

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

ARNALDO POGGI LINS SEGUNDO

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

ALDO LEONARDO CUNHA CALLADO

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

CLÁUDIO PILAR DA SILVA JÚNIOR

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

Agradecimento à orgão de fomento:

Agradecemos a UFPB, PPGA, Núcleo de Finanças em administração.

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

1. INTRODUÇÃO

O tema Responsabilidade Social Corporativa (RSC) é estudado há várias décadas por autores como Carroll (1979) e Wood (1991), em que se observa que seus 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 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.

Além disso, investimentos em RSC reduzem o custo operacional, alcançando o objetivo de desenvolvimento sustentável (JAMALI; MIRSHAK, 2007; DEY; SIRCAR, 2012). Fauzi (2008) também indicou que o cumprimento da RSC é significativamente positivo quando correlacionado como faturamento da empresa, vendas e a manutenção da rentabilidade bruta no longo prazo. Rama Seth e Mahenthiran (2022) argumentam que, em economias emergentes, as empresas que adotam práticas de RSC sinalizam positivamente aos investidores que as suas empresas têm capacidades superiores para preencher vazios institucionais, observando uma influência positiva na sinalização do desempenho em RSC, valor da firma e a 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).

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 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.

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.

Além disso, 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 o mercado e seus acionistas. Conforme afirmado por Benlemlih (2018), é relevante identificar como e em que medida a RSC afeta a distribuição de riqueza. 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 *score* ESG na capacidade de pagamento de dividendos e decisões de uma empresa sobre estas temáticas.

Assim, há um cenário que justifica a importância de verificar se a RSC pode influenciar a distribuição dos lucros das corporações. Portanto, buscou-se com esta pesquisa preencher esta lacuna e contribuir com novas evidências acerca da relação entre RSC e a distribuição de dividendos proposta para a literatura. Além disso, conforme Benlemlih (2019) é importante

investigar em que medida as práticas voltadas a RSC das empresas afetam a distribuição da sua riqueza aos acionistas.

Diante da importância das políticas de dividendos nas finanças corporativas e pelo crescente interesse em ESG pelas empresas, este estudo buscou responder à seguinte questão de pesquisa: De que forma a RSC influencia a sua política de dividendos? Nesse sentido, o presente artigo teve por objetivo analisar como a RSC apresentada pelas empresas brasileiras influencia a sua política de dividendos (pagamento de dividendos e sua estabilidade) de empresas brasileiras listadas na B3. Para atingir o objetivo geral proposto e, conseqüentemente, responder ao problema de pesquisa foi necessário alcançar 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 as menores notas em e ESG) a relação entre os Scores em ESG apresentado pelas empresas brasileiras e a propensão (probabilidade) de pagar dividendos.

No que tange as contribuições práticas, os resultados deste estudo auxiliarão os gestores das empresas brasileiras a identificar em quais medidas através dos *scores* ESG a RSC pode afetar o pagamento de dividendos e para manter a sua estabilidade, visando assim equilibrar o interesse da empresa com questões RSC e orientar a distribuição de dividendos.

A partir dos resultados obtidos nesta pesquisa, os gestores poderão desenvolver estratégias voltadas às práticas de RSC com vistas a atrair novos investidores que estejam interessados na distribuição de dividendos. Os resultados também poderão contribuir para os gestores se comprometerem com a integração de práticas de sustentabilidade em suas decisões voltadas a alocação de capital, o que motiva a realização desta pesquisa.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA

As discussões sobre RSC são antigas e iniciaram em meados do século XX. Há dois conceitos seminais na literatura sobre RSC, sendo o primeiro tendo sido apresentado por Carroll (1979) que definiu em quatro partes (responsabilidade de natureza econômica, responsabilidade legal, ética e a junção de componentes de filantropia ligadas aos processos operacionais) 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.

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).

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).

Portanto, a forma com que a organização se relaciona com o seu grupo de stakeholders (clientes, fornecedores e comunidade), pode influenciar nas suas atividades (FREEMAN; PHILLIPS, 2002), de tal forma que um bom relacionamento com estes grupos pode contribuir na busca e obtenção de resultados melhores, consequentemente na distribuição de dividendos.

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 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 (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008; NACEUR; GOAIED; BELANES, 2006). 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, 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).

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.

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.

Por sua vez, 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). 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; NAN; LI, 2016).

A teoria da sinalização pode fornecer uma base teórica robusta para explicar o valor das divulgações de RSC. Hou, Liu, Fan e Wei (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) 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.

Sobre a 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. 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).

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 bolsa da Índia (ILCs) para convencer os investidores institucionais da sustentabilidade e do desempenho futuro das empresas Indianas listadas na bolsa. Portanto, 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.

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 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 Khanna e Palepu (1997), os vazios institucionais são a ausência ou o subdesenvolvimento de instituições que permitem e apoiam a atividade de mercado.

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.

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. Segundo 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.

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 pelas pontuações de RSC.

Cheung, Hu e Schwiebert (2018) e Benlemlih (2019) 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 de controle da estratégia de doação das empresas, fato este que explica os efeitos positivos do desempenho social no pagamento de dividendos.

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) 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.

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) 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).

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) apoiam a hipótese de que as despesas de RSC das empresas afetam positivamente a política de dividendos.

Em síntese dos tópicos abordados neste capítulo, há 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.

3. METODOLOGIA

3.1 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, também foram excluídas as empresas que não continham nenhuma informação sobre as variáveis ESG no período analisado.

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, formaram usadas as variáveis dependentes: dividendos totais, *payout* e *dividend yield*.

A variável dividendo total será mensurada pelo total de dividendos pagos no período. Esta variável dependente representa o montante pago aos seus acionistas. A variável *payout* será mensurada pelo percentual de dividendos pagos sobre lucro líquido ajustado das companhias. Esta variável dependente representa o montante pago aos seus acionistas e o diferencial retido pela companhia para financiamento de seu crescimento. Por fim, a variável *dividend yield* será 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	Definição
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 Sarmiento (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);
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)

3.4 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®.

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 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, será 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, atribui-se o valor de 1, e caso não apresente, 0; sendo assim uma variável *dummy*. O método de agregação seguirá 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; HU; SCHWIEBERT, 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, podemos 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.

Como existem outras variáveis que podem influenciar o pagamento de dividendos e visando isolar o efeito da RSC dado pelo *score* ESG (BELEMLIH, 2019), 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, 2019; CHEUNG; HU; SCHWIEBERT, 2018; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

Nesse sentido, o modelo para estimação da influência do nível de RSC, dado pelo *score* ESG, na política de dividendos é dado pela Equação 2:

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

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.

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 de 2012 a 2022, o que impede a generalização dos resultados para todas as empresas presentes na referida bolsa. Além disso, a não obrigatoriedade do pagamento ou distribuição 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. RESULTADOS

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 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 – dados da pesquisa (2023).

A tabela 1 apresenta 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 empresas, das quais 444 foram excluídas por não apresentarem dados sobre ESG em algum dos anos considerados. Por sua vez, 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 02. 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 03: 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:

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

Dessa forma, considerando as informações apresentadas na Tabela 03, é possível verificar as seguintes evidências fornecidas por estas variáveis, quando são comparados os períodos iniciais e finais, a saber.

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%. 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%. 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%. 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%. 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%. 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%. 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%. 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%. 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%. Por fim, 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 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%.

Neste trabalho, temos três variáveis de interesse, que são: *payout*, *dividendo total* e *divyield*. A tabela 04 apresenta os valores das correlações lineares entre estas três variáveis e as demais variáveis do banco de dados. 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%.

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. 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 04: 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 será possível termos 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.

4.4. 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 à estrutura deste trabalho e considerando os valores das correlações apresentadas na tabela 04, temos 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 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 $l_{inf} = Q_1 - 1,5IQR$ 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 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 temos 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 05: 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 forma significativa.

Tabela 06: 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 07: 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 08: 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 09: 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

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 $ESG \geq 50$ 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	ESG			TOTAL
	Não informado	ESG < 50	ESG \geq 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; BARROS; SARMENTO, 2020).

Duas variáveis do modelo relacionadas ao pagamento de dividendos (dividtotal e dividendyield) 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).

Os resultados encontrados para os efeitos do 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; HUB; SCHWIEBERT, 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; 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).

5. CONCLUSÕES

Este estudo analisou 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, promovem melhorias nas relações com as partes interessadas 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 em Responsabilidade Social Corporativa (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 mais generosos e de forma constante.

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.

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. 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.

REFERENCIAS

- 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.
- CARROLL, A. B. Corporate social responsibility evolution of a definitional construct. **Business & Society**, [S.l.], v. 38, n. 3, p. 268-295, 1999.
- 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.
- 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**, 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 et al. Determinant factors of dividend payments in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S.l.], v. 26, 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.

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

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.

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.

HOU, M.; LIU, H.; FAN, P.; WEI, Z. A prática de RSC compensa nas empresas do Leste Asiático? Uma investigação meta-analítica. *Asia Pacific Journal of Management*, v. 33, p. 195-228, 2016.

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.

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.

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.

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, 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.

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.

MATOS, P. V.; BARROS, V.; SARMENTO, J. M. Does ESG affect the stability of dividend in Europe? **Sustainability** 12, n. 21, 2020.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

OOD, 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.