

Análise da influência da responsabilidade social corporativa sobre a política e a distribuição de dividendos no contexto brasileiro

Arnaldo Poggi Lins Segundo¹ , Aldo Leonardo Cunha Callado² , Cláudio Pilar da Silva Júnior³ 

^{1,2,3} Universidade Federal da Paraíba (UFPB), João Pessoa, Paraíba, Brasil



¹arnaldo@arnaldopoggi.com

²aldocallado@yahoo.com.br

³cpsj@academico.ufpb.br

Editado por:

Moacir Manoel Rodrigues Junior

Resumo

Objetivo: Este estudo investigou a influência da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) sobre o pagamento de dividendos no contexto brasileiro. A pesquisa buscou responder como as práticas de RSC, medidas pelo score Environmental, Social and Governance (ESG), impactam a distribuição de dividendos das empresas listadas na Bolsa, Brasil e Balcão - B3.

Método: Para analisar essa relação, foi conduzida uma análise quantitativa descritiva e documental com uma amostra de 136 empresas, no período de 2012 a 2022. Foram utilizadas regressões por Mínimos Quadrados Ordinários, tendo como variáveis independentes o payout, o dividendo total e o dividend Yield, e analisadas suas relações com oito variáveis dependentes.

Resultados: Os resultados indicam que empresas com maior engajamento em práticas de RSC, refletido em escores ESG mais elevados, apresentam uma política de dividendos mais robusta. Observou-se correlação positiva e significativa entre os scores ESG e os indicadores de Dividendo Total e dividend yield, embora a relação com o payout tenha sido positiva, mas sem significância estatística. Além disso, evidenciou-se que para cada aumento unitário no score ESG, há um crescimento estimado de 1,465 no dividendo total e de 0,4 no dividend yield.

Contribuições: Os achados contribuem para a literatura sobre governança corporativa e finanças, destacando a importância da RSC na estabilidade da distribuição de dividendos e no relacionamento com stakeholders, fornecendo insights para gestores e investidores sobre o impacto da sustentabilidade nas decisões financeiras corporativas.

Palavras-chave: Responsabilidade Social Corporativa; Dividendos; Stakeholders.

Como Citar:

Segundo, A. P. L., Callado, A. L. C., & da Silva Júnior, C. P. (2024). Análise da influência da responsabilidade social corporativa sobre a política e a distribuição de dividendos no contexto brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 17(3), 125–138/139. <https://doi.org/10.14392/asaa.2024170306>

Submetido em: 30 de Julho de 2024
Revisões Requeridas em: 06 de Março de 2025
Aceito em: 31 de Março de 2025

Introdução

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

Ainda sob uma perspectiva afirmativa, Cornell e Shapiro (1987) sugerem que um forte desempenho social leva a resultados financeiros mais expressivos. Ao melhorar a sua reputação, as empresas podem reduzir o risco comercial e ganhar mais respeito das autoridades reguladoras, o que atrai investimentos e atende às expectativas de diversos stakeholders, impactando positivamente o desempenho financeiro. Além disso, investimentos em RSC reduzem o custo operacional, e contribuem para o desenvolvimento sustentável (Dey & Sircar, 2012; Jamali & Mirshak, 2007). Fauzi (2008) também indicou que o cumprimento da RSC tem correlação positiva com o faturamento da empresa, as vendas e a manutenção da rentabilidade bruta no longo prazo.

Seth e Mahenthiran (2022) argumentam que, em economias emergentes, as empresas que adotam práticas de RSC sinalizam positivamente aos investidores que possuem maior capacidade para preencher vazios institucionais, o que influencia o desempenho em RSC, o valor da firma e a distribuição de dividendos. Os vazios institucionais correspondem à ausência ou o subdesenvolvimento de instituições que permitem e apoiam a atividade de mercado (Khanna & Palepu, 1997).

Segundo Friedman (1970), a principal responsabilidade social das empresas é a maximização do valor da firma para o acionista. Com a escassez de recursos provocada pelo avanço tecnológico, torna-se a necessário que as empresas, devido ao volume de suas atividades, realizem ações em prol dos stakeholders, incluindo o ambiente e a sociedade como um todo.

Os stakeholders, incluindo investidores, sociedade, governo, clientes e empresas têm atribuído cada vez mais importância às práticas de RSC. Em termos teóricos, há uma corrente que defende que empresas socialmente responsáveis podem apresentar resultados financeiros mais estáveis e elevados no longo prazo (Kempf & Osthoff, 2007; Mutezo, 2014; Rajput et al., 2012; Yusoff & Adamu, 2016).

Pesquisas já desenvolvidas buscaram analisar se atividades sociais ou sustentáveis impactam o desempenho financeiro de títulos (Seth & Mahenthiran, 2022; Sondakh, 2019; Wang & Chen, 2017). Dessa forma, ao alocar recursos, investidores podem priorizar empresas socialmente responsáveis, visando retornos estáveis e seguros no longo prazo.

Além disso, em momentos de crise econômica, a RSC pode amenizar impactos negativos. Seth e Mahenthiran (2022) afirma que a RSC influencia a política de dividendos, servindo como um indicador financeiro para o mercado e os acionistas. Conforme Benlemlih (2019), é fundamental compreender de que forma e em que medida a RSC afeta a distribuição de riqueza.

De acordo com Cheung et al. (2018) e Matos et al. (2020), apesar do crescimento da literatura sobre sustentabilidade e ESG, ainda há poucas evidências sobre os efeitos do desempenho ESG na capacidade de pagamento de dividendos e nas decisões empresariais relacionadas.

Diante desse cenário, torna-se essencial verificar se a RSC influencia a distribuição dos lucros das corporações. Assim, esta pesquisa buscou preencher essa lacuna e contribuir com novas evidências sobre a relação entre RSC e o pagamento de dividendos. Considerando a importância das políticas de dividendos para as finanças corporativas e o crescente interesse pelo ESG, este estudo teve como objetivo analisar como a RSC das empresas brasileiras influencia sua política de dividendos, especialmente no que diz respeito ao pagamento e à estabilidade dos dividendos das companhias listadas na B3. Para a literatura, esta pesquisa contribui ao oferecer novos insights sobre os efeitos da RSC nas políticas de dividendos no Brasil, um contexto ainda pouco explorado dentro dessa temática.

No que tange as contribuições práticas, os resultados deste estudo auxiliarão os gestores das empresas brasileiras a identificarem, por meio dos scores ESG, em que medida a RSC pode afetar o pagamento e a estabilidade dos dividendos. Dessa forma, será possível equilibrar o interesse da empresa com as questões de responsabilidade social corporativa, orientando a distribuição de dividendos.

Com base nos resultados obtidos, os gestores poderão desenvolver estratégias voltadas às práticas de RSC para atrair investidores interessados na distribuição de dividendos. Além disso, o estudo pode incentivar os gestores a integrarem práticas de sustentabilidade em suas decisões de alocação de capital, reforçando a relevância do ESG nas finanças corporativas.

Para a sociedade, esta pesquisa contribui ao evidenciar a necessidade de regulamentações mais rigorosas sobre as divulgações de práticas de RSC, mensuradas pelos scores ESG. Essas regulamentações, auditadas por consultorias especializadas, podem gerar impactos positivos tanto internos quanto externos, melhorando as condições dos funcionários, incentivando iniciativas sociais e minimizando os impactos ambientais das atividades empresariais.

A relevância desta pesquisa se intensifica devido às particularidades do mercado de capitais brasileiro, que adota regras distintas para a distribuição de lucros, como a isenção tributária sobre dividendos e a existência de juros sobre o capital próprio. Esses fatores tornam o Brasil um caso único para análise, pois contrastam com políticas de dividendos adotadas em países como Estados Unidos, Índia e China, onde há maior incidência de tributos sobre a distribuição de lucros. Assim, compreender como a RSC influencia no pagamento de dividendos no Brasil é essencial para fornecer insights tanto para gestores quanto para formuladores de políticas públicas, permitindo uma visão mais clara sobre os impactos das práticas sustentáveis nas finanças corporativas.

Além disso, pesquisas sobre a influência da RSC nas decisões financeiras geralmente utilizam indicadores como índices de sustentabilidade e variáveis contábeis (ROA, ROE), mas a política de pagamento de dividendos tem sido pouco explorada como um fator de desempenho financeiro. Estudos internacionais de Cheung et al. (2018) e Benlemlih (2019) analisaram essa relação no mercado americano, mas seus achados não podem ser diretamente transpostos para o Brasil, devido às diferenças regulatórias e institucionais. Diante dessa lacuna, esta pesquisa busca contribuir para a literatura ao investigar empiricamente como a RSC impacta as políticas de dividendos das empresas brasileiras, fornecendo novas evidências para o debate sobre sustentabilidade e finanças no contexto nacional.

Além desta introdução, este artigo está estruturado em quatro seções. A segunda apresenta o referencial teórico. Na terceira, são detalhados os métodos e procedimentos adotados no estudo. A quarta seção aborda a análise, exploração dos dados e interpretação dos resultados. Por fim, são apresentadas as conclusões do estudo, seguidas das recomendações para pesquisas futuras e das referências utilizadas.

2 Referencial Teórico

2.1 Responsabilidade social corporativa

As discussões sobre RSC são antigas e tiveram início em meados do século XX. Dois conceitos seminais marcam a literatura sobre o tema. O primeiro, proposto por Carroll (1979), estrutura a RSC em

quatro dimensões: responsabilidade de natureza econômica, responsabilidade legal, ética e a junção de componentes de filantropia ligadas aos processos operacionais. Esse modelo foi incorporado ao conceito de Desempenho Social Corporativo (DSP). O segundo, de Wood (1991), apresenta a RSC em um quadro mais abrangente, destacando princípios que orientam a responsabilidade empresarial, os processos de responsividade e os resultados do desempenho.

Diversos estudos indicam que empresas que adotam boas práticas em RSC tendem a apresentar um melhor desempenho financeiro no longo prazo (Doh et al., 2010; Godfrey et al., 2009; Usman & Amran, 2015; Van Beurden & Gössling, 2008; Walsh et al., 2003; Wang & Chen, 2017; Wang & Sarkis, 2017; Wood, 2010).

As práticas de RSC representam ações responsáveis adotadas pelas empresas perante seus stakeholders, tanto internos, como membros do conselho, diretores e colaboradores, quanto externos, incluindo clientes, fornecedores, sociedade e meio ambiente (Blasi et al., 2018).

A RSC está diretamente vinculada às estratégias empresariais sustentáveis, contribuindo para a criação de vantagem competitiva nos âmbitos econômico, social e ambiental (Martinez-Conesa et al., 2017). Lin et al. (2009) demonstraram que empresas engajadas em RSC se beneficiam dos ambientes positivos que constroem. Nesse sentido, a RSC permite, além da geração de lucro aos acionistas, um maior comprometimento com os demais stakeholders, promovendo um equilíbrio entre crescimento econômico, responsabilidade social e preservação ambiental (Galant & Cadez, 2017).

Portanto, a forma como a organização se relaciona com seu grupo de stakeholders (clientes, fornecedores e comunidade), pode influenciar suas atividades (Freeman & Phillips, 2002). Um bom relacionamento com esses grupos pode contribuir para a obtenção de melhores resultados e, conseqüentemente, para a distribuição de dividendos.

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, onde a divulgação de índices de RSC tem se tornado cada vez mais relevante para fornecer informações transparentes sobre as atividades e impactos sociais, ambientais e econômicos das empresas.

Essa ênfase na responsabilidade social corporativa não apenas beneficia os stakeholders, 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.

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. Por outro lado, a não distribuição 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 possuem um alto conteúdo informacional para os investidores. Eles indicam que a empresa está segura das suas decisões em distribuir lucros aos acionistas, sem necessariamente comprometer seus investimentos futuros.

Os investidores podem diferenciar, entre duas empresas com lucros elevados, qual delas está com lucros mais sólidos ou anormais, por meio da análise de suas políticas de dividendos (Ben Naceur et al., 2006; Brealey et al., 2008). Um aumento de dividendos distribuídos pode ser um indicativo de que a administração acredita em um bom desempenho da empresa 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, em virtude do sistema tributário incidente sobre os dividendos e pela figura dos juros sobre o capital próprio, que oferece opções tributárias distintas às empresas para sua distribuição de lucros (Forti et al., 2015). Da mesma forma, no Brasil há também os dividendos mínimos obrigatórios, que podem afetar os níveis de pagamento de dividendos das empresas por imposição legal.

Os defensores da Teoria da Relevância dos Dividendos argumentam que essa política pode maximizar o

valor da empresa, 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.

De outra forma, tem-se a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, proposta por Miller e Modigliani (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.

Por sua vez, o pagamento de dividendos pode ser um sinalizador (Teoria da Sinalização) de um bom desempenho futuro da empresa (Benlemlih, 2019; Bhattacharya, 1979; Forti et al., 2015). O aumento do pagamento de dividendos pode sinalizar um aumento nos ganhos futuros da empresa e possível emissão de novas ações, fatores esses associados com a valorização das ações (Tao et al., 2016).

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.

Estudos sugerem que a Teoria da Sinalização pode integrar a Teoria da Agência, a Teoria dos Stakeholders e a visão baseada em recursos (Zerbini, 2017). Su et al. (2014) encontraram evidências de que empresas que adotam práticas de RSC transmitem sinais positivos aos investidores sobre sua capacidade de preencher lacunas institucionais. McWilliams e Siegel (2001) e Orlitzky et al. (2003) reforçam que a RSC pode contribuir para o desempenho das empresas, especialmente em economias emergentes. Seth e Mahenthiran (2022) destacam que, junto aos dividendos, a RSC serve como um sinal estratégico utilizado pelos conselhos de administração das empresas listadas na bolsa da Índia para convencer investidores institucionais sobre sua sustentabilidade e desempenho futuro. Portanto, a Teoria da Sinalização reforça a importância da comunicação empresarial, seja na distribuição de dividendos, seja na adoção de boas práticas de RSC.

2.3 RSC, criação de riqueza e política de dividendos

DeAngelo e DeAngelo (2006) mostram que, mesmo na teoria de Miller-Modigliani, a política de dividendos possuem relevância, sendo ideal que as empresas distribuam o valor presente total do fluxo de caixa livre. Dentro da visão do ciclo de vida, empresas nascentes

tendem a direcionar mais recursos para investimentos do que sua capacidade de geração de caixa permite, o que impede a distribuição de lucros nesse estágio. Por outro lado, à medida que essas empresas atingem seus objetivos estruturados, elas passam a gerar caixa excedente e a distribuir dividendos de forma constante.

Brav et al. (2005) afirmam que a manutenção dos níveis de pagamento de dividendos continuam sendo uma prioridade para os gestores, que demonstram um forte desejo de evitar cortes, exceto em circunstâncias extraordinárias. Ainda assim, por prudência, os aumentos nos dividendos são considerados somente após a realização dos investimentos necessários e a garantia de liquidez. Portanto, não é provável que as empresas reduzam dividendos para aumentar seus investimentos em RSC.

Su et al. (2014) encontraram evidências de que empresas que adotam práticas de RSC sinalizam positivamente aos investidores, demonstrando que possuem maior capacidade para preencher vazios institucionais. Segundo Khanna e Palepu (1997), esses vazios referem-se à ausência ou ao subdesenvolvimento de instituições que garantem suporte eficiente à atividade de mercado. Nesse contexto, a RSC pode atuar como um mecanismo de fortalecimento institucional, gerando maior confiança entre investidores e demais stakeholders.

Da mesma forma, Rakotomavo (2012), em seu estudo seminal, constatou que os investimentos em RSC não reduzem os dividendos esperados. Esse autor afirma que empresas que realizam altos investimentos em RSC (com pontuações acima da média) tendem a ser maiores, tanto em termos de vendas quanto valor patrimonial. Além disso, são mais rentáveis (considerando o retorno sobre o patrimônio líquido e o retorno sobre o ativo), utilizam mais dívida (têm menor dependência do patrimônio líquido e melhor custo de capital), retêm mais ganhos e distribuem mais dividendos.

As atividades empresariais consideradas práticas sociais e sustentáveis devem, de algum modo, ser comunicadas à sociedade. Em alguns setores regulamentados, há exigências legais que impõem a comprovação dessas ações. No entanto, para além das obrigações normativas, é essencial que as corporações adotem tais práticas por motivações voluntárias, garantindo que ações efetivas sejam implementadas não apenas em resposta a pressões institucionais.

Como o principal objetivo da empresa é a geração de lucros, espera-se que os recursos investidos em RSC tragam retornos, mesmo que no longo prazo. Segundo Hart e Milsten (2004), a criação de valor ao acionista depende então capacidade

da empresa de transformar suas competências atuais em inovações sustentáveis para o futuro.

Em relação ao pagamento de dividendos, Cheung et al. (2018) encontraram evidências de que empresas com pontuações mais altas de RSC tendem a apresentar um maior índice de distribuição de dividendos. No entanto, não encontraram evidências de que a decisão de pagar ou não dividendos seja determinada pelas pontuações de RSC.

Benlemlih (2019) argumenta que pagamentos de dividendos mais altos, exercem um papel de controle sobre a estratégia de doação das empresas, o que explica os efeitos positivos do desempenho social no pagamento de dividendos.

Evidências na literatura confirmam a influência positiva dos investimentos em RSC sobre o pagamento de dividendos. Samet e Jarboui (2017) 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. Além disso, Zadeh (2020) demonstrou que o desempenho em RSC, particularmente na dimensão ambiental, influencia positivamente a política de dividendos.

Por outro lado, Trihermanto e Nainggolan (2020) encontraram evidências de que as despesas em RSC voltadas para questões ambientais apresentam efeitos positivos, porém insignificantes, no pagamento de dividendos das empresas. Salah e Amar (2022) constataram que os componentes individuais da RSC exercem uma influência positiva na política de dividendos. No entanto, a relação entre a RSC no aspecto ambiental e o pagamento de dividendos apresentou um coeficiente positivo, porém estatisticamente não significativo, como também evidenciado por Trihermanto e Nainggolan (2020).

Diante dos resultados divergentes encontrados na literatura e com base na Teoria dos Stakeholders (Freeman, 1984), espera-se que companhias engajadas em práticas ambientais distribuam mais dividendos aos seus acionistas (Salah & Amar, 2022). Segundo 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) fornecem fortes evidências de que as despesas de RSC das empresas influenciam positivamente a política de dividendos.

Matos et al. (2020) argumentam que empresas com maiores pontuações em critérios Environmental,

Social and Governance (ESG) tendem a ter um melhor alinhamento com os interesses dos stakeholders, refletindo essa harmonia na estabilidade da distribuição de lucros. Dessa forma, as práticas ESG influenciam diretamente o pagamento constante dos dividendos.

Em síntese, os tópicos abordados nesta seção destacam a importância do equilíbrio entre as partes interessadas, a magnitude e a qualidade da divulgação de informações estratégicas. O pagamento de dividendos e a publicação dos indicadores ESG das empresas representam um alicerce fundamental para compreender a correlação entre responsabilidade social corporativa (RSC) e distribuição de dividendos.

3 Metodologia

3.1 População e amostra

A população da pesquisa foi composta por companhias abertas listadas na Bolsa, Brasil e Balcão - B3 no período de 2012 a 2022. Para definir a amostra, adotaram-se os critérios dos estudos de Benlemlih (2019), Matos et al. (2020) e Salah e Amar (2022). Nesse sentido, foram selecionadas as empresas com score ESG superior a zero. Além disso, foram excluídas as empresas sem informações disponíveis sobre as variáveis ESG no período analisado. A Tabela 1 apresenta um resumo da população e da amostra da pesquisa.

Tabela 1. População e amostra da pesquisa

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

Fonte – dados da pesquisa (2023).

Conforme pode-se observar na Tabela 1, a amostra utilizada na pesquisa 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 empresas, das quais 444 foram excluídas por não apresentarem dados sobre ESG em algum dos anos considerados.

3.2 Constructos da pesquisa

Para responder à questão problema da pesquisa, foram utilizadas três variáveis dependentes para mensurar as políticas de dividendos. Analisou-se a distribuição de caixa como um todo ao invés de analisar apenas dividendos ou juros sobre o capital próprio. Como proxy para a política de dividendos, foram usadas as variáveis dependentes: dividendos totais, payout e dividend yield.

A variável dividendo total foi mensurada pelo total de dividendos pagos no período. Esta variável dependente representa o montante pago aos seus acionistas. A variável payout foi mensurada pelo percentual de dividendos pagos sobre lucro líquido ajustado das companhias. Por fim, a variável dividend yield foi mensurada pelo percentual de dividendos pagos sobre o preço da ação.

No Quadro 1, a seguir, especificam-se todas as variáveis independentes e os respectivos procedimentos operacionais para a obtenção delas.

Quadro 1. Descrição e operacionalização das variáveis

Variável	Descrição	Operacionalização	Efeito esperado	Referências
RSC/ESG	Métrica geral Thompson Reuters. comunidade, funcionários, meio ambiente e governança	Base de dados Refinitiv®	Positiva	Benlemlih (2019); Matos et al. (2020); Salah e Amar (2022)
TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do Ativo Total da Empresa	Positiva	Samet e Jarboui (2017); Cheung et al. (2018); Benlemlih (2019); Matos et al. (2020); Trihermanto e Nainggolan (2020); Salah e Amar (2022)
ALAV	Alavancagem (endividamento)	Passivo Total dividido pelo Ativo total	Negativa	Cheung et al. (2018); Benlemlih (2019); Matos et al. (2020); Trihermanto e Nainggolan (2020); Salah e Amar (2022)
ROA	Retorno sobre o ativo	Lucro Operacional (antes Desp. Financeiras) dividido pelo Ativo Total da empresa.	Positiva	Santana (2006)
MB	Market to Book	Valor de mercado ajustado dividido pelo valor contábil da empresa	Positiva	Santana (2006); Samet e Jarboui (2017); Cheung et al. (2018); Matos et al. (2020)
Índice de Lucro	Lucratividade	LL/Faturamento	Positiva	Rakotomavo (2012); Matos et al. (2020); Salah & Amar (2022)
LPA	Lucro por ação	lucro por ação, da empresa i, no final do período t;	Positiva	Rakotomavo (2012); Matos et al. (2020); Salah & Amar (2022)
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)

Fonte: Elaboração própria, 2023.

3.3 Procedimentos de Coleta e Análise de Dados

As informações referentes ao desempenho ESG (geral, ambiental, social e de governança) e as políticas de dividendos foram coletadas no banco de dados Refinitiv®. As variáveis de controle foram coletadas no banco de dados Economática®.

A avaliação dos dados de RSC/ESG é composta por 4 dimensões principais: comunidade, funcionários, meio ambiente e governança. Cada dimensão é formada por 3 (três) sub-dimensões, conforme apresentado no Quadro 2.

Quadro 2. 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 Thompson Reuters®

O score em ESG buscará informações que representam forças, a respeito da RSC bem com as fraquezas, ou seja, o que atrapalha esse tipo de atividade. Após o somatório e agregação dos indicadores em cada dimensão, foi feito a soma desses scores individuais, a fim de representar o score geral de RSC em determinado ano através do score ESG de cada empresa. Para cada força/fraqueza apresentada, atribuiu-se o valor de 1, e caso não presente, 0; sendo assim uma variável dummy. O método de agregação seguiu o proposto por Manescu (2011), conforme Equação 01:

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

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 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 et al., 2018).

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 a 100, sendo que 100 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.

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.

Considerando a influência de outras variáveis no pagamento de dividendos e com o objetivo de isolar o efeito da RSC, mensurado pelo score ESG (Benlemlih, 2019), foram incluídas no modelo as seguintes variáveis de controle: tamanho da empresa, alavancagem, ROA, market-to-book, adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, índice de lucro, payout, LPA e ROE (Benlemlih, 2019; Cheung et al., 2018; Forti et al., 2015).

Nesse sentido, o modelo para estimação do impacto do nível de RSC, dado pelo Score ESG, na política de dividendos é dado pela Equação 2:

$$\text{Dividendo} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{ROE} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{EV} + \beta_5 \text{MB} + \beta_6 \text{ILL} + \beta_7 \text{LPA} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

Em que: Dividendo é a variável dependente mensurada pelos dividendos totais, payout ou pelo dividend yield. ESG é o valor agregado do desempenho de Responsabilidade Social Corporativa (RSC). As demais variáveis são apresentadas no Quadro 01.

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 realizou-se a winsorização das variáveis contínuas, na sequência, a correlação entre as variáveis e, por fim, a Regressão em MQO, com erros padrões robustos.

4 Resultados

4.1 Análise Exploratória dos Dados

Inicialmente, foram realizadas análises exploratórias das variáveis disponíveis no banco de dados. A apresentação das estatísticas iniciais possibilita a identificação do comportamento das variáveis, fornecendo subsídios para o planejamento das próximas etapas da análise. Dessa forma, é possível selecionar o método mais adequado para atender os objetivos principais do estudo.

A Tabela 02 mostra o percentual ano a ano das empresas que pagaram dividendos e as empresas que não pagaram dividendos.

Tabela 2. 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%

4.2 Análise das séries temporais de indicadores de média para cada variável quantitativa no estudo

Considerando que as variáveis numéricas foram mensuradas ao longo de 2012 a 2022, decidiu-se apresentar as médias de cada variável ao longo do

tempo. Os dados são apresentados na Tabela 03. É importante destacar que todas as variáveis possuem valores ausentes para algumas observações, e o valor das médias apresentadas leva em consideração o cálculo, para o período de referência, desconsiderando os valores ausentes.

Tabela 3. 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	783,08	897,96	920,89	748,159	715,79	768,19	1119,94	1328,34	1026,25	2681,62	3323,59
Dividyield	0,037	0,038	0,055	0,054	0,034	0,027	0,04	0,027	0,027	0,053	0,058
ESG	50,45	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	53641,1	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

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 Equação 03:

$$VARIAÇÃO RELATIVA = \frac{(MÉDIAFINAL - MÉDIAINICIAL)}{MÉDIAINICIAL} \times 100 \quad (03)$$

Dessa forma, considerando os quadros e gráficos apresentados para as variáveis PAYOUT, DIVIDTOTAL, DIVYIELD, ESG, ROE, DEBT, ROA, EV, MB, ILL e LPA, foi possível verificar as principais evidências ao comparar os períodos iniciais e finais:

- A série histórica da variável PAYOUT mostra uma tendência de aumento em 2022 em comparação com 2012, com uma variação relativa de 3,22%;
- A variável DIVYIELD segue a mesma tendência de aumento em 2022 em comparação com 2012, com uma

variação relativa de 56,76%;

- A variável ESG mostra um aumento em 2022 em comparação com 2012, com uma variação relativa de 0,83%;
- A variável ROE e ROA, por outro lado, apresentam uma tendência de diminuição em 2022 em comparação com 2012;
- A variável DEBT tem tendência de aumento em 2022 em comparação com 2012, com uma variação relativa de 13,35%;
- A variável EV e MB apresentam um aumento significativo em 2022 em comparação com 2012, com uma variação relativa de 108,44% e 90,88%, respectivamente.
- Por fim, a variável LPA mostra um aumento em 2022 em comparação com 2012, com uma variação relativa de 18,89%.

Neste estudo, as três variáveis de interesse foram: payout, dividendo total e dividyield. A Tabela 04 apresenta os valores das correlações lineares entre essas três variáveis e as demais variáveis do banco de dados.

A regra de decisão para a análise dos coeficientes de

correlação foi a seguinte: foram consideradas para o ajuste do modelo estatístico todas as variáveis que apresentarem correlação significativa com os desfechos, conforme o teste de correlação. Além do cálculo simples do coeficiente, testou-se se o valor apresentado implica em evidência de relação causal entre as variáveis explicativas e as variáveis dependentes analisadas. Foram consideradas significativas as correlações com p-valor menor que 0,05, devido ao nível de confiança de 95% utilizado nas análises.

É importante esclarecer que as três variáveis consideradas como desfecho tinham dados ausentes. Portanto, as correlações foram calculadas desconsiderando os pares de observações em que pelo menos uma estava ausente. Com uma base de dados de 1.496 observações, as perdas para o cálculo das correlações não foram elevadas, permitindo a obtenção de conclusões plausíveis.

Tabela 4. 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

Dessa forma, considerando as três variáveis desfecho de interesse, os resultados fornecem evidência de que foi possível termos três modelos estatísticos a serem ajustados para os dados deste trabalho. Os modelos tiveram 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 DIVYIELD.

Além disso, os resultados da correlação indicam que a variável ESG, como indicador, reflete um papel relevante para as empresas e pode representar uma evidência de que pontuações mais altas de RSC/ESG tendem a

estar associadas a um maior índice de distribuição de dividendos. Segundo Cheung et al. (2018), essa relação permite que os acionistas atinjam seus objetivos (Salah & Amar, 2022) e beneficia todas as partes interessadas (Freeman, 1984). Contudo, os resultados desta análise são preliminares e necessitam ser confirmados por meio da regressão linear múltipla, realizada na sequência.

4.3 Análise de regressão linear múltipla

A análise de regressão é uma técnica estatística que busca estabelecer a relação entre duas ou mais variáveis. Dessa forma, adaptando a estrutura de trabalho e considerando os valores das correlações apresentadas na tabela 04, temos os seguintes modelos que serão analisados:

$$\text{Modelo 1: PAYOUT} = \beta_0 + \beta_1 \text{ MB} + \varepsilon_1$$

$$\text{Modelo 2: DIVIDTOTAL} = \beta_0 + \beta_1 \text{ ESG} + \beta_2 \text{ ROE} + \beta_3 \text{ ROA} + \beta_4 \text{ EV} + \beta_5 \text{ MB} + \beta_6 \text{ ILL} + \beta_7 \text{ LPA} + \varepsilon_2$$

$$\text{Modelo 3: DIVYIELD} = \beta_0 + \beta_1 \text{ ESG} + \beta_2 \text{ ROE} + \beta_3 \text{ ROA} + \beta_4 \text{ EV} + \beta_5 \text{ MB} + \beta_6 \text{ ILL} + \varepsilon_3$$

Os parâmetros de cada modelo foram estimados pelo Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). 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 $l_{\text{inf}} = Q_1 - 1,5IQR$ ou acima da quantidade $l_{\text{sup}} = Q_3 + 1,5IQR$, 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 todos os modelos, foi verificada inicialmente a necessidade de tratamento de dados extremos (outliers). 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 dos modelos.

Em relação ao modelo 1, os dados mostram evidência 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 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 há a variável MB neste modelo, isso significa que há evidência ao nível de confiança de 95% de que o coeficiente é estatisticamente diferente de zero. 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, os resultados são apresentados na Tabela 05.

Tabela 5. Resultados do Modelo de Regressão 1

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

Em relação ao modelo 2, conforme pode-se observar na Tabela 06, a cada aumento da variável ESG em uma unidade na escala de medida dessa variável, há evidência de aumento em 1,465 em Dividtotal. As demais variáveis foram significativas.

Tabela 6. 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

Em relação ao modelo 3, verificou-se que a cada aumento da variável ESG em uma unidade na escala de medida dessa variável, há evidência de aumento em 0,4 em DIVYIELD. Para este modelo, o coeficiente de determinação foi igual a 0,6786 (67,86%). Os resultados são apresentados na Tabela 07.

Tabela 7. 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

Com os dados coletados, 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 tabela 08 apresenta o cruzamento entre o payout e o ESG por grupo.

Tabela 8. 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

Sem levar em conta a variável ESG, a estimativa da chance de pagamento é de $1096/1496 = 73,2\%$. Considerando o grupo da ESG < 50 a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $328/437 = 75,05\%$. Considerando o grupo da ESG >= 50 a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $441/523 = 84,32\%$. Considerando o ESG não informado, a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $327/536 = 61,0\%$

Em relação ao total, os dados são apresentados na Tabela 09. Considerando o grupo da ESG < 50 a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $358/437 = 81,9\%$. Considerando o grupo da ESG >= 50 a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $441/523 = 89,29\%$. Considerando o ESG não informado, a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $302/536 = 56,3\%$. Assim, pode-se observar que há uma probabilidade maior das empresas com pontos acima de 50 de pagarem maiores dividendos quando cruzado os dados ESG e DIVIDTOTAL.

Tabela 9. Cruzamento entre pagamento (dividtotal) e ESG por grupo

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

Por fim, considerando o cruzamento entre o dividend yield e ESG por grupo, pode-se verificar que há uma probabilidade maior das empresas com pontuação em ESG maior que 50 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 o grupo da ESG < 50 a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $404/437 = 92,4\%$. Considerando o grupo da ESG >= 50 a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $497/523 = 95,02\%$. Considerando o ESG não informado, a estimativa de chance de ocorrência de pagamento é de $263/536 = 49,1\%$.

Tabela 10. Cruzamento entre pagamento (DIVYIELD) e ESG por grupo

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

Pelos resultados apresentados, pode-se evidenciar que houve uma quantidade maior de empresas que pagaram dividendos no grupo com notas maiores que 50 pontos, e por sua vez, esse grupo apresentou uma probabilidade de pagamentos de dividendos de 89,29% na variável DIVIDTOTAL e 95,2% na variável DIVIDYIELD no tocante a propensão ou probabilidade de pagamento de dividendos.

Portanto, as empresas com maior pontuação no 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 et al., 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 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, verificou-se que o tamanho da empresa possui uma relação positiva com os dividendos por ação, contribuindo para a estabilidade na sua distribuição (Trilermanto & Nainggolan, 2020).

Em contrapartida, níveis elevados de alavancagem financeira estão associados negativamente à estabilidade no pagamento de dividendos, indicando que o endividamento reduz a capacidade de manter fluxos constantes de remuneração ao acionista. Esse resultado corrobora com as conclusões de Matos et al. (2020), que destacam como as decisões de estrutura de capital afetam a variabilidade dos lucros líquidos após o cumprimento das obrigações financeiras. Os resultados obtidos para a variável alavancagem corroboram com as descobertas realizadas por Trihermanto e Nainggolan (2020).

Os achados desta pesquisa também corroboram com os de Matos et al. (2020), ao indicar que o desempenho social exerce influência positiva sobre o nível de retorno por dividendos.

Os resultados encontrados para os efeitos do desempenho ESG no pagamento de dividendos revelam que as atividades ESG realizadas pelas empresas, tendem a aumentar os ganhos por meio de uma melhor relação com as partes interessadas (Cheung et al., 2018), o que corrobora com a Teoria dos Stakeholders (Freeman, 1986).

Portanto, maiores lucros representam chances

maiores das empresas realizarem o pagamento de dividendos (Cheung et al., 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).

5 Considerações Finais

Os resultados encontrados sugerem que as empresas possam adotar uma estratégia em ESG para gerar um impactar 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 indicam que empresas brasileiras com comportamentos mais responsáveis, refletidos em pontuações ESG mais elevadas, tendem a adotar políticas de distribuição de dividendos mais robustas, o que contribui para uma gestão mais eficiente dos recursos e fortalece a relação com os stakeholders, evidenciada por maiores valores e maior estabilidade no pagamento de dividendos.

Dessa forma, os resultados desta pesquisa 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 em Responsabilidade Social Corporativa (RSC) não necessariamente reduz os fluxos de caixa pagos aos investidores (Rakotomavo, 2012).

Com base nos resultados desta pesquisa, conclui-se que quanto maior o score ESG das empresas brasileiras, maior a propensão ao pagamento de dividendos. Dessa forma, a constatação de que o envolvimento das empresas com questões ESG resulta em maiores pagamentos de dividendos incentiva um maior engajamento nessas estratégias, além de estimular a remuneração dos acionistas com dividendos mais atrativos. Essa descoberta pode incentivar os investidores a alocarem recursos em empresas socialmente responsáveis.

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.

Referências

- Ben Naceur, S., Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*, 6(1-2), 1–23. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2007.00057.x>
- Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114–138. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.005>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Blasi, S., Caporin, M., & Fontini, F. (2018). A multidimensional analysis of the relationship between corporate social responsibility and firms' economic performance. *Ecological Economics*, 147, 218–229. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2018.01.014>
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). Brealey, Myers, and Allen on Valuation, Capital Structure, and Agency Issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 49–57. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00203.x>
- Carroll, A. B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *The Academy of Management Review*, 4(4), 497–505. <https://doi.org/10.2307/257850>
- Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. *Accounting & Finance*, 58(3), 787–816. <https://doi.org/10.1111/acfi.12238>
- Cornell, B., & Shapiro, A. (1987). Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial Management*, 16(1), 5–14. <https://doi.org/10.2307/3665543>
- Costa Jr, N. C. A., & Neves, M. B. E. (2000). Variáveis fundamentalistas e os retornos das ações. *Revista Brasileira de Economia*, 54(1), 123–137. <https://doi.org/10.1590/s0034-71402000000100005>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Dey, M., & Sircar, S. (2012). Integrating corporate social responsibility initiatives with business strategies: A study of some Indian companies. *The IUP Journal of Corporate Governance*, XI(1), 36–51.
- Doh, J. P., Howton, S. D., Howton, S. W., & Siegel, D. S. (2010). Does the market respond to an endorsement of social responsibility? The role of institutions, information, and legitimacy. *Journal of Management*, 36(6), 1461–1485. <https://doi.org/10.1177/0149206309337896>
- Durand, D. (1959). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. *The American Economic Review*, 49(4), 639–655. <https://www.jstor.org/stable/1812918>
- Fauzi, H. (2008). Corporate social and environmental performance: A comparative study of Indonesian companies and MNCs operating in Indonesia. *Journal of Knowledge Globalization*, 1(1), 81–105.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Determinant factors of dividend payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167–180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>
- Freeman, R. E., & Philips, R. A. (2002). Stakeholder Theory: a Libertarian Defense. *Business Ethics Quarterly*, 12(3), 331–349. <https://doi.org/10.2307/3858020>
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times*, 17, 122–124. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>
- Galant, A., & Cadez, S. (2017). Corporate social responsibility and financial performance relationship: A review of measurement approaches. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 676–693.

- <http://dx.doi.org/10.1080/1331677X.2017.1313122>
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425-445. <https://www.jstor.org/stable/40060271>
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Hart, S. L., & Milstein, M. B. (2004). Criando valor sustentável. *GV-Executivo*, 3(2), 65. <https://doi.org/10.12660/gvexec.v3n2.2004.34820>
- Hou, M., Liu, H., Fan, P., & Wei, Z. (2016). Does CSR practice pay off in East Asian firms? A meta-analytic investigation. *Asia Pacific Journal of Management*, 33, 195-228. <https://doi.org/10.1007/s10490-015-9431-2>
- Jamali, D., & Mirshak, R. (2007). Corporate social responsibility (CSR): Theory and practice in a developing country context. *Journal of Business Ethics*, 72, 243-262. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9168-4>
- Kempf, A., & Peer, O. (2007). The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance. *European Financial Management*, 13(5), 908-922. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00402.x>
- Khanna, T., & Palepu, K. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, 75(4), 41-51.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2022). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Lin, C. H., Yang, H. L., & Liou, D. Y. (2009). The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from business in Taiwan. *Technology in Society*, 31(1), 56-63. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2008.10.004>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269. <https://doi.org/10.2307/1926397>
- Manescu, C. (2011). Stock returns in relation to environmental, social and governance performance: Mispricing or compensation for risk? *Sustainable Development*, 19(2), 95-118. <https://doi.org/10.1002/sd.510>
- Martinez-Conesa, I., Soto-Acosta, P., & Palacios-Manzano, M. (2017). Corporate social responsibility and its effect on innovation and firm performance: An empirical research in SMEs. *Journal of Cleaner Production*, 142(4), 2374-2383. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.11.038>
- Matos, P. V., Barros, V., & Sarmiento, J. M. (2020). Does ESG affect the stability of dividend in Europe? *Sustainability*, 12(21). <https://doi.org/10.3390/su12218804>
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *The Academy of Management Review*, 26(1), 117-127. <https://doi.org/10.2307/259398>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://www.jstor.org/stable/2351143>
- Mutezo, A. (2014). Socially responsible investment and financial performance: Evidence from the Johannesburg securities exchange. *Banks & Bank Systems*, 9(3), 120-128.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Parquet, I. R., & Eilbirt, H. (1975). The practice of business social responsibility: The underlying factors. *Business Horizons*, 18(4), 5-10. [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(75\)90019-1](https://doi.org/10.1016/0007-6813(75)90019-1)
- Rajput, N., Batra, G., & Pathak, R. (2012). Linking CSR and financial performance: An empirical validation. *Problems and Perspectives in Management*, 10(2), 42-49.
- Rakotomavo, M. T. J. (2012). Corporate investment in social responsibility versus dividends? *Social Responsibility Journal*, 8(2), 199-207. <https://doi.org/10.1108/1747111121121234833>
- Salah, B. O., & Amar, B. A. (2022). Does corporate social responsibility affect dividend policy? Empirical evidence in the French context. *Journal of Global Responsibility*, 13(3), 268-289. <https://doi.org/10.1108/JGR-10-2021-0082>
- Samet, M., & Jarboui, A. (2017). Corporate social responsibility and payout decisions.

- Managerial Finance, 43(2), 982-998. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2017-0020>
- Santana, L. (2006). 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 (2006). [Tese de Mestrado, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCEPE] Produção Acadêmica, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - FUCEPE. <https://fucepe.br/producao-academica-1/relacao-entre-dividend-yield-e-retorno-das-acoes-abordando-aspectos-determinantes-da-politica-de-dividendos-um-estudo-empirico-em-empresas-com-acoes-negociadas-na-bovespa-2/>
- Seth, R., & Mahenthiran, S. (2022). Impact of dividend payouts and corporate social responsibility on firm value—Evidence from India. *Journal of Business Research*, 146, 571-581. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.03.053>
- Shen, X., Ho, K. C., Yang, L., & Wang, L. F. S. (2021). Corporate social responsibility, market reaction and accounting conservatism. *Kybernetes*, 50(6), 1837-1872. <https://doi.org/10.1108/K-01-2020-0043>
- Sondakh, R. (2019). 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*, 8(2), 91-101.
- Su, W., Peng, M. W., Tan, W., & Cheung, Y.-L. (2014). The Signaling Effect of Corporate Social Responsibility in Emerging Economies. *Journal of Business Ethics*, 134(3), 479-491. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2404-4>
- Tao, Q., Nan, R., & Li, H. (2016). Information content of unexpected dividends under a semi-mandatory dividend policy: An empirical study of China. *The North American Journal of Economics and Finance*, 37, 297-318. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.05.001>
- Trihermanto, F., & Nainggolan, Y. A. (2020). Corporate life cycle, CSR, and dividend policy: empirical evidence of Indonesian listed firms. *Social Responsibility Journal*, 16(2), 159-178. <https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2017-0186>
- Usman, A. B., & Amran, N. A. B. (2015). Corporate social responsibility practice and corporate financial performance: evidence from Nigeria companies. *Social Responsibility Journal*, 11(4), 749-763. <https://doi.org/10.1108/SRJ-04-2014-0050>
- Van Beurden, P., & Gössling, T. (2008). The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407-424. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9894-x>
- Walsh, J. P., Weber, K., & Margolis, J. D. (2003). Social issues and management: Our lost cause found. *Journal of Management*, 29(6), 859-881. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(03\)00082-5](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(03)00082-5)
- Wang, Y. S., & Chen, Y. J. (2017). Corporate social responsibility and financial performance: Event study cases. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 12(2), 193-219. <https://doi.org/10.1007/s11403-015-0161-9>
- Wang, Z., & Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1607-1616. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142>
- Wood, D. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review*, 16(4), 691-718. <https://doi.org/10.2307/258977>
- Wood, D. J. (2010). Measuring corporate social performance: A review. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 50-84. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00274.x>
- Yusoff, W. F. W., & Adamu, M. S. (2016). The relationship between corporate social responsibility and financial performance: Evidence from Malaysia. *International Business Management*, 10(4), 345-351. <http://dx.doi.org/10.3923/ibm.2016.345.351>
- Zadeh, M. H. (2020). The effect of corporate social responsibility transparency on corporate payout policies. *International Journal of Managerial Finance*, vol. 17(5), pages 708-732. <https://doi.org/10.1108/IJMF-07-2020-0386>
- Zerbini, F. (2017). CSR Initiatives as Market Signals: A Review and Research Agenda. *Journal of Business Ethics*, 146(1), 1-23. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2922-8>