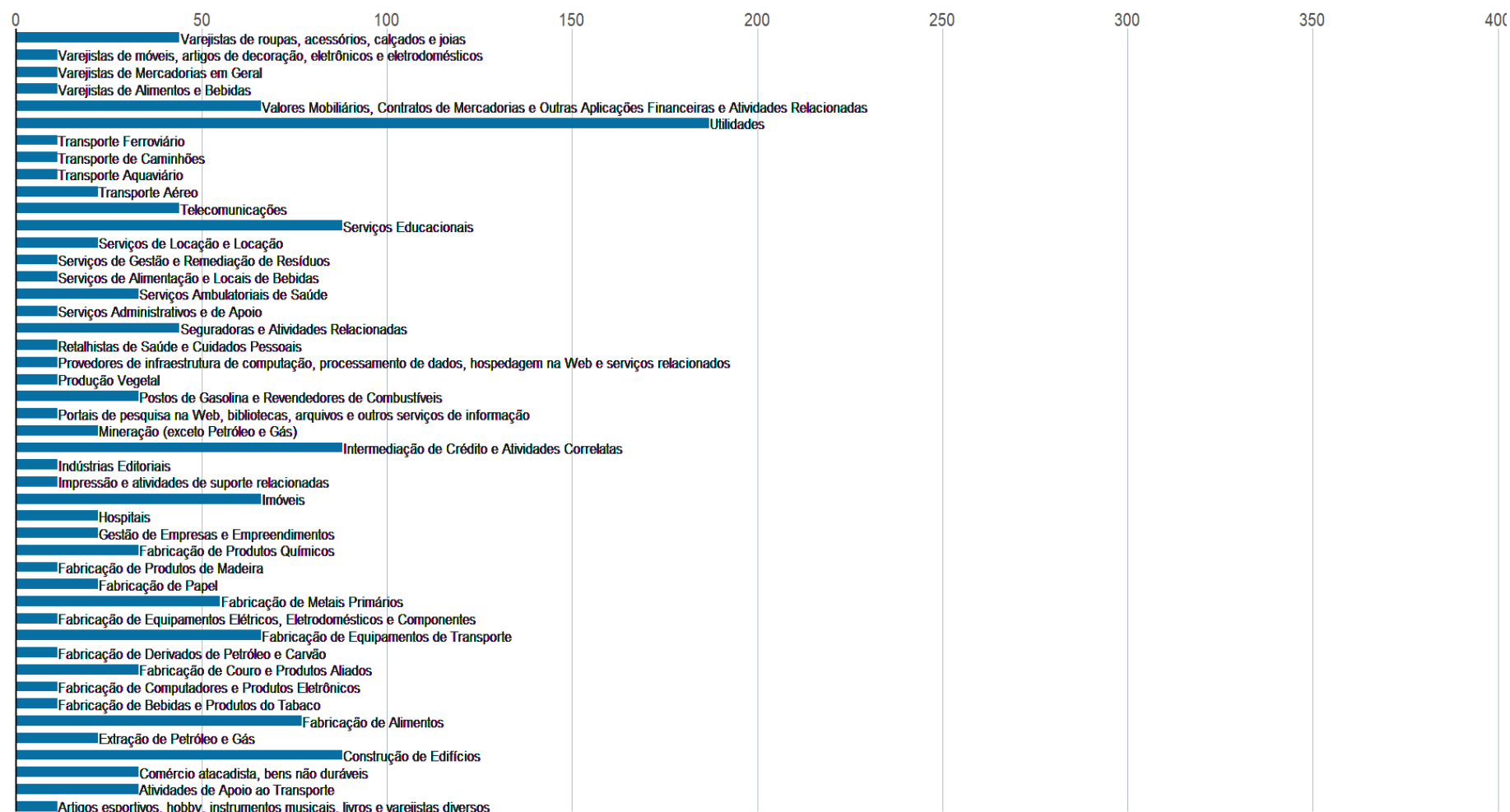
Os dados mostram que as 5 (cinco) categorias mais frequentes da variável NAICS-Nome-Setor foram as seguintes: Fabricação, Finanças e seguros, Utilidades, Comércio varejista e empatadas na quinta colocação estão Transporte e Armazenagem, Serviços Educacionais e Construção (gráfico 1). Em relação à variável NAICS-Nome-SubSetor, as (cinco) categorias mais frequentes foram as seguintes: Utilidades, Serviços Educacionais, Intermediação de crédito e Atividades Correlatas, Construção de Edifícios e Fabricação de Elementos (gráfico 2).

Gráfico 1 – Distribuição dos dados segundo NAICS-Nome-Setor



Fonte: Elaboração própria (2023).

Gráfico 2 – Distribuição dos dados segundo NAICS-Nome-SubSetor



Fonte: Elaboração própria (2023).

4.3 ANÁLISE DAS SÉRIES TEMPORAIS DE INDICADORES DE MÉDIA PARA CADA VARIÁVEL QUANTITATIVA NO ESTUDO

Finalizada essa etapa, e considerando-se que as variáveis numéricas foram mensuradas ao longo de 2012 a 2022, decidiu-se apresentar gráficos e tabelas que representam a série histórica de cada variável ao longo do tempo. Os dados serão apresentados nas tabelas e gráficos a seguir. É importante destacar que todas as variáveis possuem valores ausentes para algumas observações, e que, para o valor das médias apresentadas, leva-se em consideração o cálculo delas para o período de referência, desconsiderando-se os valores ausentes.

Tabela 4 – Indicadores das médias das variáveis analisadas segundo ano

VARIÁVEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PAYOUT	0,434	1,404	0,542	0,56	0,5	0,51	0,617	0,516	0,397	0,374	0,448
DIVIDTOTAL	783,084	897,96	920,89	748,159	715,79	768,19	1119,94	1328,338	1026,246	2681,624	3323,595
DIVIDYIELD	0,037	0,038	0,055	0,054	0,034	0,027	0,04	0,027	0,027	0,053	0,058
ESG	50,455	52,315	50,853	51,219	50,152	50,476	52,022	50,536	49,113	49,771	50,877
ROE	0,104	0,094	-0,102	-0,929	0,095	0,103	0,036	0,176	0,072	0,215	0,094
DEBT	2,92	6,873	3,832	4,339	3,564	3,314	11,464	2,736	2,961	3,457	3,31
ROA	0,051	0,046	0,04	0,025	0,036	0,047	0,044	0,058	0,037	0,059	0,037
EV	25624,82	26820,97	28038,84	29078,16	33226,13	37200,19	39721,96	49670,96	53641,16	50657,46	53413,79
MB	14459,94	15131,23	14148,82	12196,89	16400,93	21087,53	23608,4	32222,99	34572,59	29315,25	27601,71
ILL	-0,307	-4,398	0,122	0,055	-0,078	0,109	0,054	0,092	0,071	0,114	0,063
LPA	-1,509	-0,85	-1,702	-72,228	-531,923	-276,7	3,75	1,547	0,486	1,91	1,794

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 5 – Indicadores de médias das variáveis analisadas

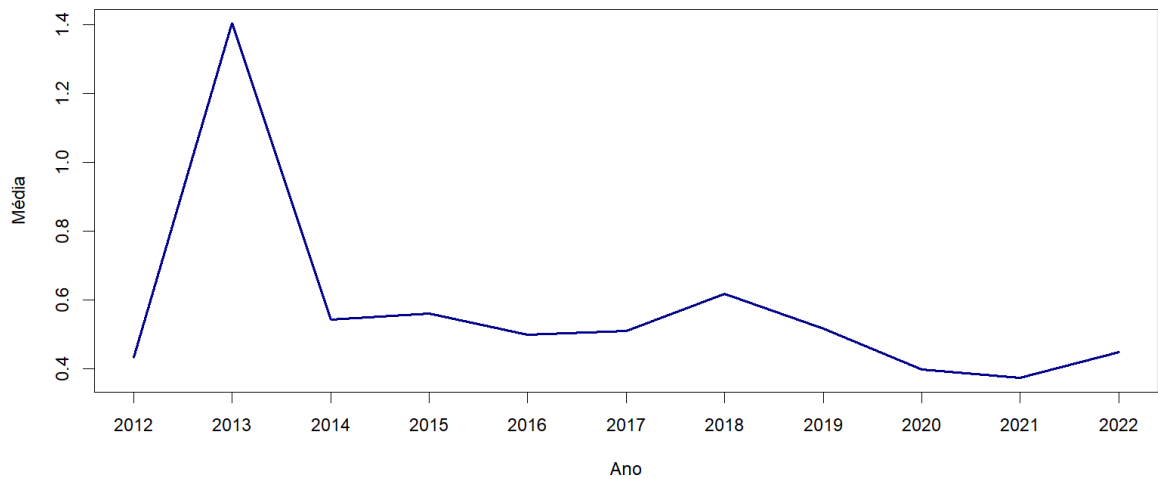
PAYOUT	DIVIDTOTAL	DIVYIELD	ESG	ROE	DEBT	ROA	EV	MB	ILL	LPA
0,565	1335,425	0,041	50,611	0,002	4,380	0,044	38826,76	21886,03	-0,326	-72,923

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 6 – Médias da variável PAYOUT segundo ano

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
0,434	1,404	0,542	0,560	0,500	0,510	0,617	0,516	0,397	0,374	0,448

Fonte: Elaboração própria (2023).

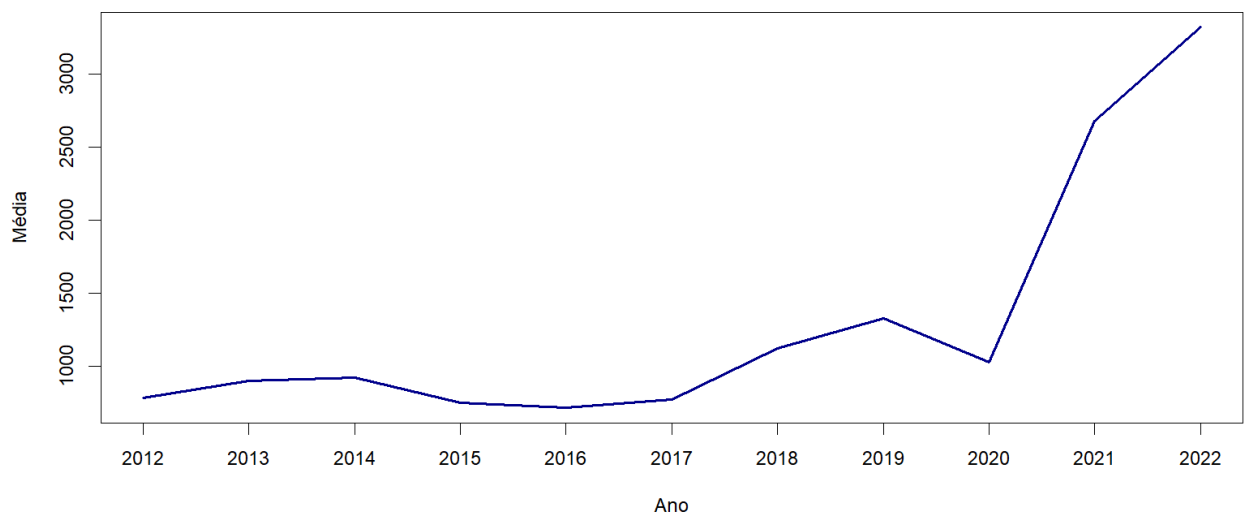
Gráfico 3 – Indicadores de médias da variável PAYOUT segundo ano

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 7 – Médias da variável DIVIDTOTAL segundo ano

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
783,084	897,960	920,89	748,159	715,790	768,190	1119,940	1328,338	1026,246	2681,624	3323,595

Fonte: Elaboração própria (2023).

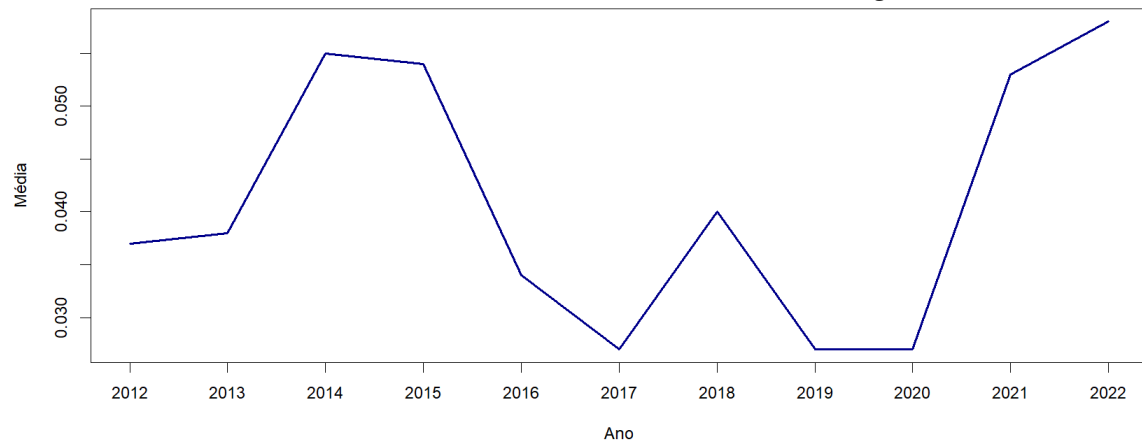
Gráfico 4 – Indicadores de médias da variável DIVIDTOTAL segundo ano

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 8 – Médias da variável DIVYIELD segundo ano

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
0,037	0,038	0,055	0,054	0,034	0,027	0,040	0,027	0,027	0,053	0,058

Fonte: Elaboração própria (2023).

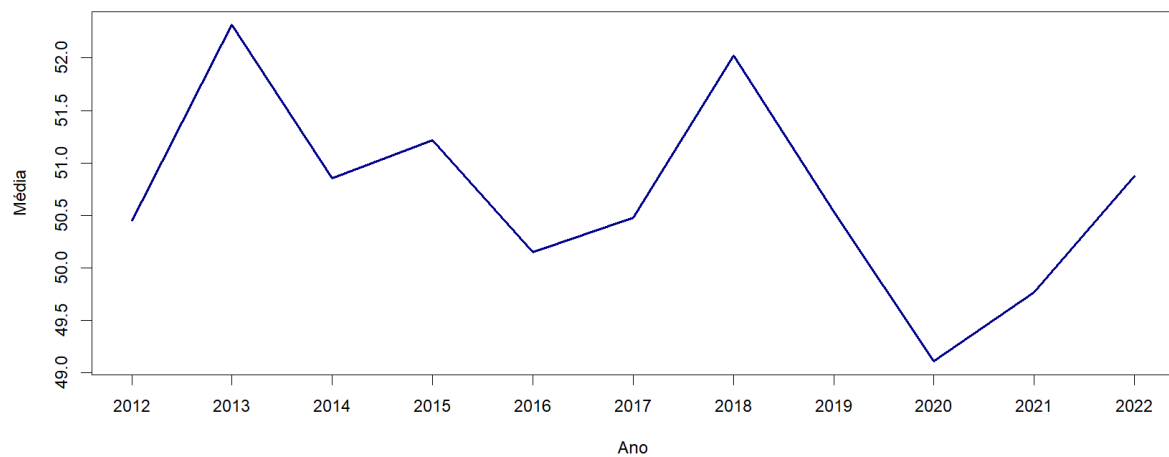
Gráfico 5 – Indicadores de médias da variável DIVYIELD segundo ano

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 9 – Médias da variável ESG segundo ano

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
50,455	52,315	50,853	51,219	50,152	50,476	52,022	50,536	49,113	49,771	50,877

Fonte: Elaboração própria (2023).

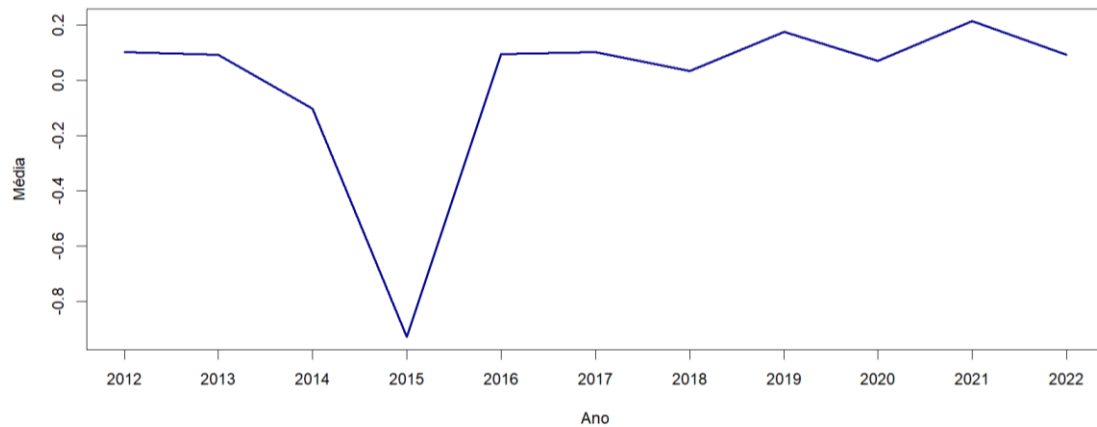
Gráfico 6 – Indicadores de médias da variável ESG segundo ano

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 10 – Médias da variável ROE segundo ano

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
0,104	0,094	-0,102	-0,929	0,095	0,103	0,036	0,176	0,072	0,215	0,094

Fonte: Elaboração própria (2023).

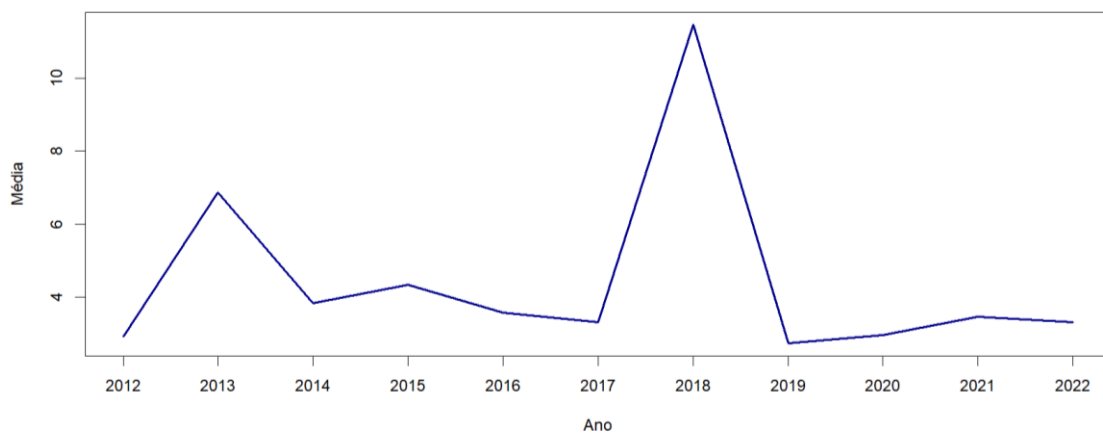
Gráfico 7 – Indicadores de médias da variável ROE segundo ano

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 11 – Médias da variável DEBT segundo ano

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
2,920	6,873	3,832	4,339	3,564	3,314	11,464	2,736	2,961	3,457	3,310

Fonte: Elaboração própria (2023).

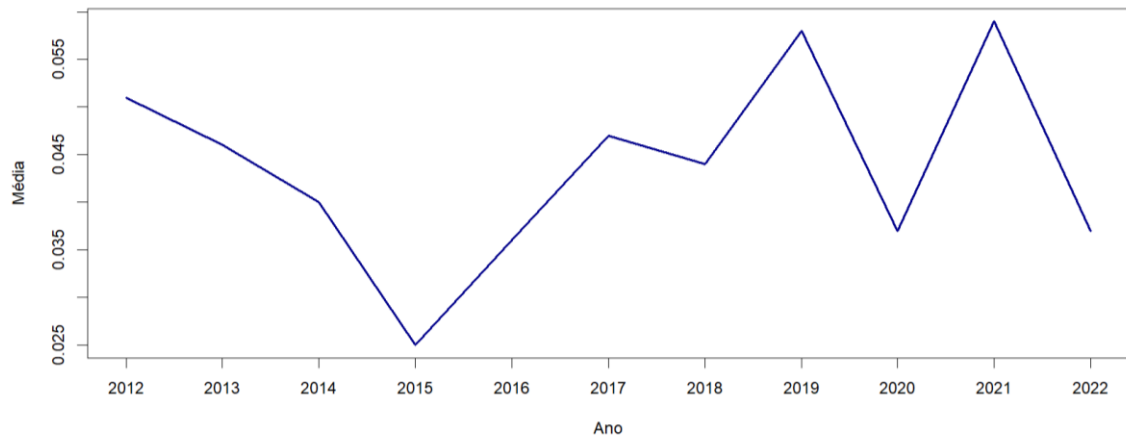
Gráfico 8 – Indicadores de médias da variável DEBT segundo ano

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 12 – Médias da variável ROA segundo ano

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
0,051	0,046	0,040	0,025	0,036	0,047	0,044	0,058	0,037	0,059	0,037

Fonte: Elaboração própria (2023).

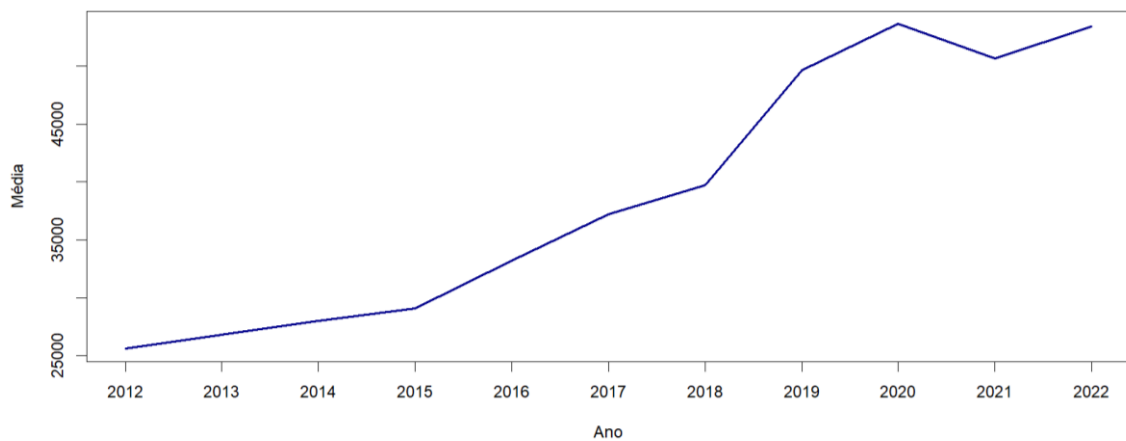
Gráfico 9 – Indicadores de médias da variável ROA segundo ano

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 13 – Médias da variável EV segundo ano

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
25624,82	26820,97	28038,84	29078,16	33226,13	37200,19	39721,96	49670,96	53641,10	50657,46	53413,79

Fonte: Elaboração própria (2023).

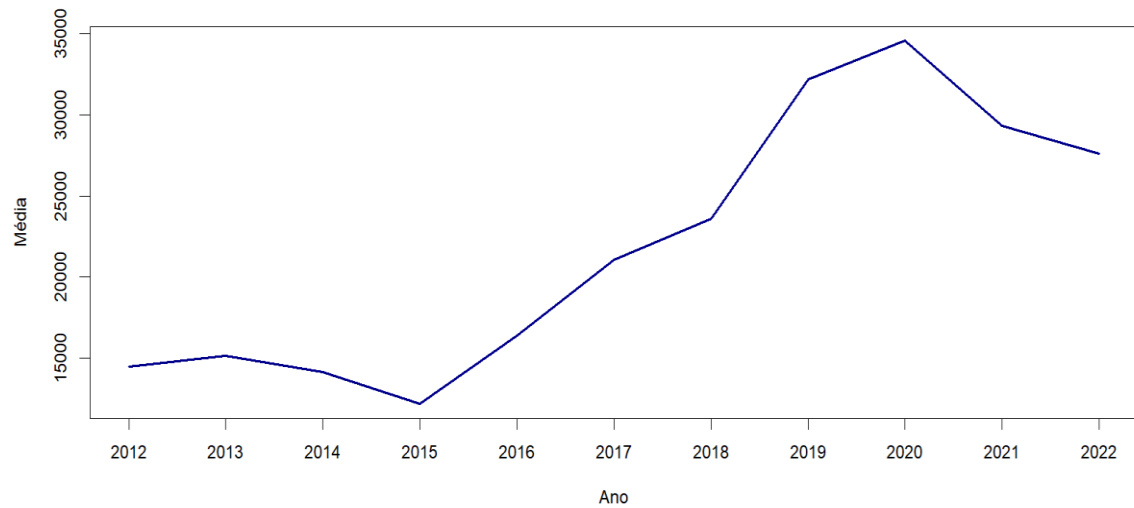
Gráfico 10 – Indicadores de médias da variável EV segundo ano

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 14 – Médias da variável MB segundo ano

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
14459,94	15131,23	14148,82	12196,89	16400,93	21087,53	23608,40	32222,99	34572,59	29315,25	27601,71

Fonte: Elaboração própria (2023).

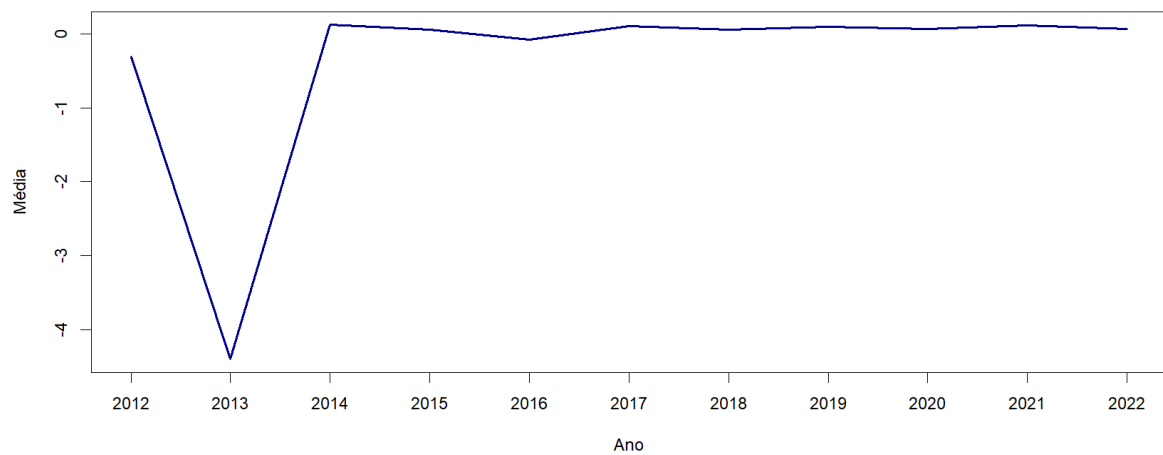
Gráfico 11 – Indicadores de médias da variável MB segundo ano

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 15 – Médias da variável ILL segundo ano

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
-0,307	-4,398	0,122	0,055	-0,078	0,109	0,054	0,092	0,071	0,114	0,063

Fonte: Elaboração própria (2023).

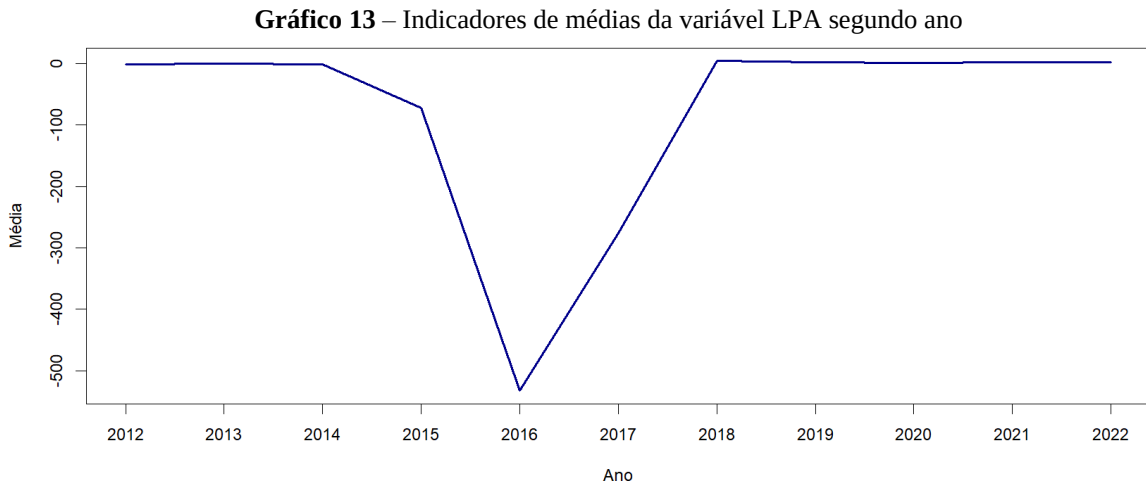
Gráfico 12 – Indicadores de médias da variável ILL segundo ano

Fonte: Elaboração própria (2023).

Tabela 16 – Médias da variável LPA segundo ano

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
-1,509	-0,850	-1,702	-72,228	-531,923	-276,70	3,750	1,547	0,486	1,910	1,794

Fonte: Elaboração própria (2023).



Fonte: Elaboração própria (2023).

Uma possível medida de interesse para comparar o início do período de análise com o final do período de análise é a variância relativa (em %), que indica o aumento (ou diminuição) detectado entre o indicador do período final com o indicador do período inicial. Considerando a média aritmética, por exemplo, a expressão da variação relativa entre dois períodos é dada pela seguinte expressão:

$$VARIAÇÃO RELATIVA = \frac{(MÉDIA FINAL - MÉDIA INICIAL)}{MÉDIA INICIAL} \times 100$$

Dessa forma, considerando os quadros e gráficos apresentados para as variáveis PAYOUT, DIVIDTOTAL, DIVYIELD, ESG, ROE, DEBT, ROA, EV, MB, ILL e LPA, é possível verificar as seguintes evidências fornecidas por estas variáveis, quando são comparados os períodos iniciais e finais, a saber: **a)** a série histórica da variável PAYOUT apresenta tendência de aumento em 2022 quando comparada com o ano de 2012. A variação relativa entre as médias destes dois anos foi igual a 3,22%; **b)** a série histórica da variável DIVIDTOTAL apresenta tendência de aumento em 2022 quando comparada com o ano de 2012. A variação relativa entre as médias destes dois anos foi igual a 324,42%; **c)** a série histórica da variável DIVYIELD apresenta tendência de aumento em 2022 quando comparada com o ano de 2012. A variação relativa entre as médias destes dois anos foi igual a 56,76%; **d)** a série histórica da variável ESG apresenta tendência de aumento em 2022 quando comparada com o ano de 2012. A variação relativa entre as médias destes dois anos foi igual a 0,83%; **e)** a série histórica da variável ROE apresenta tendência de diminuição em 2022 quando comparada

com o ano de 2012. A variação relativa entre as médias destes dois anos foi igual a $-9,61\%$; **f)** a série histórica da variável DEBT apresenta tendência de aumento em 2022 quando comparada com o ano de 2012. A variação relativa entre as médias destes dois anos foi igual a $13,35\%$; **g)** a série histórica da variável ROA apresenta tendência de diminuição em 2022 quando comparada com o ano de 2012. A variação relativa entre as médias destes dois anos foi igual a $-27,45\%$; **h)** a série histórica da variável EV apresenta tendência de aumento em 2022 quando comparada com o ano de 2012. A variação relativa entre as médias destes dois anos foi igual a $108,44\%$; **i)** a série histórica da variável MB apresenta tendência de aumento em 2022 quando comparada com o ano de 2012. A variação relativa entre as médias destes dois anos foi igual a $90,88\%$; **j)** a série histórica da variável ILL apresenta tendência de diminuição em 2022 quando comparada com o ano de 2012. A variação relativa entre as médias destes dois anos foi igual a $-79,47\%$; e **k)** a série histórica da variável LPA apresenta tendência de aumento em 2022 quando comparada com o ano de 2012. A variação relativa entre as médias destes dois anos foi igual a $18,89\%$.

4.4 ANÁLISE DAS CORRELAÇÕES ENTRE AS VARIÁVEIS

A próxima etapa da análise estatística será apresentar o cálculo do coeficiente de correlação linear de Pearson, dado pela seguinte expressão:

$$r = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}) (y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \cdot \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}$$

Em que:

- r é o coeficiente de correlação linear
- x_i e y_i são os valores individuais das variáveis
- $\bar{x}$ e $\bar{y}$ são as médias das variáveis
- n é o tamanho da amostra

O coeficiente de correlação é uma medida estatística que fornece evidência acerca do grau de relação linear entre duas variáveis de estudo. Geralmente, a variável Y é chamada de variável resposta (ou variável dependente) e X é chamada de variável explicativa (ou variável

independente). O valor do coeficiente de correlação linear pode assumir valores entre o intervalo -1 e 1 , em que:

- Um valor exatamente igual a 1 (um) indica uma correlação positiva perfeita, ou seja, o aumento dos valores da variável X implica no aumento dos valores da variável Y .
- Um valor exatamente igual a -1 (menos um) indica uma correlação negativa perfeita, ou seja, o aumento dos valores da variável X implica na diminuição dos valores da variável Y e vice-versa.
- Um valor igual a 0 indica evidência de uma ausência de correlação linear, ou seja, não há relação linear entre os valores das duas variáveis analisadas.

Sempre é preciso cautela quanto ao uso do coeficiente de correlação. O valor calculado não estabelece diretamente relação de causa e efeito entre as variáveis estudadas. O que o coeficiente fornece é uma evidência dessa relação.

Neste trabalho, utilizam-se 3 (três) variáveis de interesse, que são: PAYOUT, DIVIDTOTAL e DIVYELD. Na tabela a seguir, apresentam-se os valores das correlações lineares entre estas 3 (três) variáveis e as demais variáveis do banco de dados. A ideia é que seja verificada evidência de quais variáveis explicativas do banco podem, em conjunto, ajudar a explicar o comportamento de cada uma das variáveis de interesse.

As evidências geradas pelo coeficiente de correlação irão auxiliar na tomada de decisão referente ao uso de um modelo estatístico, chamado de regressão linear. A regra de decisão da análise dos coeficientes de correlação a serem calculados será a seguinte: Serão eleitas como variáveis potencialmente participantes do ajuste do modelo estatístico todas as variáveis em que a correlação destas com cada desfecho apresentar significância estatística, através do chamado teste de correlação. Ou seja, além do cálculo simples do coeficiente, também iremos testar a hipótese de o valor apresentado de fato implicar em evidência de relação de causa e efeito entre as variáveis explicativas e cada uma das variáveis dependentes consideradas na análise. Serão consideradas significativas as correlações que apresentarem um p -valor do teste menor que $0,05$, pois estamos realizando as análises com um nível de confiança de 95% (noventa e cinco por cento).

É importante esclarecer que as três variáveis consideradas como desfecho tinham missings (informações ausentes), logo as correlações foram calculadas desconsiderados os pares de observações em que pelo menos uma das observações estava ausente. De todo modo, foi possível considerar para PAYOUT 1096 observações; para DIVIDTOTAL, 1127

observações; e para DIVYIELD, 1164 observações. Admitindo que a base de dados possui 1496 observações, as perdas para cálculo das correlações não foram elevadas, permitindo a obtenção de conclusões plausíveis.

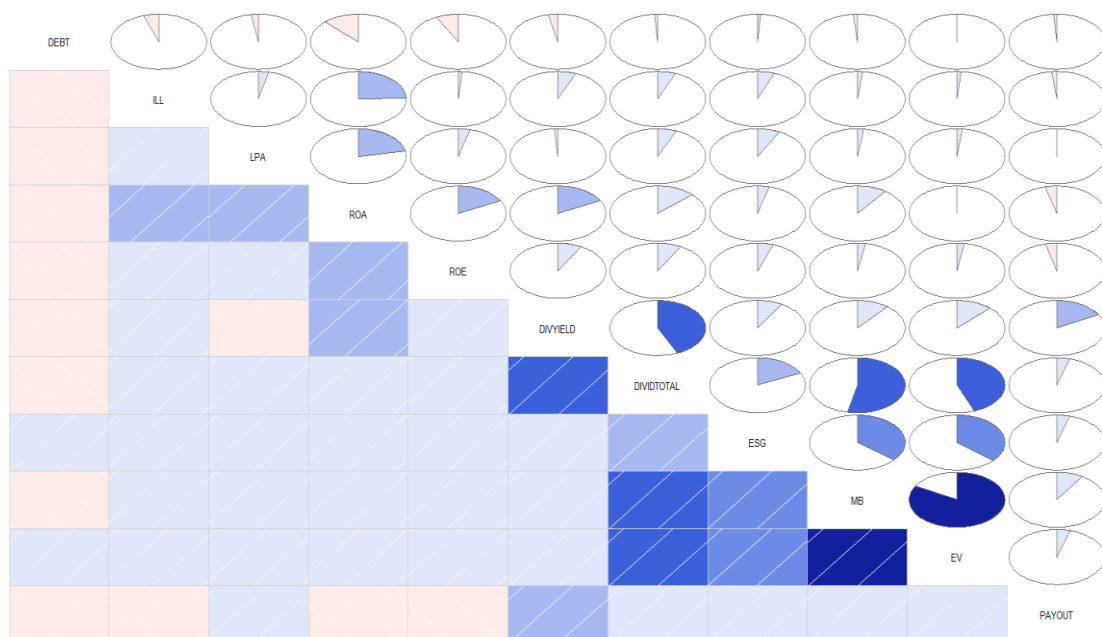
Tabela 17 – Correlações entre as variáveis explicativas e os três desfechos de interesse

VARIÁVEIS	PAYOUT	DIVIDTOTAL	DIVYIELD
ESG	0.043	0,179*	0,085*
ROE	- 0.037	0,078*	0,081*
DEBT	- 0.011	- 0,010	-0,032
ROA	- 0.039	0,128*	0,171*
EV	0.046	0,443*	0,120*
MB	0.088*	0,533*	0,107*
ILL	- 0.016	0,059*	0,059*
LPA	0.007	0,063*	- 0,012

Fonte: Elaboração própria (2023).

Além disso, é possível também observar evidência da magnitude das correlações calculadas através do correlograma a seguir. Cada cruzamento entre variáveis é representado por um círculo, e o valor da correlação entre as duas variáveis é representado pela quantidade de área hachurada na região deste círculo.

Figura 1 – Correlograma das variáveis consideradas no estudo



Fonte: Elaboração própria (2023).

Dessa forma, considerando as três variáveis desfecho de interesse, os resultados fornecem evidência de que será possível termos 3 (três) modelos estatísticos a serem ajustados para os dados deste trabalho. Os modelos terão a seguinte estrutura:

- Modelo 1: Variável PAYOUT versus variável MB
- Modelo 2: Variável DIVIDTOTAL versus todas as variáveis, exceto a variável DEBT
- Modelo 3: Variável DIVYIELD versus todas as variáveis, exceto as variáveis DEBT e LPA.

Em síntese, os resultados da correlação entre as variáveis indicam que a variável ESG afeta as políticas de dividendos das empresas brasileiras analisadas, tanto no quesito do pagamento total de dividendos DIVIDTOTAL, quanto na sua variável como medida do retorno do investimento DIVIDYIELD. Além disso, os resultados da correlação indicam que a variável ESG como indicador, reflete um desempenho e um papel importante para as empresas e podem representar uma evidência já que pontuações mais altas de RSC/ESG tendem a ter um índice de distribuição de dividendos mais altos Cheung, Hu e Schwiebert (2018), permitem aos acionistas atingirem seus objetivos (Salah; Amar, 2022) e todas as partes interessadas (Freeman, 1984). Contudo, os resultados encontrados nesta análise são uma prévia e necessitam ser confirmados por meio da regressão linear múltipla, conforme realizado na sequência.

4.5 ANÁLISE DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA

Nesta seção da análise dos dados, executa-se a análise acerca da regressão linear múltipla.

A análise de regressão é uma técnica estatística que busca estabelecer a relação entre duas ou mais variáveis. Quando se fala em um modelo de regressão linear simples, estamos nos referindo a um conjunto de métodos para explicar o grau de relação linear entre apenas duas variáveis, usualmente denotadas em estatística pelas letras X e Y , por meio de uma equação de uma reta, porém considerando dados entre as duas variáveis.

Em um modelo de regressão linear simples, a equação que define esta classe de modelos é dada pela seguinte expressão:

$$Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$$

Em que α e β são chamados de parâmetros. α é usualmente chamado de intercepto e β é chamado de coeficiente angular, ou coeficiente da regressão. Estatisticamente, β é também interpretado como sendo o impacto (ou efeito) na estimativa da média da variável Y para cada aumento sucessivo da variável X . Ou seja, se a variável X for correlacionada com Y e se essa correlação for significativa, então há evidência de esta variável X poderá contribuir para explicar o grau de variabilidade da variável Y .

Já na regressão linear múltipla, temos um conjunto de q variáveis explicativas que, em conjunto podem ajudar a explicar o grau de variabilidade da variável resposta Y . A forma do modelo de regressão linear múltipla que admite essa estrutura é a seguinte:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_q X_q + \varepsilon$$

Em que β_0 é o intercepto e $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_q$ são os coeficientes do modelo, que também podem ser interpretados como os impactos (efeitos) na média da variável resposta Y . Em ambos os tipos de modelo, é possível notar que o termo ε é definido como sendo o erro aleatório relacionado ao uso das variáveis explicativas para estimar a variável resposta Y . Dessa forma, adaptando à estrutura deste trabalho e considerando os valores das correlações apresentadas na tabela 17, há os seguintes modelos que serão analisados:

Modelo 1:

$$PAYOUT = \beta_0 + \beta_1 MB + \varepsilon_1$$

Modelo 2:

$$DIVIDTOTAL = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 ROE + \beta_3 ROA + \beta_4 EV + \beta_5 MB + \beta_6 ILL + \beta_7 LPA + \varepsilon_2$$

Modelo 3:

$$DIVYIELD = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 ROE + \beta_3 ROA + \beta_4 EV + \beta_5 MB + \beta_6 ILL + \varepsilon_3$$

Os parâmetros de cada modelo estimados considerando os dados destas variáveis. O método de estimação mais comumente usados na análise de regressão é chamado de Método

dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). O MQO busca minimizar a soma dos quadrados dos resíduos (diferença entre os valores observados e os valores estimados pela regressão) ao ajustar os coeficientes da equação linear. Um resíduo da i -ésima observação do modelo de regressão é definido como sendo uma estimativa do erro aleatório ε , e é denotado por r_i , em que:

$$r_i = y_i - \hat{y}_i,$$

Em que $\hat{y}_i$ indica o valor estimado da i -ésima observação da variável Y , considerando as estimativas dos parâmetros do modelo e os valores das i -ésimas observação das variáveis explicativas do modelo, denotadas por $x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{iq}$. Ou seja:

$$y_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 x_{i1} + \hat{\beta}_2 x_{i2} + \dots + \hat{\beta}_q x_{iq}$$

Logo, os estimadores de mínimos quadrados ordinários serão os valores $\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \dots, \hat{\beta}_q$ que minimizam a seguinte quantidade, chamada *Soma de Quadrados dos Resíduos*:

$$SQR = \sum_{i=1}^n r_i^2$$

Para esta etapa, novamente o *software* R foi utilizado para analisar esses dados. Os resultados são apresentados a seguir. O desempenho dos modelos foi avaliado pela medida de qualidade chamada de coeficiente de determinação, denotado por R^2 . Esta quantidade fornece evidência do grau de variabilidade da variável resposta Y que pode ser explicado com o uso de uma ou mais variáveis explicativas.

Inicialmente, antes do ajuste de cada modelo, houve um tratamento da variável resposta na base de dados para que outliers fossem removidos antes de cada ajuste. O critério foi baseado em análise exploratória simples, considerando que os outliers serão aqueles valores da variável resposta que estiverem abaixo da quantidade $l_{inf} = Q_1 - 1,5IQR$ ou acima da quantidade $l_{su} = Q_3 + 1,5IQR$, em que Q_1 é o primeiro quartil, Q_3 é o terceiro quartil e $IQR = Q_3 - Q_1$ é o chamado intervalo interquartil. Dessa forma, cada modelo foi ajustado mediante análise dos outliers baseados nesse critério.

Em relação ao modelo 1, foi verificada inicialmente a necessidade de tratamento de dados extremos (outliers). Para esta variável, as seguintes observações foram consideradas outliers para a variável PAYOUT: 45, 233, 242, 339, 412, 437, 477, 753, 801, 869, 880, 894. Decidiu-se, dado o grande número de observações da amostra, remover estas observações e realizar um ajuste do modelo nessas condições. Adicionalmente, em cima do banco de dados do qual essas observações foram retiradas, decidiu-se considerar apenas o banco de dados sem a presença de informações ausentes (missings). Além disso, verificou-se que o modelo sem a presença do intercepto fornecia uma melhor qualidade do modelo. Os resultados são apresentados na tabela a seguir. Os dados mostram evidência de que, a cada aumento da variável MB em 100.000 de unidades, há um aumento de 0,3292% na variável PAYOUT. Para este modelo, o coeficiente de determinação foi igual a 0,1999 (19,99%).

O teste de ANOVA (teste F), para analisar se o modelo em questão é adequado, obteve p-valor menor que 0,0001. Isto fornece evidência de que estatisticamente pelo menos um dos parâmetros do modelo, que são os efeitos das variáveis explicativas, é diferente de zero. Como só se tem a variável MB neste modelo, isso significa que há evidência ao nível de confiança de 95% (noventa e cinco por cento) de que o seu coeficiente é estatisticamente diferente de zero. Em outras palavras, indica que o modelo é adequado. O teste de Breusch-Pagan foi considerado para detectar evidência de heteroscedasticidade, e o p-valor deste teste foi igual a 0,6421, indicando ausência de heteroscedasticidade.

Tabela 18 – Resultados do Modelo de Regressão 1

Variável	Estimativa do parâmetro	p-valor
MB	0,0000032932	< 0,01

Fonte: Elaboração própria (2023).

Em relação ao modelo 2, foi verificada inicialmente a necessidade de tratamento de dados extremos (outliers). Para esta variável, as seguintes observações foram consideradas outliers para a variável DIVIDTOTAL: 928, 931, 933, 961, 963, 976, 978, 994, 995, 996, 1008, 1012, 1056, 1057, 1063, 1078, 1093, 1126, 1140, 1170, 1252, 1253, 1256, 1289, 1341, 1344, 1349, 1351, 1421, 1428, 1435, 1491, 1512, 1513, 1514, 1592, 1603, 1627, 1640, 1675, 1724, 1735, 1747, 1754, 1755, 1760, 1806, 1816, 1817, 1828, 1830, 1836 e 1845. Decidiu-se, dado o grande número de observações da amostra, remover estas observações e realizar um ajuste do modelo nessas condições. Adicionalmente, em cima do banco de dados do qual essas observações foram retiradas, decidiu-se considerar apenas o banco de dados sem a presença de informações ausentes (missings). Além disso, verificou-se que o modelo sem a presença do

intercepto fornecia uma melhor qualidade do modelo, e após a verificação da significância das variáveis, houve evidência de que o modelo 2 apresenta melhor precisão para explicar DIVIDTOTAL considerando apenas as variáveis ESG, ROA, EV e ILL. Os resultados são apresentados na tabela 19 a seguir. Os dados mostram a evidência descrita a seguir.

Tabela 19 – Resultados do Modelo de Regressão 2

Variável	Estimativa do parâmetro	p-valor
ESG	1,465	< 0,01
ROA	2.294,33	< 0,01
EV	0,00834	< 0,01
ILL	149,01	0,044

Fonte: Elaboração própria (2023).

Para este modelo inicial foi realizado o teste de Breusch-Pagan para verificar heteroscedasticidade. O p-valor do teste foi menor que 0,01, o que revela evidência, ao nível de 95%, de que o modelo possui heteroscedasticidade. De modo a corrigir esse problema, foi necessário considerar o ajuste de um modelo considerado o método de Mínimos Quadrados Ponderados, considerando como pesos a seguinte quantidade:

$$w_i = 1/rest_i^2$$

Em que o conjunto de valores $rest_i$, em que $i = 1, \dots, n$ indica a estimativa de um modelo de regressão ajustado considerando os resíduos do modelo inicial versus os valores ajustados deste mesmo modelo inicial. Isso tornou possível obter um modelo livre da presença de heteroscedasticidade (teste de Breusch-Pagan com p-valor igual a 1) e com estimativas de parâmetros mais precisas. Assim, tem-se o seguinte parâmetro: a) a cada aumento da variável ESG em uma unidade na escala de medida dessa variável, há evidência de aumento em 1,465 em DIVIDTOTAL; b) a cada aumento em 1% na variável ROA, há um aumento de 2.294,33 na variável DIVIDTOTAL; c) a cada aumento de 1000 unidades para a variável EV há aumento de 8,34 na variável DIVIDTOTAL; d) A cada aumento em 1% para a variável ILL há aumento de 149,01 na variável DIVIDTOTAL.

Para este modelo, o coeficiente de determinação foi igual a 0,6356 (63,56%).

O teste de ANOVA (teste F) para analisar se modelo em questão é adequado, obteve p-valor menor que 0,0001. Isto fornece evidência de que estatisticamente pelo menos um dos parâmetros do modelo é diferente de zero. Em outras palavras, indica que o modelo é adequado.

Em relação ao modelo 3, foi verificada inicialmente a necessidade de tratamento de dados extremos (outliers). Para esta variável, as seguintes observações foram consideradas outliers para a variável DIVYIELD: 2081, 2100, 2111, 2118, 2163, 2204, 2467 e 2857. Decidiu-se, dado o grande número de observações da amostra, remover estas observações e realizar um ajuste do modelo nessas condições. Adicionalmente, em cima do banco de dados do qual essas observações foram retiradas, decidiu-se considerar apenas o banco de dados sem a presença de informações ausentes (missings). Além disso, verificou-se que o modelo sem a presença do intercepto fornecia uma melhor qualidade do modelo, e após a verificação da significância das variáveis, houve evidência de que o modelo 3 apresenta melhor precisão para explicar DIVYIELD considerando apenas as variáveis ESG, ROA, MB e ILL. Os resultados são apresentados na tabela 20 a seguir. Os dados mostram a evidência descrita a seguir.

Tabela 20 – Resultados do Modelo de Regressão 3

Variável	Estimativa do parâmetro	p-valor
ESG	0,00047	< 0,01
ROA	0,12682	< 0,01
MB	- 0.00000016	0,044
ILL	0,01094	0,009

Fonte: Elaboração própria (2023).

Para este modelo foi realizado o teste de Breusch-Pagan para verificar heteroscedasticidade. O p-valor do teste foi igual a 0,3314, o que revela evidência, ao nível de 95%, de que o modelo não possui heteroscedasticidade. Assim, tem-se o seguinte parâmetro: a) a cada aumento da variável ESG em uma unidade na escala de medida dessa variável, há evidência de aumento em 0,4 em DIVYIELD; b) a cada aumento em 10% na variável ROA, há um aumento de 1,27 na variável DIVYIELD; c) a cada aumento de 1000 unidades para a variável EV há aumento de 4,88 na variável DIVYIELD; d) a cada aumento em 100.000 unidades para a variável MB há diminuição de 0,016 na variável DIVYIELD; e e) a cada aumento de 100% para a variável ILL há aumento de 1,09 na variável DIVYIELD.

Para este modelo, o coeficiente de determinação foi igual a 0,6786 (67,86%).

O teste de ANOVA (teste F) para analisar se modelo em questão é adequado, obteve p-valor menor que 0,0001. Isto fornece evidência de que estatisticamente pelo menos um dos parâmetros do modelo é diferente de zero. Em outras palavras, indica que o modelo é adequado.

4.6 CONCLUSÕES GERAIS E OBJETIVAS SOBRES OS DADOS

Em linhas gerais, a análise da base de dados permitiu evidenciar as respostas dos objetivos específicos comentadas nos parágrafos seguintes.

A comparação da relação entre os *scores* sem divisão entre maiores e menores *scores* em ESG apresentados pelas empresas brasileiras e a taxa de pagamento de dividendos, através da tabela 21, de modo que se pode observar o percentual ano a ano das empresas que pagaram e não pagaram dividendos. Sem se realizar divisões entre maiores e menores *scores* em ESG, pode-se destacar o ano de 2020, quando se teve uma alta taxa de pagamento de dividendos, e não necessariamente o maior *score* ESG registrado comparado ano a ano. E, por sua vez, em 2015, quando se teve um *score* ESG de 51,21 e a menor taxa de pagamento de dividendos de, 69,9% no ano, como demonstrado na tabela 21.

Tabela 21 – Mostra o percentual ano a ano do *score* ESG e das empresas que pagaram e não pagaram dividendos.

STATUS	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
ESG	50,87	49,77	49,11	50,53	52,02	50,47	50,15	51,21	50,85	52,31	50,45
PAGARAM DIVIDENDO S	80,1 %	81,6 %	82,4 %	79,4 %	77,2 %	72,8 %	71,3 %	69,9 %	72,8 %	70,6 %	70,6 %
NÃO PAGARAM DIVIDENDO S	19,9 %	18,4 %	17,6 %	20,6 %	22,8 %	27,2 %	28,7 %	30,1 %	27,2 %	29,4 %	29,4 %

Fonte: Elaboração própria (2023).

A apresentação da evolução da série histórica das variáveis da base de dados, no período de 2012 a 2022, o que permitiu demonstrar as variações relativas de cada. Foi possível observar que, dentre as três variáveis mais importantes analisadas, a variável DIVIDTOTAL foi a que apresentou maior variação relativa, de 324,42%.

A realização da análise de correlação para identificar variáveis candidatas a ter efeito na explicação estatística de cada uma das três variáveis importantes (PAYOUT, DIVIDTOTAL e DIVYIELD).

Após a análise de correlação, foram ajustados 3 modelos para cada uma das variáveis principais da base de dados. Os resultados mostram que a variável ESG se mostrou significativa para DIVIDTOTAL (modelo 2) e DIVYIELD (modelo 3). Além disso, os dois modelos em que a variável ESG foi importante apresentaram bom desempenho, como mostram os valores dos coeficientes de determinação.

Para a variável PAYOUT (modelo 1), a variável ESG não apresentou correlação significativa, e por esta razão não foi incluída. Dessa forma, os resultados dos ajustes dos modelos forneceram evidência de que a variável ESG pode ser considerada como uma das variáveis preditoras para explicar a variação nos valores dos dividendos. Foi possível realizar o ranqueamento das empresas conforme o número de pagamentos efetivados, além de poder fazer esse mesmo ranqueamento segundo grupos da ESG.

4.6.1 Respostas das questões objetivas II e III.

- II. Mensurar, em forma de ranking (das maiores às menores notas em ESG), a relação entre os scores em ESG apresentado pelas empresas brasileiras e a propensão (probabilidade) de pagar dividendos; e
- III. Analisar se os diferentes scores em ESG apresentados pelas empresas brasileiras impactam a política de dividendos.

Em resposta às questões objetivas II e III, foi possível também, a partir dos grupos definidos pela ESG, estimar a chance de pagamento dos dividendos, considerando as frequências simples dos registros da base de dados. A seguir, eis o detalhamento dos dados de cada variável.

Tabela 22 – Cruzamento entre pagamento (PAYOUT) e ESG por grupo

Categorias	ESG			TOTAL
	Não informado	ESG < 50	ESG >=50	
NÃO PAGOU	209	109	82	400
PAGOU	327	328	441	1096
TOTAL	536	437	523	1496

Fonte: Elaboração própria (2023).

Considerando-se a variável PAYOUT, pode-se ter evidência das estimativas de chance de pagamento apresentadas a seguir, baseadas nas frequências apresentadas na tabela 22.

Sem levar em conta a variável ESG, a estimativa da chance de pagamento é de $1096/1496=73,2\%$. Considerando-se o grupo da $ESG < 50$, a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $328/437 = 75,05\%$. Considerando-se o grupo da $ESG \geq 50$, a estimativa de

chance de ocorrência de pagamento é de $441/523 = 84,32\%$. Considerando-se o ESG não informado, a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $327/536 = 61,0\%$.

Pode-se observar que o impacto na quantidade e na probabilidade dos grupos que pagaram e não pagaram dividendos por meio dos grupos são maiores que 50 (cinquenta) e iguais ou menos que 50 (cinquenta) pontos em ESG.

Tabela 23 – Cruzamento entre pagamento (DIVIDTOTAL) e ESG por grupo

Categorias	ESG			TOTAL
	Não informado	ESG < 50	ESG >=50	
NÃO PAGOU	234	79	56	369
PAGOU	302	358	467	1127
TOTAL	536	437	523	1496

Fonte: Elaboração própria (2023).

Considerando-se a variável DIVIDTOTAL, pode-se ter evidência das estimativas de chance de pagamento apresentadas a seguir, baseadas nas frequências apresentadas na tabela 23. Sobre a propensão de pagar dividendos, sem levar em conta a variável ESG, a estimativa da chance de pagamento é de $1127/1496=75,3\%$. Considerando-se o grupo da ESG < 50, a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $358/437 = 81,9\%$. Considerando-se o grupo da ESG >= 50, a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $441/523 = 89,29\%$. Considerando-se o ESG não informado, a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $302/536 = 56,3\%$. Pode-se observar que há uma probabilidade maior de as empresas com pontos acima de 50 (cinquenta) pagarem maiores dividendos quando cruzados os dados ESG e DIVIDTOTAL.

Tabela 24 – Cruzamento entre pagamento (DIVYIELD) e ESG por grupo

Categorias	ESG			TOTAL
	Não informado	ESG < 50	ESG >=50	
NÃO PAGOU	273	33	26	332
PAGOU	263	404	497	1164
TOTAL	536	437	523	1496

Fonte: Elaboração própria (2023).

Considerando-se a variável DIVYIELD, pode-se ter evidência das estimativas de chance de pagamento apresentadas a seguir, baseadas nas frequências apresentadas na tabela 24.

Pode-se observar, após agrupamento e cruzamento de dados ESG/DIVIDYIELD e ESG/DIVIDTOTAL, que há uma probabilidade maior das empresas com pontuação em ESG maior que 50 (cinquenta) pontos de pagarem mais dividendos.

Sem levar em conta a variável ESG, a estimativa da chance de pagamento é de $1127/1496=77,8\%$. Considerando-se o grupo da $ESG < 50$, a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $404/437 = 92,4\%$. Considerando-se o grupo da $ESG \geq 50$, a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $497/523 = 95,02\%$. Considerando-se o ESG não informado, a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $263/536 = 49,1\%$.

As tabelas 22, 23 e 24 evidenciaram as respostas objetivas no tocante à comparação entre a relação dos *scores* de ESG apresentados pelas empresas brasileiras e a taxa de pagamento de dividendos pelas *proxys*, PAYOUT, DIVIDTOTAL, DIVIDYIELD.

As variáveis dependentes utilizadas, DIVIDTOTAL E DIVIDYIELD demonstraram excelente correlação e foram significativamente positivas para a variável independente ESG. Contudo, variável PAYOUT, embora tenha mostrado correlação positiva, não apresentou significância para as variáveis independentes com exceção da variável MB por isso teve seu modelo ajustado fortemente.

Pode-se evidenciar que houve uma quantidade maior de empresas que pagaram dividendos no grupo com notas maiores que 50 (cinquenta) pontos e, por sua vez, este grupo apresentou uma probabilidade de pagamentos de dividendos de 89,29% (oitenta e nove vírgula vinte e nove por cento) na variável DIVIDTOTAL e 95,2% (noventa e cinco vírgula dois por cento) na variável DIVIDYIELD no tocante à propensão ou probabilidade de pagamento de dividendos.

Essas mesmas variáveis como política de dividendos são impactadas de maneira significativa pelos grupos de empresas com notas maiores que 50 em ESG. A variável DIVIDYIELD obteve o p-valor igual a 0,3314, o que revela evidência, ao nível de 95%, pois para cada aumento da variável ESG em uma unidade na escala de medida dessa variável, há evidência de aumento em 0,4 em DIVYIELD. Já variável DIVIDTOTAL obteve o p-valor menor que 0,01, o que revela evidência, ao nível de 95% e para cada aumento da variável ESG em uma unidade na escala de medida dessa variável, há evidência de aumento em 1,465 em DIVIDTOTAL.

Portanto, as empresas com maior pontuação no *score* ESG tendem a ter uma participação nos lucros mais estável no mercado de ações, pois atendem melhor aos interesses das partes interessadas (BENLEMLIH, 2019; MATOS; BARROS; SARMENTO, 2020). Nesse sentido, as iniciativas de RSC contribuem para fortalecer os relacionamentos com os

stakeholders e para manter um nível constante de pagamento de dividendos (SHEN et al., 2021).

Duas variáveis do modelo relacionadas ao pagamento de dividendos, DIVIDTOTAL e DIVIDYIELD, apresentaram significância estatística para o *score* ESG e se relacionam positivamente neste modelo analisado. Estes achados corroboram com os resultados de Benlemlih (2019) e Salah e Amar (2022).

Entre as variáveis de controle, observa-se que o tamanho da empresa está positivamente relacionado com os dividendos por ação (Trihermanto; Nainggolan, 2020), o que influencia a estabilidade do pagamento dos dividendos. Além disso, a taxa de distribuição dos dividendos é mais constante para as empresas mais rentáveis.

Por outro lado, a alavancagem financeira desempenha uma relação negativa, o que implica que empresas com maior nível de endividamento apresentam uma menor capacidade de sustentar uma estabilidade no pagamento de dividendos. De acordo com as conclusões de Matos, Barros e Sarmento (2020), as prioridades da estrutura de capital das empresas podem influenciar a volatilidade dos lucros após a cobertura de todas as despesas financeiras. Os resultados obtidos para a variável alavancagem corroboram com as descobertas realizadas por Trihermanto e Nainggolan (2020).

Os achados nesta pesquisa corroboram o estudo de Cheung, Hub e Schwiebert (2018), Benlemlih (2019) e Trihermanto e Nainggolan (2020). Além disso, em seu trabalho, Benlemlih (2019) examinou a relação entre a responsabilidade social corporativa e a política de dividendos. Usando uma amostra de 22.839 (vinte e duas mil, oitocentas e trinta e nove) observações de empresas americanas que cobriram o período de 1991 a 2012, o estudo concluiu que empresas com alta responsabilidade social corporativa pagam mais dividendos do que empresas com baixa responsabilidade social corporativa.

Os resultados encontrados sugerem que as empresas possam adotar uma estratégia em ESG para gerar um impacto fortemente positivo, promovendo uma política de dividendos mais estável como uma forma de comunicar aos seus *stakeholders* a sua transparência e habilidade na gestão eficiente dos recursos (Benlemlih, 2019).

Os achados da pesquisa realizada também corroboram com os achados de Matos, Barros e Sarmento (2020), visto que os autores também constataram um efeito positivo do desempenho social na faixa de rendimento dos dividendos das empresas no Continente europeu. Além disso, Matos, Barros e Sarmento (2020) sugerem que empresas com pontuações ESG mais altas se alinham melhor com os interesses das partes interessadas como resultado da participação nos

lucros proporcionalmente estável. Com isso, as práticas ESG tendem a influenciar o pagamento constante dos dividendos.

Os resultados encontrados para a influência sobre os efeitos do desempenho ESG no pagamento de dividendos revelam que as atividades ESG realizadas pelas empresas, possibilitam uma melhor performance e um aumento nos ganhos por meio de uma melhor relação com os *Stakeholders* (Cheung; Hub; Schwiebert, 2018), o que corrobora com a Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1986).

Portanto, quanto maior os lucros representados, maiores as chances de as empresas realizarem o pagamento de dividendos (Cheung; Hub; Schwiebert, 2018), como também, as práticas e *score* ESG são uma forma das empresas sinalizarem a sua preocupação com os *stakeholders* (Benlemlih, 2019; Salah; Amar, 2022). Conforme discutido por Benlemlih (2019), observa-se que as empresas de maior porte, devido à sua maturidade, menor exposição a riscos e acesso a um grande fluxo de caixa livre e substancial, possuem uma maior capacidade e flexibilidade para distribuir dividendos mais generosos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES

Nesta seção, apresentam-se as conclusões obtidas a partir da realização do estudo, as principais implicações dos resultados e as recomendações para estudos futuros.

Neste estudo, abordou-se a Responsabilidade Social Corporativa e sua relação com a política de dividendos de empresas brasileiras. A metodologia utilizada caracteriza-se como uma pesquisa documental, descritiva e com abordagem quantitativa dos dados. A amostra totalizou 136 empresas de um universo de 580 empresas listadas na B3. Levantou-se a seguinte questão: Como a RSC apresentada pelas empresas brasileiras influenciam a sua política de dividendos?

Com base nessa problemática, teve-se como objetivo geral mensurar como a RSC apresentada pelas empresas brasileiras influencia a sua política de dividendos, do qual se desdobraram os seguintes objetivos específicos: I. Comparou-se a relação entre os *scores* de RSC apresentados pelas empresas brasileiras e a taxa de pagamento de dividendos; II.

Mensurou-se em forma de ranking a relação entre os *scores* de RSC apresentado pelas empresas brasileiras e a propensão (probabilidade) de pagar dividendos; e III. Analisou se os diferentes *scores* de RSC apresentados pelas empresas brasileiras impactaram a política de dividendos.

Usando um conjunto de dados de 136 empresas listadas na B3 de 2012 a 2022, descobrimos que há relação significativa (positiva) entre ESG como proxy para RSC e a propensão a pagar dividendos. O estudo mostrou que as empresas com pontuações mais altas de ESG tendem a ter um pagamento de dividendos mais alto e recorrente.

Estes resultados sugerem que um comportamento mais responsável das empresas brasileiras, demonstrados pelo *score* ESG como nota para a responsabilidade social corporativa, impacta positivamente nas suas políticas de distribuição de dividendos e podem ajudá-las a gerenciar de forma mais eficiente os seus recursos e permitir uma melhor relação com as partes interessadas, sinalizado por meio de um maior pagamento e estabilidade dos dividendos.

Potencializando o compromisso com as ações em RSC, as empresas tendem a garantir recursos valiosos no longo prazo e manter boas relações com os *stakeholders* e melhorar os retornos dos investimentos na forma de distribuição de dividendos (CHEUNG; Hub; Schwiebert, 2018), o que está de acordo com a Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984).

Conclui-se com base nos resultados evidenciados nesta pesquisa, que quanto maior o *score* ESG das empresas brasileiras, maior a propensão de pagamentos de dividendos.

5.1 IMPLICAÇÕES DOS RESULTADOS

Neste estudo, analisou-se o *score* ESG de 136 empresas e sua influência nas políticas de dividendos no Brasil, trazendo implicações relevantes para investidores, analistas e acadêmicos. Os resultados indicam que o envolvimento das empresas em atividades de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) melhora as políticas de dividendos.

Esses achados sugerem que empresas que adotam melhores práticas em RSC, evidenciadas pelo proxy ESG e seu score correspondente, demonstrando maior engajamento de forma global em atividades ambientais, sociais e de governança, promovem melhorias nas relações com os *stakeholders* por meio de políticas de dividendos mais favoráveis.

Dessa forma, os resultados deste estudo têm implicações significativas para o contexto do mercado brasileiro, uma vez que empresas que adotam práticas relacionadas a questões ambientais, sociais e de governança (ESG) tendem a distribuir dividendos mais elevados. Isso implica que o investimento RSC não necessariamente reduz os fluxos de caixa pagos aos investidores (Rakotomavo, 2012).

A constatação de que o envolvimento das empresas com questões ESG resulta em melhores políticas de distribuição de dividendos incentiva as empresas a se engajarem ainda mais em estratégias ESG e a remunerarem os acionistas com dividendos cada vez mais generosos. Essa descoberta pode estimular os investidores a direcionarem seus recursos para empresas socialmente responsáveis, conforme evidenciado pelos indicadores de pontuação ESG (Salah; Amar, 2022).

Essa pesquisa contribui, portanto, para o aprimoramento do entendimento do impacto financeiro do *score* ESG na política de dividendos das empresas brasileiras. Além de preencher uma lacuna teórica importante na literatura sobre RSC, criação de valor e política de dividendos (Cheung; Hub; Schwiebert, 2018), o estudo também analisa não apenas a frequência dos dividendos pagos, mas também a propensão para o pagamento de dividendos.

No geral, essa pesquisa aprimora a compreensão dos fatores determinantes das políticas de dividendos das empresas (Salah; Amar, 2022). Por fim, ressalta-se que os resultados encontrados podem auxiliar administradores, gestores e reguladores financeiros no Brasil a dar mais evidências as informações ESG nos relatórios divulgados pelas empresas, fornecendo informações mais precisas aos acionistas, conforme apontado por Ellili (2022).

5.2 RECOMENDAÇÕES

Recomenda-se que futuras pesquisas abordem temas relacionados às temáticas analisadas neste estudo. É sugerido o uso de outras variáveis, tais como margem de lucro, estágio do ciclo de vida da empresa e faturamento em vendas, a fim de aprofundar a compreensão do nível de pagamento de dividendos. Adicionalmente, é recomendado desmembrar a variável ESG em suas subdimensões e investigar seu impacto nas variáveis que refletem o tamanho e o volume de pagamento de dividendos.

Uma recomendação adicional é a realização de análises comparativas entre países, ou grupos de países emergentes, a fim de comparar os efeitos do *score* ESG nas políticas de dividendos dessas nações. Essa abordagem permitiria explorar as diferenças significativas e pontuais existentes em relação a países com mercados financeiros mais desenvolvidos e consolidados. Além disso, sugere-se a utilização de outros testes e técnicas estatísticas para investigar se empresas com pontuações mais baixas, médias e altas em ESG apresentam comportamentos distintos em relação às políticas de dividendos adotadas pelas empresas analisadas.

Essas recomendações visam fornecer um entendimento mais abrangente e aprofundado da relação entre os temas investigados, ampliando a base de conhecimento existente e permitindo uma análise mais robusta das implicações das políticas de dividendos em empresas de diferentes contextos e com diferentes níveis de pontuação em ESG.

REFERÊNCIAS

- AGUINIS, Herman; GLAVAS, Ante. Embedded Versus Peripheral Corporate Social Responsibility: Psychological Foundations. **Industrial and Organizational Psychology**, [S.l.], v. 6, n. 4, p. 314-332, 2013. doi:10.1111/iops.12059
- ALAFI, Khaled; HASONEH, Abdel Baset. Corporate social responsibility associated with customer satisfaction and financial performance a case study with Housing Banks in Jordan. **International Journal of Humanities and Social Science**, [S.l.], v. 2, n. 15, p. 102-115, 2012.
- ALSHAMMARI, Marwan. Corporate social responsibility and firm performance: The moderating role of reputation and institutional investors. **International Journal of Business and Management**, [S.l.], v. 10, n. 6, p. 15, 2015.
- ARANTES, Elaine. Investimento em responsabilidade social e sua relação com o desempenho econômico das empresas. **Conhecimento Interativo**, [S.l.], v. 2, n. 1, p. 03-09, 2006.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- AUPPERLE, K.; CAROLL, A. B.; HATFIELD, J. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. **Academy of Management Journal**, [S.l.], v. 28, p. 446-463, 1985.
- BACHMANN, Ramon Kael Benassi; DE AZEVEDO, Sayuri Unoki; CLEMENTE, Ademir. Regularidade no pagamento de dividendos e governança Corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, [S.l.], v. 2, n. 2, p. 68-79, 2012.
- BAKER, H. K.; KAPOOR, S. Política de dividendos na Índia: Novas Evidências de Pesquisa. **Finanças Gerenciais**, [S.l.], v. 41, n. 2, p. 182-204, 2015.
- BECCHETTI, Leonardo; CICIRETTI, Rocco; HASAN, Iftekhar, Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value: An Event Study Analysis. **FRB of Atlanta Working Paper**, [S.l.], No. 2007-6, **Bank of Finland Research Discussion Paper**, [S.l.], No. 1, Jan. 2009, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=928557> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.928557>
- BENLEMLIH, Mohammed. Corporate social responsibility and dividend policy. **Research in International Business and Finance**, v. 47, p. 114-138, 2019.
- BHATTACHARYA, Sudipto. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. **The Bell Journal of Economics**, [S.l.], p. 259-270, 1979.
- BLASI, Silvia; CAPORIN, Massimiliano; FONTINI, Fulvio. A multidimensional analysis of the relationship between corporate social responsibility and firms' economic performance. **Ecological Economics**, [S.l.], v. 147, p. 218-229, 2018.

BUCKINGHAM, Graham; GREGORY, Alan; WHITTAKER, Julie M. Do markets value corporate social responsibility in the United Kingdom? **Available at SSRN 1978921**, 2011.

BULAN, L.; YAN, Z. Maturidade da firma e a teoria pecking order. **Working Paper**, Brandeis University, 2010.

CARROLL, A. B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. **Academy of Management Review**, [S.l.], v. 4, n. 4, p. 497-505, 1979.

CARROLL, A. B. Corporate social responsibility evolution of a definitional construct. **Business & Society**, [S.l.], v. 38, n. 3, p. 268-295, 1999.

CHAY, J., AND J. SUH. Payout policy and cash-flow uncertainty. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], 93, 88-107, 2009.

CHEN, Honghui; WANG, Xiayang. Corporate social responsibility and corporate financial performance in China: an empirical research from Chinese firms. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, [S.l.], 2011.

CHEN, Roger CY; LEE, Chen-Hsun. The influence of CSR on firm value: an application of panel smooth transition regression on Taiwan. **Applied Economics**, [S.l.], v. 49, n. 34, p. 3422-3434, 2017.

CHEUNG, A.; HU, M.; SCHWIEBERT, J. Corporate social responsibility and dividend policy. **Accounting & Finance**, [S.l.], v. 58, n. 3, p. 787-816, 2018.

CHRIST, L. F. **Eventos ESG negativos: a influência no portfólio do investidor**. 2021. 88 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, 2021.

CIOFFI, P. L. de M.; FAMÁ, R. O modelo de Ohlson e a sinalização de dividendos no mercado de capitais brasileiro. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO (SEMEAD), 13., 2010, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: SEMEAD, 2010.

CORNELL, Bradford; SHAPIRO, Alan C. Corporate stakeholders and corporate finance. **Financial Management**, [S.l.], p. 5-14, 1987.

DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda; SKINNER, Douglas J. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 72, n. 3, p. 425-456, 2004.

DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda; STULZ, René M. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 81, n. 2, p. 227-254, 2006.

DEY, M., SIRCAR, S. “Integrating Corporate Social Responsibility Initiatives with Business Strategies: A Study of Some Indian Companies”. **The IUP Journal of Corporate Governance XI**, [S.l.], v. 1, p. 36-51, 2012.

DICKENS, R. N.; CASEY, K. M.; NEWMAN, J. A. Bank Dividend Policy: Explanatory Factors. **Quarterly Journal of Business and Economics**, [S.l.], v. 41, n. 1, p. 3-12, 2002.

DOH, J. P. et al. Does the market respond to an endorsement of social responsibility? The role of institutions, information, and legitimacy. **Journal of Management**, [S.l.], v. 36, n. 6, p. 1461-1485, 2010.

DURAND, David. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. **The American Economic Review**, [S.l.], v. 49, n. 4, p. 639-655, 1959.

FAUZI, H. "Corporate Social and Environmental Performance: A Comparative Study of Indonesian Companies and MNCs Operating in Indonesia". **Journal of Global Knowledge**, [S.l.], v. 1, n. 1, p. 81-105, 2008.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; ALVES, Denis Lima e. Determinant factors of dividend payments in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S.l.], v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

FREEDMAN, M.; JAGGI, B. An analysis of the impact of corporate pollution disclosures included in Annual Financials Statements on investors' decisions. **Advances in Public Interest Accounting**, [S.l.], 1982.

FREGUETE, Lilian Marques; NOSSA, Valcemiro; FUNCHAL, Bruno. Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras na crise de 2008. **Revista de Administração Contemporânea**, [S.l.], v. 19, p. 232-248, 2015.

FRIEDMAN, M. The social responsibility of business is to increase its profits. **New York**, p. 122-124, 1970.

FRIEDMAN, M. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. In: ZIMMERLI, W.C., HOLZINGER, M., RICHTER, K. (eds). **Corporate Ethics and Corporate Governance**, Springer, Berlin, Heidelberg, 2007. https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14

GALANT, Adriana; CADEZ, Simon. Corporate social responsibility and financial performance relationship: A review of measurement approaches. **Economic research-Ekonomska istraživanja**, [S.l.], v. 30, n. 1, p. 676-693, 2017.

GALVÃO, K. S. da; DOS SANTOS, J. F.; DE ARAÚJO, J. M. Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [S.l.], v. 15, n. 36, p. 3-30, 2018.

GILLAN, S. L.; KOCH, A.; STARKS, L. T. Firms and social responsibility: a review of ESG and CSR research in corporate finance. **Journal of Corporate Finance**, [S.l.], v. 66, p. 1-16, 2021.

GODFREY, Paul C.; MERRILL, Craig B.; HANSEN, Jared M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk

management hypothesis. **Strategic Management Journal**, [S.l.], v. 30, n. 4, p. 425-445, 2009.

GOODPASTER, K.; MATTHEWS, J. ‘Can A Corporation Have A Conscience?’. Harvard: Harvard Business Review on Corporate Social Responsibility, Harvard Business School Press, 2003. p. 131-155.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**, [S.l.], v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963.

GOSS, Allen; ROBERTS, Gordon S. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. **Journal of Banking & Finance**, [S.l.], v. 35, n. 7, p. 1794-1810, 2011.

GREENFIELD, W. M. In the name of corporate social responsibility. **Business Horizons**, [S.l.], v. 47, n. 1, p. 19-28, 2004.

HANCOCK, J. Introduction: Why This Subject? Why This Book? In: J. Hancock (eds.). **Investing in Corporate Social Responsibility: A Guide to Best Practice, Business Planning and the UK’s Leading Companies**. London: Kogan Page, 2005. p. 1-4.

HART, S. L.; MILSTEIN, M. B. Criando valor sustentável. **GV-Executivo**, [S.l.], v. 3, n. 2, p. 65-79, 2004.

HASAN, M. M.; HABIB, A. Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, [S.l.], v. 13, n. 1, p. 20-36, 2017.

HESS, P. J. **The dividend debate**: 20 years of discussion. The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice. 1999.

HOU, M. et al. A prática de RSC compensa nas empresas do Leste Asiático? Uma investigação meta-analítica. **Asia Pacific Journal of Management**, [S.l.], v. 33, p. 195-228, 2016.

INSTITUTE OF MANAGEMENT ACCOUNTANTS – IMA. **Measuring and managing shareholder value creation**. In: Business performance management. 1997.

JAMALI, Dima; MIRSHAK, Ramez. Corporate Social Responsibility (CSR): Theory and Practice in a Developing Country Context. **J Bus Ethics**, [S.l.], v. 72, p. 243-262, 2007. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9168-4>

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, [S.l.], v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JESSICA FOOTE, NOLAN GAFFNEY & JAMES R. EVANS. Corporate social responsibility: Implications for performance excellence, **Total Quality Management & Business Excellence**, [S.l.], v. 21, n. 8, 799-812, 2010. DOI: 10.1080/14783363.2010.487660

KARNANI, A. RSC obrigatória na Índia: uma má proposta. **Inovação Social de Stanford Resenha**, [S.l.], v. 16, p. 20-23, 2013.

KHAN, M.; SERAFEIM, G.; YOON, A. Corporate sustainability: first evidence on materiality. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 91, n. 6, p. 1697-1724, 2016.

KHANNA, T., & PALEPU, K. Why focused strategies may be wrong for emerging markets. **Harvard Business Review**, [S.l.], v. 75, n. 4, 41-51, 1997.

KEMPF, A.; OSTHOFF, P. The effect of socially responsible investing on portfolio performance. **European Financial Management**, [S.l.], v. 13, n. 5, p. 908-922, 2007.

KOENKER, Roger; BASSETT JR, Gilbert. Regression quantiles. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, [S.l.], p. 33-50, 1978.

LIN, Chin-Huang; YANG, Ho-Li; LIOU, Dian-Yan. The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from business in Taiwan. **Technology in Society**, [S.l.], v. 31, n. 1, p. 56-63, 2009.

LIN, Tsui-Jung; CHEN, Yi-Pei; TSAI, Han-Fang. The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. **Finance Research Letters**, [S.l.], v. 20, p. 1-12, 2017.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, [S.l.], v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.

LINTNER, John. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The review of Economics and Statistics**, [S.l.], p. 243-269, 1962.

LYS, Thomas; NAUGHTON, James P.; WANG, Clare. Signaling through corporate accountability reporting. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 60, n. 1, p. 56-72, 2015.

LOPEZ, M.; GARCIA, Arminda; RODRIGUEZ, Lazaro. Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 75, n. 3, p. 285-300, 2007.

LU, W. (LUCY); TAYLOR, M. E. Quais fatores moderam a relação entre o desempenho de sustentabilidade e o desempenho financeiro? Um estudo de metanálise. **Journal of International Accounting Research**, v. 15, n. 1, p. 1-15, 1 mar. 2015.

MADORRAN, Cr.; GARCIA, T. Corporate social responsibility and financial performance: the panish case. **Revista de Administração de Empresas**, [S.l.], v. 56, n. 1, p. 20-28, 2016.

MANESCU, C. Stock returns in relation to environmental, social and governance performance: mispricing or compensation for risk? **Sustainable Development**, [S.l.], John Wiley & Sons, Ltd., v. 19, n. 2, 95-118. 2011.

MANESCU, C.; CATALIN, S. The relevance of corporate social responsibility scores in explaining firm profitability: a case study of the publishers of the Dow Jones Sustainability Indexes. **Université de Neuchatel, Centre for Finance**, 2007.

- MARTINEZ-CONESA, Isabel; SOTO-ACOSTA, Pedro; PALACIOS-MANZANO, Mercedes. Corporate social responsibility and its effect on innovation and firm performance: An empirical research in SMEs. **Journal of Cleaner Production**, [S.l.], v. 142, p. 2374-2383, 2017.
- MATOS, P. V.; BARROS, V.; SARMENTO, J. M. Does ESG affect the stability of dividend policies in Europe? **Sustainability**, [S.l.], v. 12, n. 21, p. 1-15, 2020.
- MCWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? **Strategic Management Journal**, [S.l.], v. 21, n. 5, p. 603-609, 2000.
- MCWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. **Academy of Management Review**, [S.l.], v. 26, n. 1, p. 117-127, 2001.
- MCWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? **Strategic Management Journal**, [S.l.], v. 21, n. 5, p. 603-609, 2001.
- MEDEIROS, L. S. de; PASSOS, P. S. dos. **Efeitos do desempenho ambiental, social e de governança (ESG) nas políticas de dividendos de empresas brasileiras**. 2022. TCC (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria-RS, 2022. Disponível em: <https://repositorio.ufsm.br/handle/1/27067>. Acesso em: 17 jul. 2023.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, [S.l.], v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- MUTEZO, Ashley. Socially responsible investment and financial performance: evidence from the Johannesburg securities exchange. **Banks & Bank Systems**, [S.l.], n. 9, Iss. 3, p. 120-128, 2014.
- NOVIS NETO, Jorge Augusto; SAITO, Richard. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 38, n. 2, 2003.
- OLIVEIRA, Denison Murilo de et al. Relação entre responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras do setor energético. **Revista Uniabeu**, [S.l.], v. 8, n. 18, p. 17-32, 2015.
- ORLITZKY, Marc; SCHMIDT, Frank L.; RYNES, Sara L. Corporate social and financial performance: A meta-analysis. **Organization Studies**, [S.l.], v. 24, n. 3, p. 403-441, 2003.
- PARKET, I. Robert; EILBIRT, Henry. The practice of business social responsibility: the underlying factors. [S.l.], 18(4), p. 0-10, 1975. doi:10.1016/0007-6813(75)90019-1
- PAVA, L.; KRAUSZ, J. The association between corporate social responsibility and financial performance. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 15, p. 321-357, 1996.

PERIA, Mariana Lourenção; SANTOS, David Ferreira Lopes; MONTORO, Stela Basso. A responsabilidade social corporativa e o desempenho financeiro e econômico de empresas estabelecidas no Brasil. **Desafio Online**, [S.l.], v. 8, n. 1, 2020.

PETTIT, P. 'Responsibility Incorporated', Paper presented at the Kadish Center for Morality, Law and Public Affairs. WORKSHOP IN LAW, PHILOSOPHY AND POLITICAL THEORY, March 23, 2005.

PRESTON, L.; O'Bannon, D. The corporate social-financial performance relationship. **Business and Society**, [S.l.], v. 36, n. 1, p. 5-31, 1997.

PRUDÊNCIO, Priscila et al. Effect of diversity in the board of directors and top management team on corporate social responsibility. **BBR - Brazilian Business Review**, [S.l.], v. 18, p. 118-139, 2021.

RAJPUT, Namita; BATRA, Goetanjali; PATHAK, Ruchita. Linking CSR and financial performance: an empirical validation. **Problems and Perspectives in Management**, [S.l.], n. 10, Iss. 2, p. 42-49, 2012.

RAKOTOMAVO, Michel TJ. Corporate investment in social responsibility versus dividends? **Social Responsibility Journal**, [S.l.], 2012.

REZENDE, Idália Antunes Cangussú; NUNES, Julyana Goldner; PORTELA, Simone Salles. Um estudo sobre o desempenho financeiro do Índice BOVESPA de Sustentabilidade Empresarial. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, [S.l.], v. 2, n. 1, p. 71-93, 2008.

RUF, B. M.; MURALIDHAR, K.; BROWN, R. M.; JANNEY, J. J.; PAUL, K. An Empirical Investigation of the Relationship Between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 32, 143, 2001.

SALAH, B. O.; AMAR, B. A. A responsabilidade social das empresas afeta a política dos dividendos?? Empirical evidence in the French context. **Journal of Global Responsibility**, Ahead-of-print, 2022.

SAMET, M.; JARBOUI, A. Corporate social responsibility and payout decisions. **Managerial Finance**, [S.l.], v. 43, n. 2, p. 982-998, 2017.

SANTANA, L. **Relação entre dividend yield e retorno das ações abordando aspectos determinantes da política de dividendos**: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na Bovespa. 2005. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – Fucape, Vitória, 2005.

SETH, R.; MAHENTHIRAN, S. Impact of dividend payouts and corporate social responsibility on firm value—Evidence from India. **J. Bus. Res.**, [S.l.], v. 146, p. 571-581, 2022. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.03.053>

SHAPIRO, C.; STIGLITZ, J. E. Equilibrium unemployment as a worker discipline device. **American Economic Review**, American Economic Association, [S.l.], v. 74, n. 3, p. 433-444, 1984.

SILVA, Alexandre Oliveira; DANTAS, José Alves. Impacto da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeiras no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, [S.l.], v. 5, n. 4, p. 43-63, 2015.

SILVA, N. E. F. et al. **O efeito da informação de sustentabilidade corporativa nos retornos das ações**: análise de empresas incluídas no ranking Global 100. [S.l.: s.n.], 2017.

SIMON, M. L. A.; PROCIANOY, J. L.; DECOURT, R. F. Fatores Determinantes da Política de Dividendos das Instituições Financeiras Brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, [S.l.], v. 17, n. 2, p. 87-116, 2019.

SOLOMAN, R.; HANSEN, K. It's Good Business. **Atheneum**, New York: 1985.

SONDAKH, Renly. The effect of dividend policy, liquidity, profitability and firm size on firm value in financial service sector industries listed in Indonesia stock exchange 2015-2018 period. **Accountability**, [S.l.], v. 8, n. 2, p. 91-101, 2019.

SOUSA, Raíssa Aglé Moura de et al. Persistência de dividendos e gerenciamento de resultados em mercados de capitais da América Latina. 2017.

SPENCE, M. Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, [S.l.], v. 87, n. 3, p. 355-374, Aug. 1973.

STANWICK, P. A.; STANWICK, S. D. The Relationship Between Corporate Social Performance, and Organizational Size, Financial Performance, and Environmental Performance: An Empirical Examination. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 17, p. 195-204, 1998.

SU, W.; PENG, M. W.; TAN, W. et al. The Signaling Effect of Corporate Social Responsibility in Emerging Economies. **J Bus Ethics**, [S.l.], 134, 479-491 (2016).
<https://doi.org/10.1007/s10551-014-2404-4>

TAO, Qizhi; NAN, Runxi; LI, Haoyu. Information content of unexpected dividends under a semi-mandatory dividend policy: An empirical study of China. **The North American Journal of Economics and Finance**, [S.l.], v. 37, p. 297-318, 2016.

TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e os Impactos no Endividamento e na Percepção de Risco. **Revista de Contabilidade e Finanças**, [S.l.], v. 22, p. 29-44, 2011.

TRIERMANTO, F.; NAINGGOLAN, Y. A. Corporate life cycle, CSR, and dividend policy: empirical evidence of Indonesian listed firms. **Social Responsibility Journal**, v. 16, n. 2, p. 159-178, 2020.

USMAN, Aliyu Baba; AMRAN, Noor Afza Binti. Corporate social responsibility practice and corporate financial performance: evidence from Nigeria companies. **Social Responsibility Journal**, [S.l.], 2015.

VAN BEURDEN, Pieter; GÖSSLING, Tobias. The worth of values—a literature review on the relation between corporate social and financial performance. **Journal of business ethics**, [S.l.], v. 82, n. 2, p. 407-424, 2008.

VERSCHOOR, C. C. A Study of The Link Between as Corporation's Financial Performance and Its Commitment to Ethics. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 17, p. 1509-1516, 1998.

VILLIERS, C. de; MA, D.; MARQUES, A. C. Divulgação de RSC, dividendos e valor da empresa – relações e efeitos mediadores. **SSRN**, Ago. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3700880>.

WADDOCK, S. A.; GRAVES, S. A. The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. **Strategic Management Journal**, [S.l.], v. 18, n. 4, p. 303-319, 1997.

WALSH, James P.; WEBER, Klaus; MARGOLIS, Joshua D. Social issues and management: Our lost cause found. **Journal of management**, [S.l.], v. 29, n. 6, p. 859-881, 2003.

WANG, Taiyuan; BANSAL, Pratima. Social responsibility in new ventures: profiting from a long-term orientation. **Strategic Management Journal**, [S.l.], v. 33, n. 10, p. 1135-1153, 2012.

WANG, Yu-Shan; CHEN, Yi-Jie. Corporate social responsibility and financial performance: Event study cases. **Journal of Economic Interaction and Coordination**, [S.l.], v. 12, n. 2, p. 193-219, 2017.

WANG, Zhihong; SARKIS, Joseph. Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. **Journal of Cleaner Production**, [S.l.], v. 162, p. 1607-1616, 2017.

WOOD, D. Corporate social performance revisited. **Academy of Management Review**, [S.l.], v. 16, n. 4, p. 691-718, 1991.

WOOD, Donna J. Measuring corporate social performance: A review. **International Journal of Management Reviews**, [S.l.], v. 12, n. 1, p. 50-84, 2010.

YUSOFF, Wan Fauziah Wan; ADAMU, Muhammad Sani. The relationship between corporate social responsibility and financial performance: Evidence from Malaysia. **International Business Management**, [S.l.], v. 10, n. 4, p. 345-351, 2016.

ZHU, Y.; SUN, L.; LEUNG, A. Corporate social responsibility, company reputation, and firm performance: the role of ethical leadership. **Journal of Asia-Pacific Management**, [S.l.], v. 31, p. 925-947, 2014.