

Divulgação Ambiental, Social, Governança (ESG) e as Políticas de Dividendos de Empresas Brasileiras

Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure and the Dividend Policies of Brazilian Companies

Larissa Degenhart Doutora em Contabilidade e Administração. Universidade Federal de Santa Maria (UFSM) – Brasil. larissa.degenhart@ufsm.br
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0651-8540>

Patrícia Silva dos Passos Graduada em Ciências Contábeis. Universidade Federal de Santa Maria (UFSM) – Brasil. patricia.spassos@hotmail.com
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8420-5780>

Luana dos Santos de Medeiros Graduada em Ciências Contábeis. Universidade Federal de Santa Maria (UFSM) – Brasil. luanamedeiros25@gmail.com
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4237-9488>

Marivane Vestena Rossato Doutora em Economia Aplicada. Universidade Federal de Santa Maria (UFSM) – Brasil. marivavest@gmail.com
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4446-6155>

Luiz Henrique Figueira Marquezan Doutora em Contabilidade. Universidade Federal de Santa Maria (UFSM) – Brasil. luizmarquezan@gmail.com
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2935-3099>

RESUMO

Esta pesquisa objetivou analisar os efeitos da divulgação ambiental, social e de governança (ESG) nas políticas de dividendos de empresas brasileiras. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa (Regressão Linear Múltipla e Logística), no período de 2015 a 2020 com uma amostra de 104 empresas. Os resultados revelaram que a divulgação ESG contribui para com a estabilidade no pagamento de dividendos efetuados pelas empresas brasileiras de um ano para o outro. Estes resultados sugerem que as empresas com maior divulgação ESG apresentam um pagamento de dividendos mais estável. Em relação aos efeitos da divulgação ESG no pagamento de dividendos, os achados revelaram que maiores investimentos em ESG geral e seus pilares, fazem com que as empresas distribuem dividendos aos acionistas. No que tange o valor dos dividendos pagos, apenas o pilar de governança corporativa potencializa esta variável. Diante destes resultados, concluiu-se que as empresas com divulgação ESG mais alta, revelam melhor alinhamento de longo prazo com acionistas e partes interessadas devido a uma participação nos lucros mais estável. Esta pesquisa contribui para a literatura com a temática relacionada à política de dividendos, ao adicionar um potencial determinante dessas políticas pouco explorado na literatura, que é a divulgação ESG. Além disso, contribui ao revelar que o envolvimento em iniciativas ESG incentiva as empresas a pagar mais dividendos e a manter a

sua estabilidade, o que gera maior motivação dos investidores para investir em empresas socialmente responsáveis.

Palavras-chave: ESG. Políticas de dividendos. Teoria dos Stakeholders. Empresas brasileiras.

ABSTRACT

This research aimed to analyze the effects of environmental, social and governance (ESG) disclosure on dividend policies of Brazilian companies. To achieve this goal, a descriptive documentary research employing a quantitative approach (Multiple Linear Regression and Logistic) was conducted from 2015 to 2020, involving a sample of 104 companies. The results revealed that ESG disclosure contribute to the stability of dividend payments made by Brazilian companies from one year to the next. The results suggest that companies with higher ESG disclosure tend to have a more stable dividend payout. Regarding the effects of ESG disclosure on dividend payments, the findings revealed that increased investments in general ESG and its pillars make companies distribute dividends to shareholders. Concerning the value of dividends paid, only the pillar of corporate governance enhances this variable. Based on these findings, the conclusion was drawn that companies with higher ESG disclosure reveal better long-term alignment with shareholders and stakeholders due to more stable profit sharing. This research contributes to the dividend policy literature by highlighting the relatively unexplored determining potential of ESG disclosure within these policies. In addition, it contributes by revealing that involvement in ESG initiatives encourages companies to increase dividend payments and uphold stability. This, in turn, fosters heightened investor motivation to invest in socially responsible companies.

Keywords: ESG. Dividend policies. Stakeholder Theory. Brazilian companies.

Recebido em 02/11/2023. Aprovado em 23/11/2023. Avaliado pelo sistema *double blind peer review*. Publicado conforme normas da APA.
<https://doi.org/10.22279/navus.v13.1812>

1 INTRODUÇÃO

A divulgação ESG pode apresentar impactos nas organizações, como por exemplo, afetar o desempenho empresarial (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Mohammad & Wasiuzzaman, 2021), a governança corporativa (Ellili, 2022), o conservadorismo contábil (Shen et al., 2021), as políticas de dividendos (Benlemlih, 2019; Matos et al., 2020; Salah & Amar, 2022; Ellili, 2022), entre outros fatores. Contudo, são incipientes os estudos que se concentraram na relação entre ESG e dividendos (Trihermanto & Nainggolan, 2020; Salah & Amar, 2022; Ellili, 2022), sendo este o foco desta pesquisa.

A sustentabilidade empresarial, a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e a divulgação ESG das empresas vêm sendo debatidas por profissionais, pesquisadores, formuladores de políticas e sociedade (Crespi & Migliavacca, 2020). Conforme a teoria dos stakeholders (Freeman, 1984), os stakeholders são considerados as partes interessadas que podem afetar a obtenção dos objetivos das empresas e até mesmo serem afetados por esse processo (Freeman, 1984). Os stakeholders podem ser afetados pelas estratégias ESG, visto os seus possíveis reflexos na distribuição dos dividendos (Matos et al., 2020; Salah & Amar, 2022; Ellili, 2022). Essa relação representa uma oportunidade de pesquisa identificada na literatura, além de uma necessidade de apresentar às empresas os benefícios das divulgações ESG para atrair novos investimentos.

Estudos encontraram resultados positivos entre a divulgação ESG e as políticas de dividendos (Rakotomavo, 2012; Samet & Jarbouï, 2017; Cheung et al., 2018; Benlemlih, 2019; Trihermanto & Nainggolan, 2020; Matos et al., 2020; Salah & Amar, 2022; Ellili, 2022) e outros estudos não evidenciaram uma relação entre tais variáveis (Samet & Jarbouï, 2017; Cheung et al., 2018; Trihermanto & Nainggolan, 2020; Salah & Amar, 2022).

Contudo, diante dos estudos localizados sobre a temática da relação entre a divulgação ESG e as políticas de dividendos, encontrou-se uma lacuna na literatura. Não foram encontradas evidências dessa relação no contexto brasileiro, o que motiva o desenvolvimento desta pesquisa. Apenas foram encontrados resultados de estudos que analisaram a relação entre ESG e pagamento de dividendos de empresas dos Estados Unidos (Rakotomavo, 2012; Cheung et al., 2018; Benlemlih, 2019), países da Europa (Samet & Jarbouï, 2017; Matos et al., 2020), Indonésia (Trihermanto & Nainggolan, 2020), Paquistão (Sheikl et al., 2021), França (Salah & Amar, 2022) e Emirados Árabes (Ellili, 2022). Desta forma, a análise do impacto da divulgação ESG nas políticas de dividendos demanda uma exploração mais aprofundada na literatura, inclusive em contextos como o Brasil (Salah & Amar, 2022).

A análise da divulgação ESG e seus aspectos individuais foi pouco explorada no que tange ao pagamento dos dividendos, constituindo a principal diferença desta pesquisa para com os estudos internacionais já desenvolvidos sobre o tema. Deste modo, uma análise detalhada dos subfatores do ESG "pode ser vantajosa para entender melhor o impacto das atividades ESG" (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021, p. 316) nas políticas de dividendos. Portanto, busca-se com esta pesquisa preencher esta lacuna e contribuir com novas evidências acerca da relação proposta. Conforme Benlemlih (2019) é relevante investigar em que medida as práticas socioambientais das empresas afetam a sua distribuição da riqueza aos acionistas.

Diante do exposto, este estudo busca responder à seguinte questão de pesquisa: Quais os efeitos da divulgação ambiental, social e de governança (ESG) nas políticas de dividendos de empresas brasileiras? Portanto,

objetiva-se analisar os efeitos da divulgação ESG nas políticas de dividendos de empresas brasileiras listadas na B3.

Justifica-se a realização desta pesquisa, pois a análise da relação entre ESG (ambiental, social e governança) e políticas de dividendos é incipiente na literatura contábil. Além disso, identificou-se apenas um estudo internacional que analisou a estabilidade do pagamento de dividendos (Matos et al., 2020), o que motiva a realização desta pesquisa no contexto brasileiro.

Esta pesquisa contribui para a literatura ao evidenciar novos insights sobre os efeitos da divulgação ESG nas políticas de dividendos no Brasil. Além disso, apresenta uma contribuição teórica ao utilizar a teoria dos Stakeholders para discutir as relações propostas, destacando os avanços desta pesquisa para a ciência contábil. No que se refere às contribuições práticas, os resultados deste estudo auxiliarão os gestores das empresas brasileiras a identificar quais são as práticas de responsabilidade ambiental, social e de governança que contribuem para com o pagamento de dividendos e para manter a sua estabilidade. Isso visa equilibrar o interesse da empresa com questões ESG e orientar a distribuição de dividendos. A partir dos resultados os gestores poderão desenvolver estratégias ESG para atrair novos investidores. Os resultados também contribuem para os gestores se comprometerem com a integração de práticas de sustentabilidade em suas decisões de alocação de capital.

Esta pesquisa também é útil para a sociedade, uma vez que possibilita aos formuladores de políticas públicas e à sociedade em geral visualizarem a importância de regulamentações mais rígidas sobre as divulgações ESG das empresas. Isso é essencial visto os seus mais variados efeitos internos e externos, no que tange a melhoria das condições aos funcionários, iniciativas sociais e minimização dos impactos ambientais causados por suas atividades.

2 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

2.1 Efeitos da divulgação ESG na estabilidade de dividendos

A "literatura sobre política de dividendos é extensa e contém muitas teorias, suposições e explicações sobre dividendos" (Salah & Amar, 2022, p. 1), diversas dessas teorias abordam a relação entre a política de dividendos e ESG, conforme discutido por Salah e Amar (2022). Este estudo analisa esta relação por meio dos argumentos da teoria dos Stakeholders, pois sustenta que uma empresa deve satisfazer as suas partes interessadas, visto que estas podem afetar e/ou serem afetadas pela realização dos objetivos organizacionais (Freeman, 1984).

Shen et al. (2021, p. 1838) argumentam que "a RSC desempenha um papel fundamental na melhoria dos relacionamentos com as partes interessadas e na eficiência do investimento, ao mesmo tempo em que reduz os custos de investimento". Portanto, os investimentos em RSC (apoio a comunidade, funcionários, minimização dos impactos ambientais), representam uma forma de pagamento direto e indireto às partes interessadas (Rakotomavo, 2012), e o compromisso com a RSC contribui para maiores ganhos com baixo risco (Cheung et al., 2018). Tais argumentos sugerem que as iniciativas ESG tendem a afetar a estabilidade do pagamento de dividendos (Matos et al., 2020), uma vez que influenciam positivamente os lucros por meio de relacionamentos mais sólidos com os stakeholders. Assim, as empresas podem decidir pagar mais dividendos aos acionistas (Cheung et al., 2018).

Evidências encontradas na literatura revelam uma relação positiva entre ESG e a estabilidade no pagamento de dividendos (Benlemlih, 2019; Matos et al., 2020). Os resultados de Benlemlih (2019) revelaram que o pagamento de dividendos é mais estável em empresas com alta RSC do que em empresas que apresentaram baixa RSC. Este achado sugere que as empresas com baixa divulgação de RSC tendem a ajustar o pagamento de dividendos mais rapidamente do que as empresas com altas pontuações de RSC. Por outro lado, as empresas com alto índice de governança corporativa usam sua política de dividendos em maior medida para controlar problemas de agência relacionados ao superinvestimento em RSC (Benlemlih, 2019). Além disso, tendem a ajustar sua política de dividendos dependendo do caixa disponível, priorizando o financiamento de investimentos internos antes de distribuir dividendos (Benlemlih, 2019). Deste modo, as pontuações das empresas em relação à governança corporativa estão associadas a uma menor estabilidade do pagamento de dividendos. Este fato pode explicar por que as empresas com pontuação alta em governança corporativa ajustam seus dividendos mais rapidamente do que empresas com pontuação baixa (Benlemlih, 2019).

Matos et al. (2020) analisaram a estabilidade no pagamento e rendimento dos dividendos, constatando que a pontuação geral ESG, ambiental e de governança corporativa, influencia positivamente a estabilidade no pagamento de dividendos. No entanto, a pontuação social impacta positivamente a estabilidade no rendimento de dividendos.

Nesse sentido, as empresas com baixa RSC são mais propensas a aumentar seu pagamento de dividendos para sinalizar seu verdadeiro valor quando o mercado subvaloriza seu patrimônio, ao contrário das empresas socialmente responsáveis, que não precisam usar sua política de dividendos como um sinal para o mercado. Portanto, as empresas que possuem iniciativas de "RSC podem preferir uma política de dividendos mais estável para sinalizar sua transparência e boa gestão" (Benlemlih, 2019, p. 117). Deste modo, postula-se que o pagamento de dividendos em empresas socialmente responsáveis deve ser mais estável (Benlemlih, 2019; Matos et al., 2020). Neste sentido, elaborou-se a hipótese 1 (H1):

H1. Há efeitos positivos da divulgação ESG, ambiental (H1a), social (H1b) e de governança (H1c) na estabilidade do pagamento de dividendos.

2.2 Efeitos da divulgação ESG no pagamento de dividendos

Conforme a teoria dos Stakeholders (Freeman, 1984), a responsabilidade dos gestores não se concentra apenas no respeito aos acionistas e na maximização de suas riquezas, mas também no gerenciamento dos interesses dos diversos stakeholders de maneira responsável (Samet & Jarboui, 2017). Nesse sentido, uma das responsabilidades internas é a distribuição de forma equitativa da riqueza entre as partes que contribuíram para a sua formação. Portanto, as empresas socialmente responsáveis utilizam a política de pagamento de dividendos sob a perspectiva da criação de riqueza (He et al., 2012).

Deste modo, as atividades de RSC tendem a aumentar os ganhos a partir de um melhor relacionamento com as partes interessadas e uma gestão eficiente dos recursos. Assim, lucros maiores obtidos por meio de atividades de RSC fazem com que as empresas consigam pagar mais dividendos (Cheung et al., 2018). Benlemlih (2019, p. 116), destaca que "um alto pagamento de dividendos é mais provável de sinalizar ao mercado que os gastos com RSC estão longe de

esgotar o caixa da empresa e levar a uma melhor alocação de recursos da empresa e a uma alta satisfação dos acionistas”.

De acordo com Benlemlih (2019), há dois cenários diante da relação entre ESG e o pagamento de dividendos. Por um lado, um alto pagamento de dividendos reduz o caixa para os gestores e faz com que estes não invistam em excesso nas atividades de RSC. E por outro lado, “uma política de alto pagamento de dividendos é uma boa maneira de sinalizar a reputação de uma empresa preocupada com seus stakeholders” (Benlemlih, 2019, p. 116).

Estudos anteriores indicam que a divulgação ESG está relacionada positivamente ao aumento de ganhos, como o pagamento de dividendos (Rakotomavo, 2012; Samet & Jarboui, 2017; Cheung et al., 2018; Benlemlih, 2019; Trihermanto & Nainggolan, 2020; Sheikh, 2020; Sheikh et al., 2021; Salah & Amar, 2022; Ellili, 2022), o que está alinhado com a teoria dos Stakeholders. No entanto, Cheung et al. (2018) não encontraram evidências de que a decisão de pagar ou não dividendos seja determinada pela RSC.

Estes resultados revelam que as empresas com divulgação de RSC, são mais propensas a aumentar seu nível de pagamento de dividendos (Samet & Jarboui, 2017). Conforme Salah e Amar (2022), empresas com RSC tendem a ter melhores relacionamentos com os stakeholders. Portanto, tais achados são consistentes com a teoria das partes interessadas, pois sugerem que quanto mais as empresas se comprometem com RSC, conseqüentemente, mais lucros obtêm, e conseguem pagar mais dividendos (Salah & Amar, 2022).

O pilar ambiental do ESG reflete a divulgação da empresa em relação à gestão de riscos ambientais e oportunidades ambientais e abrange as categorias de uso de recursos, redução de emissões e inovação ambiental (Samet & Jarboui, 2017; Refinitiv, 2022). Conforme a teoria dos Stakeholders, uma gestão ambiental eficiente é utilizada como mecanismo para atender às expectativas das diferentes partes interessadas na empresa (Kraus et al., 2020). Deste modo, estas empresas tendem a obter menores custos de transação e maiores vantagens competitivas, pois possuem um melhor relacionamento com os stakeholders (Salah & Amar, 2022).

Samet e Jarboui (2017) constataram que a divulgação ambiental tem um efeito positivo no nível de pagamento de dividendos. Benlemlih (2019) também evidenciou que a pontuação de RSC relacionada ao meio ambiente apresenta uma relação positiva com o pagamento de dividendos. Zade (2020), por sua vez, demonstrou que a divulgação ambiental influencia positivamente a política de dividendos. Por outro lado, embora Trihermanto e Nainggolan (2020) tenham encontrado resultados indicando que as despesas de RSC voltadas para questões ambientais mostram resultados positivos, estes foram considerados insignificantes no pagamento de dividendos das empresas. Salah e Amar (2022) constataram que os componentes individuais da RSC influenciam positivamente a política de dividendos. No entanto, a relação entre a RSC no aspecto ambiental e o pagamento de dividendos apresentou coeficiente positivo, mas não significativo, assim como evidenciado por Trihermanto e Nainggolan (2020). Diante das controvérsias nos resultados e com base na teoria dos Stakeholders (Freeman, 1984), há a expectativa de que empresas que desenvolvem iniciativas ambientais paguem mais dividendos (Salah & Amar, 2022).

Em relação ao pilar social da ESG, compreende-se que este “mede a capacidade de uma empresa em gerar confiança e fidelização com sua força de trabalho, clientes e sociedade, por meio do uso das melhores práticas de gestão” (Samet & Jarboui, 2017, p. 987-988). Abrange as categorias de força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade pelo produto (Samet & Jarboui, 2017; Refinitiv, 2022).

Segundo Benlemlih (2019), os pagamentos de dividendos mais elevados desempenham um papel no controle da estratégia de doação das empresas, explicando os efeitos positivos da divulgação social no pagamento de dividendos. Além disso, quando as empresas tratam os seus funcionários de maneira justa, reduzem os potenciais riscos de litígios, conquistam o apoio dos colaboradores e têm acesso a fluxos de caixa mais estáveis (Benlemlih, 2019). Assim, “os recursos das empresas podem ser dedicados a decisões estratégicas, como a distribuição de dividendos” (Benlemlih, 2019, p. 116).

De acordo com Bajic e Yurtoglu (2018), os investidores devem focar a sua atenção na dimensão social ao avaliar a RSC das empresas, pois este aspecto prediz sistematicamente o maior valor da empresa. Samet e Jarboui (2017), Zade (2020) e Salah e Amar (2022) revelaram que a divulgação social influencia positivamente o nível de pagamento de dividendos. Benlemlih (2019) também evidenciou que a pontuação de RSC voltada para as relações com os funcionários, diversidade e comunidade estão positivamente relacionadas ao pagamento de dividendos. No entanto, no estudo de Trihermanto e Nainggolan (2020) os achados indicaram que as despesas de RSC relacionadas ao aspecto social, possuem relação positiva, mas sem significância com o pagamento de dividendos. Conforme a teoria dos Stakeholders (Freeman, 1984), espera-se que as empresas que possuem iniciativas sociais, conseqüentemente destinem maiores lucros aos acionistas na forma de distribuição de dividendos (Salah & Amar, 2022).

Em relação aos efeitos da governança no pagamento de dividendos, Benlemlih (2019) aborda que esta relação é positiva, visto “que empresas mais bem governadas oferecem direitos de proteção mais fortes a seus acionistas” (p. 116). O pilar de governança visa mensurar os sistemas e processos de uma empresa que garantem que os membros do conselho de administração e diretoria executiva atuem no melhor interesse de seus acionistas e partes interessadas (Samet & Jarboui, 2017; Refinitiv, 2022). Esse pilar abrange as categorias de gestão, que incluem as funções e estruturas do conselho e as estratégias de RSC (Refinitiv, 2022). Nesse sentido, quanto maior a pontuação de governança, mais os acionistas tendem a utilizar a política de dividendos para controlar os superinvestimentos em RSC (Benlemlih, 2019).

Evidências encontradas na literatura revelam que a dimensão de governança corporativa está positivamente associada ao pagamento de dividendos (Benlemlih, 2019; Salah & Amar, 2022). Contudo, Samet e Jarboui (2017) revelaram que a divulgação da governança apresenta um efeito insignificante no nível de pagamento total de dividendos. Diante dos resultados, espera-se que a qualidade da governança corporativa das empresas analisadas esteja positivamente relacionada às políticas de distribuição de dividendos (Salah & Amar, 2022). Portanto, propõe-se a hipótese 2 (H2):

H2. Há efeitos positivos da divulgação ESG, ambiental (H2a), social (H2b) e de governança (H2c) no pagamento de dividendos.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa classifica-se como descritiva, pois visa demonstrar quais variáveis referentes à divulgação ESG tendem a melhorar as políticas de dividendos. Quanto aos procedimentos, classifica-se como documental, pois a coleta dos dados foi realizada no banco de dados Refinitiv® referente aos anos de 2015 a 2020. Em relação à abordagem do problema, esta pesquisa é

quantitativa, pois utilizou técnicas estatísticas para quantificar as informações financeiras (políticas de dividendos) e a divulgação ESG.

A população do estudo é composta pelas companhias abertas listadas na B3, exceto as empresas do setor econômico "Financeiro e Outros", pois apresentam características singulares de suas atividades e devem ser analisadas de forma individual (Crespi & Migliavacca, 2020), conforme procedimentos adotados por estudos anteriores (Samet & Jarbouï, 2017; Benlemlih, 2019; Matos et al., 2020; Salah & Amar, 2022). Também foram excluídas as empresas que não continham nenhuma informação sobre as variáveis ESG no período analisado.

A amostra do estudo abrangeu um painel não balanceado de dados anuais de 104 empresas brasileiras, visto a falta de informações sobre dividendos e divulgações ESG. Benlemlih (2019) e Crespi e Migliavacca (2020) também analisaram dados ESG utilizando um painel não balanceado de dados, o que justifica a utilização desta amostra nesta pesquisa.

A Tabela 1 apresenta o total de empresas pertencentes à população e à amostra.

Tabela 1

População e amostra da pesquisa

População	Empresas do Setor Financeiro e Outros	Empresas sem informação ESG em todos os anos	Amostra Final
469	73	292	104

Destaca-se que das 104 empresas analisadas, 72 pagaram dividendos em 2015, 70 em 2016, 69 em 2017, 76 em 2018, 73 no ano de 2019 e 77 em 2020.

3.1 Constructos da Pesquisa

Para responder à questão problema foram utilizadas seis variáveis dependentes para mensurar as políticas de dividendos. Ressalta-se que duas destas variáveis dizem respeito à estabilidade do pagamento de dividendos: variável dicotômica da faixa de pagamento de dividendos (D_FPD) e variável dicotômica da faixa de rendimento dos dividendos (D_FRD). Já as variáveis faixa de pagamento de dividendos (FPD), faixa de rendimento dos dividendos (FRD), dividendos pagos (DIVP) e a variável dicotômica dos dividendos pagos (D_DIVP) referem-se ao pagamento de dividendos, ou seja, o respectivo valor pago aos acionistas e se houve o pagamento de dividendos no período ou não. Estas seis medidas compreendem as políticas de distribuição de dividendos e são as variáveis dependentes na Equação 1.

A variável faixa de pagamento de dividendos (D_FPD) objetiva mensurar a estabilidade no compartilhamento de valor com os acionistas para o caixa atual e crescimento futuro da empresa (Matos et al., 2020). Já a variável faixa de rendimento dos dividendos (D_FRD) visa captar a estabilidade de uma medida de mercado, obtida por meio do pagamento de dividendos em dinheiro sobre o preço das ações da empresa no final do ano (Matos et al., 2020). Para definir a estabilidade, foram adotados os procedimentos utilizados por Matos et al. (2020).

Na Tabela 2 apresentam-se as variáveis pesquisadas.

Tabela 2

Variáveis analisadas no estudo

Variáveis	Operacionalização	Autores
Variáveis Dependentes		
Dummy faixa de pagamento de dividendos (D_FPD)	Empresas com índice de pagamento de dividendos (DPA/Lucro por ação) de até 2% a mais do ano anterior atribuiu-se 1, e caso contrário 0.	Cheung et al. (2018); Benlemlih (2019); Matos et al. (2020)
Dummy faixa de rendimento dos dividendos (D_FRD)	Empresas com <i>dividend yield</i> (DPA/Preço da Ação) de até 2% a mais do ano anterior atribuiu-se 1, e caso contrário 0.	Benlemlih (2019); Matos et al. (2020)
Faixa de pagamento de dividendos (<i>payout ratio</i>) (FPD)	Refere-se ao valor do índice de pagamento de dividendos (DPA/Lucro por ação) da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Cheung et al. (2018); Salah e Amar (2022)
Faixa de rendimento dos dividendos (<i>dividend yield</i>) (FRD)	Refere-se ao valor do <i>dividend yield por ação</i> (DPA/Preço da Ação) da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	-
Dividendos pagos (<i>payout</i>) (DIVP)	Valor do dividendo pago pela empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Rakotomavo (2012); Cheung et al. (2018); Samet e Jarboui (2017); Benlemlih (2019); Trihermanto e Nainggolan (2020); Sheikh et al. (2021); Salah e Amar (2022); Ellili (2022)
Dummy dividendos pagos (<i>payout</i>) (D_DIVP)	Atribuiu-se o valor 1 para as empresas que pagaram dividendos no ano, e 0 caso contrário.	Cheung et al. (2018); Benlemlih (2019); Matos et al. (2020); Trihermanto e Nainggolan (2020); Sheikh et al. (2021)
Variáveis Independentes		
Divulgação geral (ESG)	Refere-se a uma pontuação geral da empresa entre 0 e 100 com base nas informações auto-relatadas nos pilares ambiental, social e de governança corporativa (Refinitiv, 2022).	Samet e Jarboui (2017); Matos et al. (2020); Salah e Amar (2022); Ellili (2022)
Divulgação Ambiental (AMB)	Mede o impacto de uma empresa nos sistemas naturais (ar, terra, água e os ecossistemas completos). Reflete em uma pontuação de 0 a 100, o quão bem uma empresa usa as melhores práticas de gestão para evitar riscos ambientais e capitalizar as oportunidades ambientais a fim de gerar valor para os acionistas a longo prazo (Refinitiv, 2022).	Samet e Jarboui (2017); Matos et al. (2020); Salah e Amar (2022)

Divulgação Social (SOC)	Refere-se à capacidade de uma empresa em gerar confiança e fidelização de seus colaboradores, clientes e sociedade, por meio da utilização das melhores práticas de gestão. É um reflexo da reputação da empresa e da integridade de sua licença para operar fatores-chave na determinação de sua capacidade de gerar valor para os acionistas no longo prazo (Refinitiv, 2022).	Samet e Jarboui (2017); Matos et al. (2020); Salah e Amar (2022)
Divulgação Governança (GOV)	Mede os sistemas e processos de uma empresa, o que garante que seus conselheiros e executivos atuem no melhor interesse de seus acionistas no longo prazo. Reflete a capacidade da empresa, por meio da aplicação das melhores práticas de gestão, em direcionar e controlar seus direitos e responsabilidades por meio da criação de incentivos e contrapesos para gerar valor para os acionistas no longo prazo (Refinitiv, 2022).	Samet e Jarboui (2017); Matos et al. (2020); Salah e Amar (2022)
Variáveis de Controle		
Número de analistas (NA)	Número de analistas listados como cobrindo cada empresa i no período t .	Matos et al. (2020)
Market to book (MTB)	Refere-se à relação entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa i no período t . $\frac{(VA \times QA)}{PL}$	Samet e Jarboui (2017); Cheung et al. (2018); Matos et al. (2020)
Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo natural do Ativo Total da empresa i no período t .	Samet e Jarboui (2017); Cheung et al. (2018); Benlemlih (2019); Matos et al. (2020); Trihermanto e Nainggolan (2020); Salah e Amar (2022)
Lucratividade (ROE)	Mede a lucratividade da empresa por meio do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Rakotomavo (2012); Matos et al. (2020); Salah e Amar (2022)

Alavancagem financeira (AF)	Refere-se ao nível de endividamento da empresa i no período t. Dívidas (PC + PNC)/Ativo Total	Samet e Jarboui (2017); Cheung et al. (2018); Benlemlih (2019); Matos et al. (2020); Trihermanto e Nainggolan (2020); Salah e Amar (2022)
Intensidade de capital (IC)	Mede a intensidade de capital da empresa em relação ao ativo total. Ativo Imobilizado/Ativo Total	Matos et al. (2020)

VA: Valor da ação; QA: Quantidade de ações; PL: Patrimônio Líquido.

3.2 Procedimentos de Coleta e Análise dos dados

As informações referentes à divulgação ESG, as políticas de dividendos e as variáveis de controle foram coletadas no banco de dados Refinitiv® e posteriormente tabuladas e importadas para o software Stata® para a realização do tratamento dos dados.

Inicialmente realizou-se a winsorização a 1% das variáveis contínuas, para evitar os efeitos de outliers na amostra. Posteriormente, efetuou-se a correlação entre as variáveis com o intuito de verificar se as variáveis independentes apresentam correlação com as variáveis dependentes do modelo e se não há problemas de multicolinearidade entre as variáveis. Na sequência realizou-se a Regressão Linear Múltipla com erros padrões robustos (a fim de corrigir problemas de heterocedasticidade) para os modelos que apresentam variável dependente contínua (FPD, FRD e DIVP) e a Regressão Logística, para as variáveis dependentes dicotômicas (D_FPD, D_FRD e D_DIVP).

Antes de proceder a análise dos resultados, foram testados os pressupostos dos modelos de regressão (teste de normalidade, teste de Fator de Inflação de Variância (VIF), Durbin Watson e ANOVA). O teste de Normalidade visa identificar a distribuição dos dados. O modelo de regressão elaborado para analisar os efeitos da divulgação ESG nas políticas de dividendos é apresentado na sequência:

$$\text{Políticas Dividendos} = \beta_0 + \beta_1\text{ESG} + \beta_2\text{NA} + \beta_3\text{MTB} + \beta_4\text{TAM} + \beta_5\text{ROE} + \beta_6\text{AF} + \beta_7\text{IC} + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon$$

Ressalta-se que esta equação foi aplicada em cada uma das variáveis dependentes do modelo que se referem às políticas de dividendos. Além disso, o β_1 na equação foi substituído pelos aspectos individuais do ESG (AMB, SOC e GOV) em cada uma das regressões. Optou-se por analisar a divulgação geral ESG e individual para capturar as diferentes perspectivas que afetam a variável de resultado (Salah & Amar, 2022).

4. ANÁLISE DOS DADOS

4.1 Efeitos do ESG na Estabilidade do Pagamento de Dividendos

Na Tabela 3, são evidenciados os resultados da divulgação ESG (geral).

Tabela 3

Resultados da divulgação ESG na estabilidade do pagamento de dividendos

Variáveis	D_FPD	D_FRD
Divulgação ESG (geral)	0,000* (0,419)	0,053** (0,170)
Número de analistas (NA)	0,000* (-0,021)	0,000* (-0,019)
Market to Book (MTB)	0,469 (7,53)	0,557 (5,72)
Tamanho da empresa (TAM)	0,443 (-0,039)	0,000* (0,192)
Retorno sobre o PL (ROE)	0,002* (0,509)	0,148 (0,235)
Alavancagem financeira (AF)	0,001* (-0,349)	0,411 (-0,082)
Intensidade de capital (IC)	0,255 (0,070)	0,839 (-0,011)
R ²	0,1019	0,0634
ANOVA	0,000*	0,000*
VIF Médio	1,42	1,42
Durbin Watson	1,8149	1,8093
EF Setor e Ano	Sim	Sim
Número de Obs.	579	579

* Significância no nível de 1%. ** Significância no nível de 5%.

A partir dos resultados da Tabela 3, nota-se que a divulgação ESG evidenciou um efeito positivo e significativo na estabilidade do índice de pagamento de dividendos (D_FPD) e o índice de rendimento dos dividendos (D_FRD). Estas evidências permitem confirmar a H1 do estudo: Há efeitos positivos da divulgação ESG na estabilidade do pagamento de dividendos. Os achados para a variável dicotômica faixa de pagamento de dividendos (D_FPD) corroboram as evidências encontradas por Benlemlih (2019) e Matos et al. (2020).

Estes resultados sugerem que um aumento na pontuação ESG geral das empresas analisadas está associado a uma maior probabilidade de aumento nas taxas estáveis de pagamento e rendimento dos dividendos de um ano para o outro. Portanto, pontuações ESG mais altas se alinham melhor aos interesses das partes interessadas, como resultado de uma participação nos lucros proporcionalmente estável no mercado de ações (Benlemlih, 2019; Matos et al., 2020). Conforme Shen et al. (2021) as iniciativas RSC desempenham um papel fundamental na melhoria dos relacionamentos com as partes interessadas e a estabilidade no pagamento de dividendos é relevante neste relacionamento, a partir das estratégias ESG (Matos et al., 2020).

Como a divulgação ESG abrange três áreas: ambiental, social e governança (Samet & Jarboui, 2017), buscou-se compreender melhor o impacto de cada dimensão nas políticas de dividendos, apresentando modelos separados para cada uma das dimensões ESG. Os resultados para a divulgação ambiental são abordados na Tabela 4.

Tabela 4

Resultados da divulgação Ambiental na estabilidade do pagamento de dividendos

Variáveis	D_FPD	D_FRD
Divulgação Ambiental (AMB)	0,000* (0,330)	0,844 (-0,016)
Número de analistas (NA)	0,000* (-0,020)	0,000* (-0,020)

<i>Market to Book</i> (MTB)	0,589 (5,63)	0,559 (5,71)
Tamanho da empresa (TAM)	0,736 (-0,017)	0,002* (0,147)
Retorno sobre o PL (ROE)	0,002* (0,517)	0,299 (0,170)
Alavancagem financeira (AF)	0,001* (-0,352)	0,476 (-0,071)
Intensidade de capital (IC)	0,282 (0,066)	0,745 (-0,018)
R ²	0,0931	0,0570
ANOVA	0,000*	0,000*
VIF Médio	1,42	1,42
<i>Durbin Watson</i>	1,7962	1,8169
EF Setor e Ano	Sim	Sim
Número de Obs.	579	579

* Significância no nível de 1%. ** Significância no nível de 5%.

Os achados da Tabela 4 indicam que a divulgação ambiental se relacionou positivamente com a estabilidade do índice de pagamento de dividendos (D_FPD), conforme encontrado por Matos et al. (2020), o que permite confirmar a H1a do estudo: *Há efeitos positivos da divulgação ambiental na estabilidade do pagamento de dividendos.*

As evidências encontradas revelam que um aumento na pontuação ambiental gera consequentemente uma probabilidade de um aumento na estabilidade do pagamento de dividendos. Portanto, a distribuição de dividendos de forma estável, tende a ser potencializada pelas ações ambientais realizadas pelas empresas analisadas. Além disso, os resultados sugerem que as empresas podem preferir uma política de dividendos mais estável com vistas a sinalizar para as partes interessadas a sua transparência e boa gestão dos recursos (Benlemlih, 2019).

Na Tabela 5 são apresentados os resultados para a divulgação social.

Tabela 5

Resultados da divulgação Social na estabilidade do pagamento de dividendos

Variáveis	D_FPD	D_FRD
Divulgação Social (SOC)	0,000* (0,407)	0,042** (0,161)
Número de analistas (NA)	0,000* (-0,021)	0,000* (-0,019)
<i>Market to Book</i> (MTB)	0,365 (9,44)	0,611 (4,96)
Tamanho da empresa (TAM)	0,303 (-0,053)	0,000* (0,196)
Retorno sobre o PL (ROE)	0,001* (0,525)	0,158 (0,227)
Alavancagem financeira (AF)	0,001* (-0,337)	0,387 (-0,086)
Intensidade de capital (IC)	0,210 (0,076)	0,802 (-0,014)
R ²	0,1067	0,0640
ANOVA	0,000*	0,000*
VIF Médio	1,41	1,41
<i>Durbin Watson</i>	1,8237	1,8131
EF Setor e Ano	Sim	Sim
Número de Obs.	579	579

* Significância no nível de 1%. ** Significância no nível de 5%.

Além disso, os resultados sugerem que as empresas podem preferir uma política de dividendos mais estável com vistas a sinalizar para as partes interessadas a sua transparência e boa gestão dos recursos (Benlemlih, 2019). Portanto, a hipótese H1b foi confirmada: *Há efeitos positivos da divulgação social na estabilidade do pagamento de dividendos.*

Estes achados revelam que as iniciativas sociais realizadas pelas empresas potencializam a estabilidade do pagamento e rendimento dos dividendos de um ano para o outro. Deste modo, um aumento na pontuação social, gera um aumento na estabilidade do pagamento e rendimento dos dividendos pagos. Estes achados corroboram o estudo de Matos et al. (2020), pois também constataram um efeito positivo da divulgação social na faixa de rendimento dos dividendos.

Os resultados da divulgação de governança são evidenciados na Tabela 6.

Tabela 6

Resultados da divulgação Governança na estabilidade do pagamento de dividendos

Variáveis	D_FPD	D_FRD
Divulgação Governança (GOV)	0,003* (0,232)	0,001* (0,225)
Número de analistas (NA)	0,000* (-0,020)	0,000* (-0,018)
Market to Book (MTB)	0,375 (9,17)	0,658 (4,30)
Tamanho da empresa (TAM)	0,538 (0,030)	0,000* (0,194)
Retorno sobre o PL (ROE)	0,000* (0,596)	0,115 (0,251)
Alavancagem financeira (AF)	0,000* (-0,370)	0,427 (-0,078)
Intensidade de capital (IC)	0,213 (0,078)	0,892 (0,007)
R ²	0,0827	0,0722
ANOVA	0,000*	0,000*
VIF Médio	1,32	1,32
Durbin Watson	1,8169	1,8052
EF Setor e Ano	Sim	Sim
Número de Obs.	579	579

* Significância no nível de 1%. ** Significância no nível de 5%.

Nota-se na Tabela 6, que a divulgação de governança corporativa se relacionou positivamente com as variáveis estabilidade do pagamento de dividendos (D_FPD) e rendimento dos dividendos (D_FRD). Estas evidências revelam que um aumento na pontuação de governança contribui para com a estabilidade do pagamento e rendimento dos dividendos de um ano para o outro. Portanto, um aumento de uma unidade na pontuação de governança produz uma probabilidade de 0,3% de um aumento nas taxas de pagamento estáveis dos dividendos e 0,1% na rentabilidade estável dos dividendos. Estes resultados confirmam a H1c: *Há efeitos positivos da divulgação de governança na estabilidade do pagamento de dividendos.*

Estes achados se assemelham aos obtidos por Matos et al. (2020) no contexto de empresas da Europa. Além disso, os resultados revelam que as empresas com altas pontuações de governança tendem a ajustar as suas políticas de dividendos conforme o caixa disponível, pois inicialmente financiam os

investimentos próprios (capital próprio) e posteriormente distribuem dividendos às demais partes interessadas (Benlemlih, 2019).

No geral, os resultados desta etapa da análise dos dados estão de acordo com a teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984), uma vez que a divulgação ESG impactou positivamente na estabilidade do pagamento de dividendos. Isso sugere que os *stakeholders* são impactados pelas atividades socioambientais realizadas pelas empresas, o que corrobora com esta teoria. Deste modo, quando as partes interessadas são remuneradas na forma de dividendos, denota-se que o sucesso das empresas depende da sua capacidade de cumprir com as expectativas das partes interessadas (Nekhili et al., 2017) e estas expectativas podem ser supridas por meio da incorporação de estratégias ambientais, sociais e de governança.

4.1 Efeitos do ESG no Pagamento de Dividendos

A Tabela 7 evidencia os achados da divulgação ESG (geral) nas variáveis relacionadas ao pagamento de dividendos.

Tabela 7

Resultados da divulgação ESG no pagamento de dividendos

Variáveis	FPD	FRD	DIVP	D_DIVP
Divulgação ESG (geral)	0,000* (0,200)	0,733 (-0,002)	0,511 (-0,052)	0,000* (0,299)
Número de analistas (NA)	0,014** (-0,007)	0,000* (-0,001)	0,870 (-0,0006)	0,720 (-0,001)
Market to Book (MTB)	0,024** (1,57)	0,638 (-4,76)	0,072 (1,46)	0,008* (-2,47)
Tamanho da empresa (TAM)	0,036** (0,074)	0,000* (0,045)	0,794 (-0,013)	0,010* (0,135)
Retorno sobre o PL (ROE)	0,024** (0,240)	0,001* (0,061)	0,000* (0,700)	0,036** (0,363)
Alavancagem financeira (AF)	0,001* (-0,246)	0,000* (-0,046)	0,563 (-0,065)	0,000* (-0,540)
Intensidade de capital (IC)	0,517 (0,028)	0,127 (0,008)	0,000* (0,272)	0,093 (-0,095)
R ²	0,0706	0,2692	0,1005	0,1049
ANOVA	0,000*	0,000*	0,000*	0,000*
VIF Médio	1,42	1,47	1,41	1,42
Durbin Watson	1,7180	1,6762	1,4366	1,5142
EF Setor e Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Obs.	579	479	417	579

* Significância no nível de 1%. ** Significância no nível de 5%.

Conforme os resultados evidenciados na Tabela 7, denota-se que a divulgação ESG apresenta relação positiva com o valor absoluto da faixa de pagamentos de dividendos (FPD), ou seja, um índice de pagamento de dividendos que compreende o dividendo por ação em relação ao lucro por ação. Este resultado revela que quanto maior é o investimento ESG, maior tende a ser a faixa de pagamento dos dividendos em relação aos resultados da empresa no mercado de capitais, o que beneficia as partes interessadas da empresa. A divulgação ESG geral também apresenta influência positiva na variável dicotômica de pagamento de dividendos (D_DIVP). Esse resultado revela que quanto maior a divulgação ESG geral das empresas, maior é a tendência de estas pagarem dividendos. Estes resultados permitiram confirmar a hipótese H2 do estudo: *Há efeitos positivos da divulgação ESG no pagamento de dividendos.*

Os achados para a variável D_DIVP corroboram com as evidências encontradas por Cheung et al. (2018), Benlemlih (2019), Trihermanto e Nainggolan (2020), Sheikh (2020) e Sheikh et al. (2021). Por outro lado, não se assemelham com os achados de Cheung et al. (2018). Quanto a variável DIVP, os achados de Rakotomavo (2012), Samet e Jarboui (2017), Salah e Amar (2022) e Ellili (2022) são contrários aos encontrados, pois revelaram efeitos positivos da divulgação ESG no valor dos dividendos pagos no período.

Os resultados encontrados para os efeitos da divulgação 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, lucros maiores ocasionam maiores chances de as empresas realizarem o pagamento de dividendos (Cheung et al., 2018) e a divulgação ESG é uma forma das empresas sinalizarem a sua preocupação com os *stakeholders* (Benlemlih, 2019; Salah & Amar, 2022).

Os resultados dos efeitos da divulgação ambiental são demonstrados na Tabela 8.

Tabela 8*Resultados da divulgação Ambiental no pagamento de dividendos*

Variáveis	FPD	FRD	DIVP	D_DIVP
Divulgação Ambiental (AMB)	0,000* (0,206)	0,833 (-0,001)	0,870 (-0,011)	0,013** (0,192)
Número de analistas (NA)	0,016** (-0,006)	0,000* (-0,001)	0,817 (-0,0008)	0,870 (-0,0006)
Market to Book (MTB)	0,037** (1,45)	0,645 (-4,65)	0,069 (1,47)	0,006* (-2,58)
Tamanho da empresa (TAM)	0,025** (0,078)	0,000* (0,045)	0,592 (-0,026)	0,001* (0,164)
Retorno sobre o PL (ROE)	0,038** (0,218)	0,001* (0,060)	0,000* (0,684)	0,026** (0,392)
Alavancagem financeira (AF)	0,001** (-0,243)	0,000* (-0,046)	0,581 (-0,062)	0,000* (-0,545)
Intensidade de capital (IC)	0,595 (0,023)	0,131 (0,008)	0,000* (0,270)	0,094 (-0,095)
R ²	0,0752	0,2691	0,0996	0,0950
ANOVA	0,000*	0,000*	0,000*	0,000*
VIF Médio	1,42	1,46	1,40	1,42
Durbin Watson	1,7055	1,6773	1,4386	1,4882
EF Setor e Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Obs.	579	479	417	579

* Significância no nível de 1%. ** Significância no nível de 5%.

Em relação à divulgação ambiental, os resultados obtidos foram similares aos alcançados para o ESG geral, pois a divulgação ambiental se relaciona positivamente com o valor absoluto do índice relativo à faixa de pagamentos de dividendos (FPD) e dividendos pagos (D_DIVP). Estes achados corroboram com as conclusões de Matos et al. (2020) e Zade (2020). Esta evidência significa que quanto maior é a divulgação ambiental das empresas, maior a probabilidade de pagarem dividendos no período, logo, a hipótese H2a é confirmada: *Há efeitos positivos da divulgação ambiental no pagamento de dividendos.*

Destaca-se também que a divulgação ambiental não apresentou significância estatística na variável FRD e DIVP, que representa o valor dos dividendos pagos, ou seja, a divulgação ambiental não afeta o valor de dividendos pagos aos sócios, proprietários e acionistas. Estes resultados se

assemelham aos evidenciados por Trihermanto e Nainggolan (2020) e Salah e Amar (2022). Por outro lado, não corroboram os achados de Samet e Jarboui (2017) e Benlemlih (2019).

Estes resultados confirmam a abordagem da teoria dos *Stakeholders*, evidenciando que uma gestão ambiental eficiente é utilizada pelas empresas para atender as diversas partes interessadas (Kraus et al., 2020). Isso reflete na estratégia da política de dividendos que se refere a pagar dividendos. Deste modo, quanto maiores forem os investimentos ambientais, no que tange a minimização do uso de recursos naturais, emissões e destinação de recursos para a inovação ambiental, maior tende a ser a vantagem competitiva destas empresas, pois apresentarão um melhor relacionamento com os *stakeholders* (Salah & Amar, 2022).

Na Tabela 9 são apresentados os resultados da divulgação social.

Tabela 9

Resultados da divulgação Social no pagamento de dividendos

Variáveis	FPD	FRD	DIVP	D_DIVP
Divulgação Social (SOC)	0,000* (0,205)	0,807 (-0,001)	0,881 (0,010)	0,000* (0,290)
Número de analistas (NA)	0,014** (-0,006)	0,000* (-0,001)	0,799 (-0,0009)	0,748 (-0,001)
Market to Book (MTB)	0,016** (1,67)	0,636 (-4,79)	0,072 (1,47)	0,012** (-2,34)
Tamanho da empresa (TAM)	0,019** (-0,084)	0,000* (0,045)	0,495 (-0,034)	0,017* (0,125)
Retorno sobre o PL (ROE)	0,021** (0,243)	0,001* (0,060)	0,000* (0,672)	0,029** (0,375)
Alavancagem financeira (AF)	0,001* (-0,239)	0,000* (-0,046)	0,595 (-0,060)	0,000* (-0,531)
Intensidade de capital (IC)	0,475 (0,031)	0,135 (0,008)	0,000* (0,269)	0,108 (-0,091)
R ²	0,0757	0,2691	0,0996	0,1076
ANOVA	0,000*	0,000*	0,000*	0,000*
VIF Médio	1,41	1,46	1,40	1,41
Durbin Watson	1,7212	1,6760	1,4395	1,5044
EF Setor e Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Obs.	579	479	417	579

* Significância no nível de 1%. ** Significância no nível de 5%.

De acordo com os resultados evidenciados na Tabela 9, a divulgação social apresentou os mesmos resultados da divulgação ESG geral (Tabela 7) e ambiental (Tabela 8), o que revela que a divulgação social também se relaciona positivamente com o valor absoluto do índice de pagamento de dividendos (FPD) e a variável de dividendos pagos (D_DIVP). Esse resultado sugere que quanto maior for a divulgação social maior é a possibilidade de as empresas pagarem de fato dividendos no período analisado, o que confirma a hipótese H2b: *Há efeitos positivos da divulgação social no pagamento de dividendos.*

A divulgação social, assim como a divulgação ESG geral e ambiental, não explica a variável referente aos valores de dividendos pagos (DIVP). Tais evidências corroboram os resultados obtidos por Trihermanto e Nainggolan (2020) e contradizem os achados encontrados por Samet e Jarboui (2017), Benlemlih (2019), Zade (2020) e Salah e Amar (2022). Além disso, não explica a faixa de rendimento dos dividendos.

Portanto, o fato de as empresas pagarem dividendos é explicado por meio das estratégias desenvolvidas para melhorar a sua força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade pelo produto (Benlemlih, 2019).

Denota-se ainda, que os investidores devem direcionar a sua atenção na dimensão social, pois conforme Bajic e Yurtoglu (2018), este aspecto prediz sistematicamente o maior valor da empresa.

Os achados dos efeitos da divulgação de governança são constatados na Tabela 10.

Tabela 10

Resultados da divulgação Governança no pagamento de dividendos

Variáveis	FPD	FRD	DIVP	D_DIVP
Divulgação Governança (GOV)	0,275 (0,052)	0,603 (0,003)	0,014** (0,168)	0,011** (0,201)
Número de analistas (NA)	0,029** (-0,006)	0,000* (-0,001)	0,869 (0,0006)	0,749 (-0,001)
<i>Market to Book</i> (MTB)	0,020** (1,62)	0,665 (-4,36)	0,117 (1,29)	0,013** (-2,34)
Tamanho da empresa (TAM)	0,390 (-0,027)	0,000* (0,043)	0,704 (0,018)	0,000* (0,176)
Retorno sobre o PL (ROE)	0,005* (0,305)	0,001* (0,058)	0,000* (0,746)	0,018** (0,411)
Alavancagem financeira (AF)	0,000* (-0,258)	0,000* (-0,045)	0,507 (-0,075)	0,000* (-0,553)
Intensidade de capital (IC)	0,429 (0,035)	0,153 (0,007)	0,000* (0,278)	0,107 (-0,092)
R ²	0,0539	0,2693	0,1112	0,0974
ANOVA	0,000*	0,000*	0,000*	0,000*
VIF Médio	1,32	1,40	1,34	1,32
<i>Durbin Watson</i>	1,7032	1,6753	1,4367	1,5131
EF Setor e Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Obs.	579	479	417	579

* Significância no nível de 1%. ** Significância no nível de 5%.

Os resultados dos efeitos da divulgação de governança corporativa no pagamento de dividendos (Tabela 10) são diferentes dos achados encontrados para a divulgação ESG geral (Tabela 7), ambiental (Tabela 8) e social (Tabela 9), pois a divulgação de governança intervém positivamente tanto no valor dos dividendos pagos (DIVP), quanto no pagamento de dividendos (D_DIVP). Estas evidências revelam que quanto maior é a divulgação de governança corporativa das empresas, maior tende a ser o valor dos dividendos pagos (DIVP) e maior é a tendência à aderência das empresas a pagar os dividendos no período (D_DIVP). Esse resultado sugere que empresas com uma estrutura de governança definida, incluindo funções e estruturas claras no conselho de administração, juntamente com estratégias de RSC (Refinitiv, 2022), tendem a pagar dividendos mais altos e são propensas a adotar políticas de pagamento de dividendos. Essas conclusões estão alinhadas com as descobertas de Benlemlih (2019) e Salah e Amar (2022). No entanto, diferem dos achados de Samet e Jarbouï (2017).

Os resultados confirmam a H2c: *Há efeitos positivos da divulgação de governança no pagamento de dividendos*. Para Benlemlih (2019) esta relação é positiva, pois as empresas com uma gestão eficiente oferecem direitos de proteção aos seus acionistas, o que impacta na política de dividendos. Denota-se a partir das evidências encontradas, que "os gestores tendem a aumentar o valor do pagamento de dividendos à medida que investem mais em atividades de RSC" (Samet & Jarbouï, 2017, p. 990) voltadas à governança.

4.3 Discussão dos Resultados

Esta pesquisa analisou se a divulgação ESG tende a proporcionar maiores retornos aos acionistas por meio da análise da estabilidade e do pagamento de dividendos no contexto brasileiro. Os resultados confirmam a H1, H2 e as hipóteses dos componentes do ESG. Além disso, estão de acordo com a teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984), pois se confirmou que o maior envolvimento das empresas brasileiras em atividades ESG, está relacionado positivamente com as políticas de dividendos (pagamento de dividendos e sua estabilidade). Nesse sentido, as empresas comprometidas com a RSC, pagam mais dividendos aos acionistas (Salah & Amar, 2022) e as estratégias de RSC melhoram o retorno dos investimentos realizados nas empresas, devido ao melhor relacionamento com os *stakeholders* (Salah & Amar, 2022).

Uma justificativa para estes resultados pauta-se nos argumentos de Mohammad e Wasiuzzaman (2021), os quais indicam que quando o ESG é visto como um fator do desempenho futuro das empresas, o resultado final é um maior retorno aos acionistas. As empresas que desenvolvem iniciativas ambientais, sociais e de governança, apresentam uma aceitação mais forte do mercado e conseqüentemente obtêm maior confiança do público em geral. O mesmo ocorre para os investidores, pois quando confiam na gestão e observam a integração do ESG nas estratégias de negócios das empresas, tendem a construir carteiras mais eficazes (Mohammad & Wasiuzzaman, 2021), o que impacta nos retornos.

Em relação aos pilares ESG, esta pesquisa mostra que todas as dimensões são fatores importantes que tendem a levar as empresas a pagar dividendos e promover uma estabilidade de um ano para o outro no valor dos dividendos pagos. A única dimensão que apresentou efeitos positivos no valor dos dividendos pagos foi a governança corporativa. Este resultado pode ser explicado pelo fato de que as empresas que garantem que seus conselheiros e executivos atuem no melhor interesse de seus acionistas e que visam gerar valor para estas partes interessadas (Refinitiv, 2022), oferecem direitos de proteção mais fortes a seus acionistas (Benlemlih, 2019).

Denota-se a partir dos resultados encontrados que a RSC desempenha um papel importante nas organizações e permite aos acionistas a possibilidade de alcançar seus objetivos com os investimentos realizados nas empresas (Salah & Amar, 2022). Os achados desta pesquisa apoiam a ideia de que o compromisso das empresas brasileiras com ESG impacta positivamente os resultados dos acionistas. Assim, conforme Salah e Amar (2022), isso leva as empresas a sinalizarem boas relações com os *stakeholders*, possibilitando o pagamento de dividendos aos acionistas. Essa constatação confirma a teoria utilizada neste estudo. Portanto, esta pesquisa enriquece os debates incipientes sobre ESG e políticas de dividendos no Brasil, ao fornecer evidências sobre o papel das estratégias ESG nas políticas de dividendos (Samet & Jarboui, 2017).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As evidências encontradas revelam que a divulgação ESG geral e os seus componentes, apresentam efeitos positivos nas políticas de dividendos. Estes resultados sugerem que a sustentabilidade das empresas pode ajudá-las a gerenciar de forma eficiente os seus recursos e permitir uma melhor relação com as partes interessadas, por meio de um maior pagamento e estabilidade dos dividendos. O comportamento responsável das empresas brasileiras impacta positivamente nas suas políticas de dividendos.

Além disso, o compromisso com ações de RSC tende a garantir recursos valiosos para as empresas, mantendo boas relações com os *stakeholders* e aprimorando os retornos dos investimentos na forma de distribuição de

dividendos (Cheung et al., 2018), o que está de acordo com a teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984). Portanto, os resultados são consistentes com esta teoria, pois destacam a motivação dos gestores em se engajar com atividades de RSC para demonstrar a capacidade das empresas em distribuir dividendos (Salah & Amar, 2022).

Conclui-se com base nos resultados, que o envolvimento em atividades ESG incentivam as empresas a pagar mais dividendos aos investidores. No entanto, o aspecto ESG que mais contribui para potencializar o valor dos dividendos pagos é a governança corporativa. Deste modo, esta dimensão merece atenção por parte dos gestores, pois pode melhorar os ganhos dos acionistas e atender às expectativas das partes interessadas. No entanto, por outro lado, as questões ambientais e sociais também potencializam o pagamento de dividendos no período e devem ser incentivadas dentro das organizações.

A partir dos resultados, nota-se que o envolvimento das empresas em atividades ESG melhora as políticas de dividendos. O estudo, portanto, sugere que a promoção do investimento responsável resulta em melhor engajamento das empresas com as atividades ESG, melhorando as relações com as partes interessadas por meio das políticas de dividendos. Deste modo, os resultados podem beneficiar as partes interessadas, pois empresas que se engajam em atividades ESG tendem a pagar mais dividendos. Portanto, o gasto de recursos em RSC não reduz os fluxos de caixa pagos aos investidores (Rakotomavo, 2012; Samet & Jarboui, 2017).

Os achados indicando que o envolvimento das empresas em questões ESG resulta em melhores políticas de distribuição de dividendos incentivam as empresas a se engajarem mais em estratégias ESG e a pagar mais dividendos aos acionistas. Este fato poderá incentivar os investidores a aplicarem em empresas socialmente responsáveis (Salah & Amar, 2022). Este estudo contribui, portanto, para uma melhor compreensão do impacto financeiro da divulgação ESG na política de dividendos (Ellili, 2022) de empresas brasileiras.

Esta pesquisa contribui com pesquisas anteriores sobre o tema política de dividendos ao adicionar um potencial determinante destas políticas, que é a divulgação ESG. Além disso, por revelar que a divulgação ESG está relacionada positivamente com as políticas de dividendos de empresas brasileiras. Este trabalho, portanto, preenche uma lacuna importante na literatura sobre RSC e finanças corporativas (Cheung et al., 2018). No geral esta pesquisa colabora para uma melhor compreensão dos fatores determinantes das políticas de dividendos (Salah & Amar, 2022). Os resultados encontrados também podem auxiliar reguladores financeiros do Brasil a integrar, conforme aborda Ellili (2022), informações ESG nos relatórios divulgados pelas empresas, fornecendo informações mais precisas aos acionistas.

Destacam-se como limitações as variáveis utilizadas, pois outras variáveis que medem as políticas de dividendos e divulgação ESG poderiam ter sido utilizadas. Sugere-se a análise dos efeitos de cada um dos componentes ambientais e sociais nas políticas de dividendos, pois a divulgação geral ESG não apresentou efeitos significativos no valor dos dividendos pagos.

REFERÊNCIAS

- Bajic, S., & Yurtoglu, B. (2018). Which aspects of CSR predict firm market value? *Journal of Capital Markets Studies*, 2(1), 50-69.
<https://doi.org/10.1108/JCMS-10-2017-0002>
- Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114-138.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2566876>
- 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>
- Christ, L. F. (2021). *Eventos ESG negativos: a influência no portfólio do investidor*. [Dissertação de Mestrado, Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas]. Biblioteca Digital de teses e Dissertações da Fundação FGV.
<https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/4853c9ab-7702-47bc-b24d-1a286f930311/content>
- Crespi, F., & Migliavacca, M. (2020). The determinants of ESG rating in the financial industry: the same old story or a different tale? *Sustainability*, 12(16), 6398. <https://doi.org/10.3390/su12166398>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of Multilatinas: moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal Business Ethics*, 168, 315-334.
<https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Ellili, N. O. D. (2022). Impact of environmental, social and governance disclosure on dividend policy: What is the role of corporate governance? Evidence from an emerging market. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1396-1413.
<https://doi.org/10.1002/csr.2277>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- He, T. T., Li, W. X., & Tang, G. Y. (2012). Dividends behavior in state-versus family-controlled firms: evidence from Hong Kong. *Journal of Business Ethics*, 110(1), 97-112. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1150-0>
- Kraus, S., Rehman, S. U., & García, F. J. S. (2020). Corporate social responsibility and environmental performance: the mediating role of environmental strategy and green innovation. *Technological Forecasting and Social Change*, 160, 120-262.
<https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120262>
- Matos, P. V., Barros, V., & Sarmiento, J. M. (2020). Does ESG affect the stability of dividend policies in Europe? *Sustainability*, 12(21), 1-15. <https://doi.org/10.3390/su12218804>

- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, social and governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2(100015), 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). CSR disclosure and market value: family versus nonfamily firms. *Journal Business Research*, 77, 41- 52. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>
- Rakotomavo, M. T. (2012). Corporate investment in social responsibility versus dividends? *Social Responsibility Journal*, 8(2), 199-207. <https://doi.org/10.1108/17471111211234833>
- Refinitiv. (2022). *Environmental, Social and Governance (ESG) scores from Refinitiv*.
- Salah, B. O., & Amar, B. A. (2022). Does corporate social responsibility affect dividend policy? Empirical evidence in the French context. *Journal 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>
- Sheikh, S. (2020). Corporate social responsibility and corporate payout policy: the impact of product market competition. *International Journal of Managerial Finance*, 18(1), 49-74. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2020-0465>
- Sheikh, M. F., Bhutta, A. I., Rehman, B., Bazil, M., & Hassan, A. (2021). Corporate social responsibility and dividend policy: a strategic choice in family firms. *Journal of Family Business Management*, 12(2), 296-315. <https://doi.org/10.1108/JFBM-10-2020-0096>
- 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>
- Trihermanto, F., & Nainggolan, Y. A. (2020). Corporate life cycle, CSR, and dividend policy: evidence of Indonesian listed firms. *Social Responsibility Journal*, 16(2), 159-178. <https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2017-0186>