

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS -UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL DOUTORADO**

ANTONIO GUSTAVO NICÁCIO

**ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND CORPORATE GOVERNANCE-ESG E AS
IMPLICAÇÕES NA POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

Porto Alegre

2023

ANTONIO GUSTAVO NICÁCIO

**ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND CORPORATE GOVERNANCE-ESG E AS
IMPLICAÇÕES NA POLITICA DE DIVIDENDOS.**

Tese apresentado(a) como requisito parcial para obtenção de título de doutor em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos -UNISINOS.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt.

Porto Alegre

2023

N583e Nicácio, Antonio Gustavo.
Environmental, social and corporate governance-ESG e as implicações na política de dividendos / por Antonio Gustavo Nicácio. – 2023.
90 f. : il. ; 30 cm.

Tese (doutorado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Porto Alegre, RS, 2023.
“Orientador: Dr. Roberto Frota Decourt”.

1. Environmental, social and governance (ESG).
2. Social. 3. Governança. 4. Ambiental. 5. Dividendos.
6. Empresas. 7. Desempenho. 8. Sustentabilidade.
I. Título.

CDU: 336.763.2:504.03

ANTONIO GUSTAVO NICÁCIO

**ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND CORPORATE GOVERNANCE-ESG E AS
IMPLICAÇÕES NA POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

Aprovada em ____/____/____

Banca Avaliadora da Tese

Prof. Dr. Roberto Frota Decourt- Orientador
Universidade do vale do Rio dos Sinos

Prof. Dr. Clovis Antonio- Avaliador
Universidade do vale do Rio dos Sinos

Prof. Dr. João Zani- Avaliador
Universidade do vale do Rio dos Sinos

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Sueldo Câmara- Avaliador
Universidade do Estado do Rio Grande do Norte

AGRADECIMENTOS

Dedico esta tese em primeiro lugar, que sempre sustentou a minha fé, diante das adversidades da vida.

A Minha família, minha mãe Joana, minha esposa Vanessa, e meus filhos Joaquim e Otávio, pela compreensão nos dias que precisei me ausentar.

Aqueles que me ajudaram quando precisei, Wesley e Amarílis, obrigado.

A UNISINOS, UERN, UFERSA, UFPB e UFCG, e todos os amigos que o doutorado me proporcionou.

Aos professores do programa em especial meu orientador Professor Roberto Frota Decourt e em nome dos demais o professor Clóvis Antonio.

Aos demais familiares e amigos.

Por fim, dedico esta tese a minha avó Neuza (in memoriam), que sempre fez tudo para me ver feliz e realizado.

RESUMO

Este estudo teve como objetivo analisar se o impacto das pontuações de controvérsias ESG, explicam uma maior distribuição de dividendos e fortalecem a legitimação da gestão dessas companhias perante seus investidores. Utilizando estatística descritiva, correlações e Regressões Múltiplas, para responder aos objetivos, foram coletados dados de desempenho financeiro das empresas de capital aberto no Economática®, como ROA, ROE, Tamanho, Idade, Alavancagem financeira e operacional, e concentração acionária, e as pontuações ESG, ESG combinado, ESG social, ESG, ambiental e ESG governança, na base de dados Refinitiv da London Stock Exchange Group (LSEG), em um espaço temporal de 2017 a 2021. A amostra foi composta por 102 empresas, que receberam a pontuação ESG e as controvérsias em determinados períodos. Através da regressão múltipla testou-se a hipótese de que as empresas com pontuações ESG, que sofreram eventos de controvérsias, distribuem mais dividendos, para legitimar a gestão da companhia perante os investidores. O resultado obtido refuta a hipótese e, portanto, não há condições de afirmar se existe uma relação entre a controvérsia ESG e uma maior distribuição de dividendos, devido o resultado ter se mostrado insignificante estatisticamente.

Palavras Chave: ESG; Social, Governança, Ambiental e Dividendos

ABSTRACT

This study aimed to analyze whether the impact of ESG controversy scores explains a greater distribution of dividends and strengthens the legitimization of the management of these companies before their investors. Using descriptive statistics, correlations and Multiple Regressions, to respond to the objectives, financial performance data was collected from publicly traded companies in Economática®, such as ROA, ROE, Size, Age, Financial and operational leverage, and ownership concentration, and the scores ESG, combined ESG, social ESG, ESG, environmental and ESG governance, in the Thonsom Reuters Refinitiv database, in a time frame from 2017 to 2021. The sample was composed of 102 companies, which received the ESG score and controversies in certain periods. Using multiple regression, the hypothesis was tested that companies with ESG scores, which have suffered controversial events, distribute more dividends, to legitimize the company's management before investors. The result obtained refutes the hypothesis and, therefore, it is not possible to state whether there is a relationship between the ESG controversy and a greater distribution of dividends, as the result proved to be statistically insignificant.

Keywords: ESG; Social, Governance, Environmental and Dividends

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis dependentes sobre a variável independente no período de 2017.....pag35

Tabela 2 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis dependentes sobre a variável independente no período de 2017.....pag36

Tabela 3 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis dependentes sobre a variável independente no período de 2018.....pag37

Tabela 4 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis dependentes sobre a variável independente no período de 2018.....pag38

Tabela 5 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis dependentes sobre a variável independente no período de 2019.....pag39

Tabela 6 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis dependentes sobre a variável independente no período de 2019.....pag. 40

Tabela 7 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis dependentes sobre a variável independente no período de 2020.....pag. 41

Tabela 8 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis dependentes sobre a variável independente no período de 2020.....pag. 42

Tabela 9 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis dependentes sobre a variável independente no período de 2021.....pag. 43

Tabela 10 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis dependentes sobre a variável independente no período de 2021.....pag. 44

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Cálculo do Lucro Líquido Ajustado, baseado na Lei nº 6.404/76.....pag. 34

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Diferença entre dividendos e JSCP.....pag. 29

LISTA DE ABERVISTAURAS E SIGLAS

ESG Enviromental, Social e Governance

SRI Investidores Socialmente Responsáveis

Sumário

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 Contextualização do tema	12
1.2 Problema de Pesquisa	15
1.3. Objetivo Geral	16
1.3.1 Objetivos Específicos	17
1.4 Tese	17
1.5 Justificativa e relevância do estudo	19
1.6 Delimitação do estudo e estrutura da tese	20
2 REVISÃO DE LITERATURA	22
2.1 Teoria da legitimidade	22
2.2. ESG e sua evolução no contexto atual	25
2.3 Mensuração das práticas ESG	31
2.4 Política de dividendos: Teorias e conceitos	37
2.4.1 Teoria da Relevância de Dividendos	37
2.4.2 Teoria da Irrelevância de Dividendos	Erro! Indicador não definido.
2.4.3 Efeito Clientela e Efeito Tributário	Erro! Indicador não definido.
2.4.4 Hipótese do Custo de Agência e o Fluxo de Caixa	Erro! Indicador não definido.
2.4.5 Teoria da Sinalização	Erro! Indicador não definido.
2.4.6 A legislação de distribuição de proventos no Brasil	38
2.5. Estudos anteriores sobre possíveis relações entre ESG e dividendos	47
3. METODOLOGIA	53
3.1 Tipo de pesquisa	54
3.2 Universo/Amostra da pesquisa	55
3.3 Modelo econométrico e variáveis estudadas	58
3.4 Plano de coleta de dados	4
3.5 Técnicas de análise de dados	5
4. RESULTADOS	5
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	5
4.2 TESTE DE CORRELAÇÕES	9
4.3 RESULTADOS DA EXPLICAÇÃO DOS EFEITOS DO DESEMPENHO ESG NO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS	10
5. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	16
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	19
REFERÊNCIAS	22

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo apresenta-se a contextualização do tema, bem como a definição do problema de pesquisa e a questão problema, que é ponto de partida para elucidar esta pesquisa, e por fim a declaração de tese.

1.1 Contextualização do tema

A sustentabilidade, a governança e as políticas sociais vêm ganhando destaque no mercado financeiro e nos investimentos corporativos. As práticas ESG (Environmental, Social and Governance) tornaram-se objeto de estudo global, principalmente após escândalos como os da Enron, Brumadinho e Lojas Americanas, que colocaram em xeque a credibilidade das decisões e políticas das empresas. Assim, torna-se fundamental adotar práticas sustentáveis, sociais e de governança para legitimar decisões e manter a confiança dos investidores e da sociedade.

Mutti (2019) destaca que a legitimidade organizacional depende da percepção social, construída a partir da comunicação transparente das decisões executivas. Um modelo de gestão fundamentado em boas práticas ESG tem sido cada vez mais valorizado pelos investidores, tornando essencial compreender o impacto dessas práticas no desempenho empresarial.

Segundo o relatório ESG (2021), a pandemia impulsionou o interesse global por ESG, consolidando-o como realidade. No Brasil, embora haja avanços, ainda existem lacunas que exigem ações rápidas para evitar atraso frente às exigências do mercado financeiro, onde critérios ESG são considerados essenciais na análise de risco e decisão de investimentos. Voltolini (2023), citando estudo da Infosys, aponta que os investimentos ESG podem alcançar US\$ 53 trilhões até 2025, reforçando sua relevância financeira.

Sousa e Faria (2018) observam que empresas vêm ampliando seu foco além dos lucros, buscando atender a demandas sociais e ambientais. Dalmacio e Buoso (2016) associam essa mudança à pressão por modelos de desenvolvimento mais

equilibrados, que reduzam desigualdades e degradações ambientais. A divulgação dessas práticas agrega valor e diferencia competitivamente as companhias, conforme destacam os mesmos autores.

O conceito de Disclosure Social, tratado por Anderson e Frankle (1980), reforça a importância da transparência nas ações ESG. Investidores socialmente responsáveis (SRI) buscam empresas que comuniquem regularmente suas práticas sustentáveis, visando impactos positivos e retornos financeiros.

No contexto do investimento, os dividendos se destacam como fator determinante. Vancin e Procianoy (2014) e Ross (2015) definem os dividendos como parte do lucro distribuído aos acionistas. A relação entre ESG e pagamento de dividendos torna-se relevante, uma vez que tais práticas podem influenciar a legitimidade e o valor de mercado das empresas.

A política de dividendos é tema debatido desde Lintner (1956), Gordon (1959) e os estudos de Miller e Modigliani (1961), que defendem teorias divergentes sobre a relevância dos dividendos. A teoria da irrelevância afirma que a política de dividendos não afeta o valor da empresa em um mercado perfeito. Já a teoria da relevância, defendida por Lintner e Gordon, sustenta que dividendos regulares sinalizam estabilidade e reduzem conflitos entre gestores e acionistas.

No Brasil, conforme Vancin (2018), a legislação (Lei nº 6.404/1976) obriga a distribuição de parte dos lucros, visando proteger acionistas minoritários. Galvão (2015) destaca ainda os Juros sobre Capital Próprio (JSCP), específicos do país, que funcionam como uma forma de remuneração tributariamente vantajosa para as empresas.

Este estudo utiliza a base Refinitiv (LSEG), com dados ESG de empresas brasileiras de capital aberto, cobrindo mais de 630 métricas desde 2002. O banco fornece uma pontuação geral ESG (ESGC), que considera temas como emissões, direitos humanos e controvérsias. Isso permite avaliar de forma objetiva o desempenho e o comprometimento das empresas com os princípios ESG e sua eventual relação com a política de dividendos. Neste trabalho, foi abordado as pontuações e as controvérsias ESG da base Refinitiv de empresas de capital aberto no Brasil, como já foi explanado anteriormente, ligando a uma possível influência com

a distribuição de dividendos, e se tal prática tem alguma ligação com a legitimação dessas companhias perante os seus investidores.

A discussão em torno do pagamento de dividendos vem do século passado e se faz presente na atualidade, porém, ainda não se chegou a resultados conclusivos, isso devido à complexidade da realidade em que as empresas estão inseridas, bem como, a infinidade de variáveis pertencentes aos contextos empresariais. Teorias foram elaboradas, modelos empíricos foram postos em prática, assim como diversas variáveis já foram testadas ao longo dos anos.

Lintner (1956) colocava em prática as bases fundamentais do sobre a política de dividendos, ele trazia a tona a discussão da diferença de crescimento dos lucros e dos dividendos por uma tendência de pagamento regular de dividendos, por este fator, ele é, considerado o precursor das discussões sobre a política de dividendos, que tratam sobre fatores que influenciam o seu pagamento. Gordon (1959) logo depois, dá continuidade e discute a relevância dos dividendos para aumentar o valor da empresa.

Os estudos percursoros sobre o tema foram realizados por Miller e Modigliani (1961), que versavam sobre a teoria da irrelevância dos dividendos. Logo em seguida, Lintner (1962) e Gordon discutiram acerca dos pressupostos teóricos contrários aos da teoria de irrelevância dos dividendos, conhecida como teoria da relevância dos dividendos.

A primeira teoria, que desde sempre gerou questionamentos, estabelece a existência de um mercado perfeito, em que todos os sujeitos participantes do mercado são racionais e usufruem das mesmas condições em relação as oportunidades de investimentos. Sendo assim, a política de dividendos da empresa não interfere no custo de capital das empresas, e que este sofrerá, apenas em razão do risco que se corre inerente ao investir em qualquer negócio.

Mung'aho e Otuya (2019) falam que na contramão, a teoria desenvolvida por Lintner (1961) e Gordon (1962), aponta que existe uma relação direta entre o pagamento de dividendos e o valor de mercado de uma entidade empresarial. Nesta teoria, é defendido que os investidores preferem receber o dividendo como algo certo, ao contrário de experimentar incertezas de ganhos de capital futuro. A teoria argumenta ainda, que as empresas preferem pagar dividendos regulares para

sinalizar uma situação favorável a seus investidores e diminuir os efeitos do conflito de interesses entre gestores e acionista.

Vancin (2018), discorre em sua pesquisa que existem países, que em sua legislação tornam obrigatórios pagamentos de dividendos, que são eles: Brasil, Grécia, Venezuela, Chile e Colômbia, vistos como países que possuem instituições fracas e primam pela proteção aos acionistas minoritários em detrimento das empresas. No Brasil, a lei que rege os dividendos é a nº. 6.404/1976 conhecida como Lei das Sociedades por Ações, que impõe a repartição dos lucros entre os acionistas de empresas de capital aberto.

Galvão (2015) relata que existe uma particularidade do Brasil, no que tange a remuneração de acionistas, que é a figuração dos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) que possibilita para a empresa que o paga um benefício tributário devido este ser tratado como despesa financeira. De toda forma, os JSCP são tratados contabilmente como dividendos.

1.2 Problema de Pesquisa

Mediante o exposto acima surgem questionamentos que norteiam esta pesquisa, tais como, que elementos sugerem que empresas que executam práticas ESG, conseguem distribuir mais dividendos? O fato de receberem pontuações influenciam nas políticas de distribuição de dividendos? São perguntas que permeiam este tipo de pesquisa que buscam relacionar práticas e pontuações ESG com distribuição ou não de dividendos.

Nesse tocante, os gestores podem se questionar em relação as suas decisões e práticas corporativistas, para saber se as mesmas estão sendo legitimadas pelos sujeitos envolvidos nesse âmbito, principalmente os acionistas das empresas de capital aberto, que ficam divididos em receber a remuneração pelo valor investido ou que o valor fique retido para investimentos em projetos futuros de crescimento da empresa. No mundo corporativista algumas políticas são vistas como sinalização para o mercado, e uma delas é a distribuição ou não do lucro obtido.

Vancin (2018) diz que o dividendo pode ser um fator limitante, como também pode ser um fator de governança. Segundo o autor citado, como fator de governança

o dividendo pode ser utilizado para resolver problema de agência e minimizar a má utilização de recursos por parte de quem os gerencia, e o segundo que é o fator limitante, o fluxo de caixa utilizado para esta distribuição poderia ser também, utilizado para o financiamento de projetos economicamente favoráveis às empresas.

Dessa forma, os dividendos podem atuar como agentes limitadores dos investimentos, prejudicando os próprios acionistas, por conseguinte. Em consonância com estes dilemas as pontuações ESG, que também sinalizam para o mercado efeitos positivos e negativos, se tornam elementos importantes para analisarmos as relações entre estas variáveis e quais os efeitos são produzidos diretamente.

O pressuposto inicial é de que as empresas com pontuações baixas, distribuem menos dividendo e empresas com pontuações altas distribuem mais dividendos, como foi evidenciado por diversos estudos. (RAKOTOMAVO (2012); SAMET; JARBOUI, (2017); CHEUNG; HU; SCHWIEBERT, (2018); BENLEMLIH, (2019); TRIHERMANTO; NAINGGOLAN, (2020); SHEIKH, (2020); SHEIKH et al., (2021); SALAH; AMAR, (2022); ELLILI, (2022))

Porém, existe um fator ainda pouco explorado de forma empírica, que são as empresas que sofreram impacto com controvérsias, e como esse fator pode influenciar negativamente as pontuações ESG, onde as controvérsias são eventos polêmicos que podem envolver corrupção, desastres ambientais dentre outros. Partindo do pressuposto mencionado anteriormente, se a controvérsia pode influenciar negativamente a pontuação ESG, ela influenciaria negativamente a distribuição de dividendos, interligando com a teoria da legitimidade, os executivos tomadores de decisão, mesmo com a pontuação ESG rebaixada e afetada pela controvérsia, distribuem mais dividendos, para legitimar a gestão da companhia perante os acionistas. Nesse sentido a problemática desta pesquisa, formula-se da seguinte maneira: O impacto negativo das pontuações de controvérsias ESG, explicam uma maior distribuição de dividendos, e fortalecem a legitimação da gestão dessas companhias perante seus investidores?

1.3. Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo é, analisar se o impacto das pontuações de controvérsias ESG, explicam uma maior distribuição de dividendos e fortalecem a legitimação da gestão dessas companhias perante seus investidores.

1.3.1 Objetivos Específicos

No intuito de responder de forma mais detalhada o objetivo geral tem-se proposto os seguintes objetivos específicos:

- Determinar se o evento de controvérsia presente na pontuação ESG combinado, influencia uma maior distribuição de dividendos.
- Apresentar um cenário comparativo, do desempenho ESG, de forma individualizada, pilar ambiental, social e governança corporativa em relação a distribuição de dividendos.

1.4 Tese

Moura et al (2014) nos relata que a teoria da legitimidade se baseia na ideia de que as empresas, na intenção de amenizar o resultado de atitudes que podem afetar negativamente seus stakeholders, passam a incorporar práticas gerenciais tidas como boas e eficientes, legitimando-se perante a sociedade e demais interessados em sua gestão.

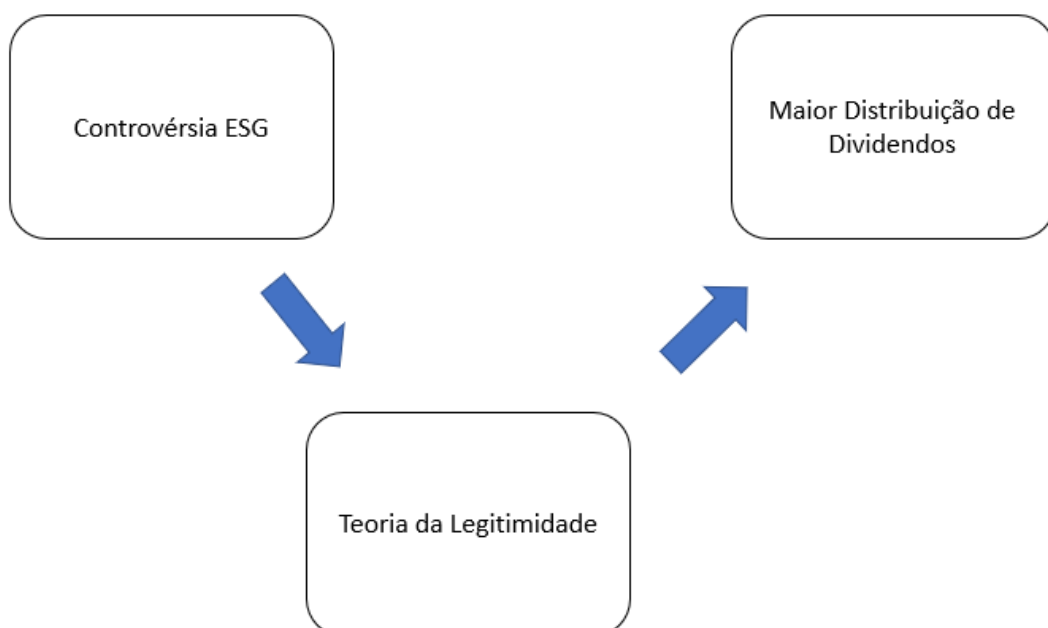
No tocante as pontuações ESG, são informações divulgadas pelas agências que avaliam as práticas de acordo com métricas definidas por uma determinada metodologia, e por serem informações públicas que chegam aos stakeholders facilmente, nos últimos anos essas práticas e pontuações ESG, são notadas e levadas em conta por muitos usuários no mercado financeiro.

Deste modo, a realização desta pesquisa se justificou por buscar compreender se o impacto negativo das pontuações de controvérsias ESG, explicam uma maior distribuição de dividendos, com o objetivo de obterem legitimidade da gestão perante seus investidores.

Beuren e Söthe (2009) em seu trabalho discutem que, as empresas de capital aberto, precisam de aceitação da sociedade e validação de sua política corporativista para atuar e obter sucesso no ambiente onde estão inseridas. Para que este sentimento exista, a sociedade deve receber comprovações constantes que evidenciem as boas práticas de governança e aspectos relevantes na gestão empresarial, por parte das organizações, do cumprimento do contrato social existente entre estas e o ambiente.

Se as controvérsias são elementos que podem impactar negativamente as pontuações ESG, pressupõe-se que os investidores esperam por uma menor distribuição dividendos, quando ocorrem tais fatos, levantam-se também questionamentos sobre a gestão da companhia e os fatos que levaram ao advento da controvérsia. Nesse contexto, para tentar amenizar a imagem da empresa e de sua gestão, os executivos, mesmo contrariando as perspectivas do seu cenário em questão, distribuem maiores dividendos, para obterem a legitimidade diante de seus investidores. Nesse sentido se faz a declaração de tese: **As empresas que tiveram eventos de controvérsias na pontuação ESG combinado, distribuem mais dividendos, para legitimar a gestão da companhia perante os investidores.**

Figura 1- Modelo Conceitual da Tese



Fonte: Elaborado pelo autor (2023)

1.5 Justificativa e relevância do estudo

A pesquisa em tela tem a perspectiva de contribuir com o aprimoramento das discussões acerca das políticas de dividendos, colaborar com algumas conclusões que possam dar mais robustez a teoria de dividendos, bem como, alinhar a esta discussão uma pauta pouco explorada que é a possível influência que os fatores ESG possam ter na política de dividendos de uma companhia. Os estudos sobre a temática são pautados em muitas divergências entre os pesquisadores, fato este desencadeado pela complexidade das variáveis que estão relacionadas a distribuição de dividendos.

Na revisão da literatura, em um estudo recente, Matos; Barros e Sarmento (2020), desenvolveram uma pesquisa que buscou investigar a relação entre ESG e o desempenho de forma coletiva e individual, diferente deste estudo essa pesquisa buscou analisar apenas se existia uma relação de pagamento de dividendos com a pontuação geral e a pontuação individual por pilar, o social, ambiental e a governança. O estudo de Giese et al. (2019), também nos fornece uma observação entre as informações ESG e a avaliação de desempenho das empresas, sob três óticas: o fluxo de caixa descontado, o canal de risco idiossincrático e a avaliação canal, o que vai em uma vertente bem específica para o desempenho financeiro, um enfoque bem pontual e diferente do postulado nesse referido estudo. Batisti et al. (2023); Limkriangkrai, Koh e Durand (2016); Breitz e Partapuoli (2020), buscaram relacionar as pontuações ESG com retorno de ações e decisões de investimento. Saeed e Zamir (2020), analisaram a relação entre as divulgações de Responsabilidade Social Corporativa e as decisões de pagamento de dividendos no contexto de mercados emergentes. Oh e Park (2021); Johansson e Fahlén (2019) também averiguaram a relação entre práticas sustentáveis e pagamentos de dividendos. Um estudo que teve um enfoque parecido com o desta pesquisa foi o de Schleich (2021) que em sua dissertação, estudou as métricas de mensuração de ESG e sua relação com o desempenho financeiro em empresas brasileiras. Empiricamente,

verificar a relação entre a política de dividendos e os fatores ESG, favorece a discussão sobre as informações que este tipo de movimento carrega em si.

O pressuposto de que dividendos mais altos podem causar algum tipo de indicativo positivo ou negativo no desempenho futuro da empresa não é nova. John e Lang (1991) analisaram um modelo de Miller-Rock, no qual a empresa pode usar informações privilegiadas, além de dividendos, para sinalizar sua qualidade em termos financeiros, eles mostram que o pagamento de dividendos e, até mesmo sua constância, podem levar o mercado a subentender que aquela entidade empresarial tem boas perspectivas financeiras. Dentro dessas perspectivas, verificar se as empresas que praticam os fatores de governança, meio ambiente e social, levam algum tipo de vantagem financeira em relação as demais, torna esta investigação relevante. Nesse contexto, percebe-se que muitos estudos buscaram entender os impactos que as práticas ESG e seus scores tem sobre a distribuição de dividendos, porém, nenhum estudo relacionou as pontuações ESG combinada, que carrega consigo o fator da controvérsia, com a distribuição de dividendos.

Nesse sentido, o presente estudo configura-se como relevante, na contribuição aos estudos revisados e consultados sobre o tema em questão, discutindo a problemática da distribuição de dividendos em companhias de capital aberto no Brasil e as pontuações ESG, e de forma especial a pontuação ESGC que reflete o impacto das controvérsias que são divulgadas no mercado corporativo. No âmbito acadêmico, a contribuição é destinada aos pesquisadores e estudiosos na área.

1.6 Delimitação do estudo e estrutura da tese

No tocante ao contexto dos fatores que levam empresas a distribuírem mais ou menos dividendos e a influência ou não das pontuações ESG, foram determinadas algumas especificações que são apresentadas neste tópico. Quanto ao tema, o estudo limitou-se às pontuações ESG, divulgadas pela base de dados Refinitiv, da Agencia London Stock Exchange Group (LSEG), que cobre 80% do valor de mercado global, possui histórico que remonta desde 2002, e possui mais de 630 métricas diferentes, o que justifica a escolha dessa base de dados.

Quanto ao contexto, em termos metodológicos, a população desta pesquisa limitou-se às empresas da bolsa de valores que estavam na base estudada, 561 empresas e destas separamos as que receberam pontuações ESG, que totalizaram 114 empresas, sendo que foram separadas em uma mesma base de dados as empresas que receberam pontuação ESG, e não tiveram impacto de controvérsia, que foram 77 empresas, e as empresas que tiveram pontuação ESG, e tiveram controvérsias, que foram 40 empresas, e nessa conjuntura, analisar o comportamento de ambas as amostras em relação ao objeto de estudo. Ainda em relação ao contexto, o período de análise considerou os anos de 2017 a 2021. Períodos anteriores a esse, a base de dados analisada ficaria limitada, pois o número de empresas que passaram a receber pontuações pelas agências eram bem menores. Essa dificuldade traduz a realidade da governança brasileira que vem adotando as práticas ESG recentemente, consequentemente, adequando suas políticas corporativas aos preceitos ESG.

Em termos de estrutura, esta pesquisa é composta por cinco capítulos. Além da introdução tem-se a revisão da literatura, metodologia, análise e discussão dos resultados e considerações finais. Na revisão da literatura são abordados estudos teóricos sobre a teoria da legitimidade e a ideia de legitimação de uma entidade perante a sociedade, baseado em sua continuidade. São revisados também conceitos de política de dividendos, conceito históricos, pressupostos teóricos, como a teoria da sinalização, conflito de agência, efeito clientela dentre outros. E de forma especial, remonta-se o contexto envolvendo as práticas ESG, e sua evolução no contexto mundial e no Brasil. Para finalizar a parte teórica, foi levantado um conjunto de pesquisas que trataram da relação entre pagamento de dividendos e sua relação com as pontuações ESG, e baseado nesse conjunto de achados, assim como a relação de causa e efeito desta relação, formulou-se a hipótese do estudo.

A metodologia apresenta o modelo de regressão utilizado e suas variáveis, bem como as condições para coleta dos dados, a população e a amostra do estudo. No quarto capítulo constam os resultados obtidos na pesquisa, com destaque para a caracterização da amostra, análise descritiva dos dados obtidos e da correlação entre as variáveis, análise da regressão logística e do teste de hipótese. No quinto capítulo são apresentadas as considerações finais, seguidas das referências utilizadas na

fundamentação teórica, dos apêndices e do anexo, que ilustram e complementam o estudo.

2 REVISÃO DE LITERATURA

A seção a seguir apresenta uma revisão acerca das teorias de política de dividendos das empresas, estudos que relacionam distribuição de dividendos e ESG.

2.1 Teoria da legitimidade

Deegan, (2002), Garcia; Peleias e Peters (2014) em suas pesquisas remontam que a legitimidade é a qualidade que uma autoridade ou sistema tem quando é reconhecida e aceita como apropriada, justa e acatada pelo povo ou grupo que governa ou influencia. Ela está intimamente relacionada à noção de autoridade legítima, que é o direito de exercer o poder com base em regras e normas reconhecidas e aceitas. Quando uma autoridade é considerada legítima, as pessoas tendem a obedecer às suas decisões e leis voluntariamente. A teoria da legitimidade advém da teoria da economia política. Vários estudos, apontam no sentido de que a investigação da teoria da economia política dirigirá o estudo da ciência econômica à forma verdadeira como ela se liga ao bem-estar social. Definiu-se a teoria da economia política como “o quadro social, político e econômico no qual a vida humana tem lugar”. Esse quadro caracterizado também pela teoria da legitimidade define que nas sociedades, as questões econômicas não podem ser investigadas sem considerações acerca do quadro político, social e institucional. Pontualmente, a sobrevivência de uma entidade está ameaçada se a sociedade percebe que esta violou seu contrato social. Isto fica claro, quando se reduz o consumo ou eliminam-se a demanda por produtos ou negócios da organização, os fornecedores eliminam a oferta de produtos e capital para o negócio, ou quando o governo aumenta impostos,

multas ou promulga mais leis, para proibir ações que não estão de acordo com a expectativa da comunidade.

Deegan (2002) diz que a teoria da legitimidade, assim como várias outras, dentre as quais a da economia política, é uma teoria de sistemas orientados. A pressuposição subjacente é a de que as entidades são influenciadas e influenciam a sociedade onde atuam. A ideia de legitimidade está ligada ao conceito de contrato social.

Mutti (2019) corrobora que essa teoria se baseia na ideia de que para continuar em constante evolução, uma entidade deve agir sob normas e regulamentos da sociedade ao qual ela está inserida, e que possuam interesses em comum.

“Uma organização pode não ser considerada legítima por vários motivos, entre eles, as mudanças de expectativas dos conceitos da sociedade” (DEEGAN, 2002, p. 296), característica explicada devido ao caráter dinâmico da legitimidade. A sociedade muda e suas leis, regulações variam de contexto, e seguem questões temporais, o que é legítimo hoje, pode não ser amanhã.

Dias Filho (2007) destaca que na ótica da teoria da legitimidade, se uma entidade não consegue validar a sua continuidade perante a sociedade, pouco a pouco os seus membros se encarregarão de revogar o contrato social. Assim a organização necessita demonstrar constantemente à sociedade a sua importância e legitimando os seus atos, evidenciando o cumprimento do contrato social existente entre a sociedade e a empresa.

Correa e Neumann (2016), falam que, sob o enfoque sociológico, a Teoria da Legitimidade demonstra que as empresas têm a preocupação de legalizar suas ações e atitudes perante a sociedade mediante o cumprimento e a consideração aos princípios valorizados e mantidos por essa sociedade. As empresas fazem parte de um sistema social maior, considerando que elas não possuem o direito inerente aos recursos, ou até mesmo de existirem, mas sim, a sociedade que define a condição de legitimidade das empresas.

Deegan (2002) enfatiza que à luz da teoria da legitimidade, a gestão de uma organização empresarial tem o papel fundamental em perceber como a sociedade vê a organização. Caso as ações não estejam compatíveis com o contrato social, os gestores terão que corrigir as estratégias, que precisarão ser divulgadas para ser

efetivas na mudança de percepção da sociedade. Assim, ainda de acordo com o autor, é de se esperar que estratégias de divulgação possam reverter um quadro negativo da organização ou, pelo menos, amenizar uma situação percebida pelos stakeholders como prejudicial à imagem da empresa. Por isso, é importante e útil evidenciar uma imagem positiva, utilizando corretamente as estratégias de legitimação.

Garcia, Peleias e Peters (2014) fortalecem que a legitimidade é um estado e o processo que a empresa se encontra. Quando o processo de legitimação não consegue atingir seu objetivo, as empresas devem iniciar um esforço de busca de sua legitimidade empresarial, por meio de ações sociais voluntárias e sua posterior divulgação.

“Legitimidade pode ser considerado um status, já a legitimação é um processo, que pode ser implementado para se chegar a esse estado” (BROWN; DEEGAN, 1998, citado em MUTTI, 2019, p.21) Quatro estratégias de legitimação organizacional que podem ser adotadas pelas organizações são a educação e informação para o público sobre as mudanças em seu desempenho atual e atividades da empresa, se esforçar para mudar a percepção do público em relação ao seu desempenho atual e atividades sem ter que mudar seu comportamento real, manipular a atenção do público, desviando-a de um assunto que possa chamar a atenção para outro assunto relacionado a ela, ou mesmo apontando as últimas ações sociais realizadas, ao invés de informar e educar o público, mudar a expectativa externa sobre seu desempenho futuro (LINDBLOM, 1994).

Patten (1992) comprovou que em muitas situações a mídia exerce uma influência maior do que outros sujeitos na escolha das estratégias de evidenciação em decorrência do poder que ela tem de influenciar o julgamento dos indivíduos. Esse autor verificou que quanto mais se a organização está em evidência, maior a expectativa por parte do público, dos órgãos reguladores e de outros agentes que podem afetar os seus destinos. Em sua avaliação, empresas bem legitimadas no ambiente em que operam conseguem superar obstáculos com maior facilidade, evitam custos decorrentes do incremento de mecanismos reguladores, garantem maior regularidade no fluxo de capitais, conseguem maior apoio de empregados, clientes e outros stakeholders.

O desafio de se legitimar perante um grupo de usuários, por exemplo, em uma situação em que ao inserir uma nova atividade no mercado, onde praticamente não há precedentes, a organização enfrenta a difícil tarefa da aceitação dentro do âmbito social. Já a manutenção da legitimidade é mais fácil do que ganhá-la, não obstante o autor adverte sobre três aspectos problemáticos para manter a legitimidade organizacional: os públicos são frequentemente heterogêneos; a estabilidade muitas vezes implica rigidez e a institucionalização gera a sua própria oposição.

A tarefa de recuperar a legitimidade, se assemelha à tarefa de ganhá-la, no entanto, a reparação da legitimidade geralmente representa uma resposta reativa a uma crise imprevista. As mesmas estratégias utilizadas para o ganho de legitimidade podem ser utilizadas para a sua reparação, desde que a empresa ainda goze de alguma credibilidade com públicos relevantes. Em particular, as organizações devem construir uma espécie de filtro entre as avaliações do público sobre ações específicas do passado e as avaliações sobre ações em curso. (SUCHMAN, 1995; MACHADO; OTT, 2015)

2.2. ESG e sua evolução no contexto atual

A sustentabilidade corporativa é um conceito que abrange aspectos éticos, sociais, ambientais. Nos dias atuais, se faz presente nos principais estudos e pesquisas em todo o mundo na área de investimentos corporativos. Como os impactos das mudanças climáticas tornaram-se mais evidentes nas últimas décadas, como também, as questões éticas foram mais destacadas, a pressão social sobre as empresas na implementação da sustentabilidade em suas operações aumentou significativamente.

Contudo, a sustentabilidade se tornou importante para as entidades empresariais, uma vez que os investidores específicos estão mostrando sinais que não corroboram com o comportamento contrário a sustentabilidade. Concomitantemente, muitas entidades aderiram a essas necessidades e mudaram seu modo de governar, passando a contribuir mais para o desenvolvimento sustentável.

Uma forte conexão sobre isso, é uma tendência que pode ser vista na distribuição entre ativos tangíveis e intangíveis das empresas, que tem mudado conforme a reputação se torna mais importante. Isso aponta para uma maior propensão em direção aos esforços de sustentabilidade por parte das empresas. Diante de tal cenário, esses entes empresariais têm buscado cada vez mais um diferencial competitivo. Dessa forma, surgiu a ideia de investir em políticas sustentáveis, com o objetivo de suprir as necessidades atuais sem prejudicar as futuras gerações, logo, tornou-se essencial tal discussão, afinal, são elas que ditam a relação entre o desenvolvimento e a sustentabilidade.

Inicialmente se faz necessário falar sobre o conceito de Responsabilidade Social que se originou na década de 1950, quando a literatura formal sobre RSE surgiu nos Estados Unidos e em países da Europa. Segundo Carroll (1999), a responsabilidade social é definida como um conjunto de obrigações dos empresários de cumprir as políticas, tomar decisões, ou seguir as linhas de ações que sejam desejáveis em termos dos objetivos e valores da sociedade.

Em seguida se torna pertinente conhecer o conceito sobre ESG que é uma sigla em inglês que significa *environmental, social and governance*, e corresponde às práticas ambientais, sociais e de governança de uma organização. O termo foi cunhado em 2004 em uma publicação do Pacto Global em parceria com o Banco Mundial, chamada *Who Cares Wins*. Surgiu de uma provocação do secretário-geral da ONU Kofi Annan a 50 CEOs de grandes instituições financeiras, sobre como integrar fatores sociais, ambientais e de governança no mercado de capitais. Na mesma época, a UNEP-FI lançou o relatório *Freshfield*, que mostrava a importância da integração de fatores ESG para avaliação financeira (PACTO GLOBAL, 2021)

Visconti (2021) nos fala a respeito de que, ESG é um termo comumente utilizado por investidores para avaliar as atividades corporativas relacionadas às áreas ambiental, social e de governança. Os fatores ESG também são considerados indicadores de desempenho não financeiro e são usados para identificar diversas questões. O argumento de que os gestores corporativos devem substituir seu foco singular nos acionistas por uma visão mais ampla, onde também atendam outras partes interessadas, incluindo clientes, funcionários e a sociedade, encontrou um público receptivo com CEOs corporativos e investidores institucionais. A ideia de que

as empresas devem concentrar-se em “fazer o bem” é fortalecida com a promessa de que isso também será bom para os seus resultados financeiros e para os acionistas. relacionadas à ética empresarial, responsabilidade social corporativa e governança corporativa.

ESG refere-se à forma como as empresas e os usuários integram preocupações ambientais, sociais e de governança nos seus modelos de negócio. A RSE tradicionalmente refere-se às atividades das empresas no sentido de serem mais socialmente responsáveis, de serem melhores cidadãs corporativas. Uma diferença entre os dois termos é que o ESG inclui explicitamente a governança e a RSE inclui questões de governança de forma mais sutil, uma vez que se relacionam com considerações ambientais e sociais. Assim, ESG tende a ser uma terminologia mais expansiva do que RSE (GILLAN *et al.*, 2021; VISCONTI, 2021)

Li e Li (2023) remetem que o desempenho ESG de uma empresa é, cada vez mais importante para os tomadores de decisões. Ao alcançar alta qualidade e desenvolvimento económico, todos os países precisam focar no conceito de harmonia entre homem e a natureza, praticar a responsabilidade da proteção ambiental de uma forma abrangente, adaptar-se à proteção da natureza e melhorar a estabilidade e a sustentabilidade dos ecossistemas.

“A preocupação com questões sociais e ambientais está cada vez mais presente no nosso dia a dia e a geração do milênio e a geração Z irá forçar a revolução ESG com seus hábitos de consumo e forma de investir” (DECOURT, 2022, p. 38).

Johansson e Fahlén (2019) em sua pesquisa contribuem falando que, a medida principal para estimar os esforços de sustentabilidade no ambiente corporativo é o sistema de medida ESG, que significa meio ambiente, social e governança. São três dimensões ou indicadores de desempenho não financeiros usados para medir e avaliar o impacto sustentável, social e o estilo de governança de um negócio.

De acordo com os autores supracitados, desde o lançamento da *Global Reporting Initiative* (GRI), em 2000, o uso de ESG tem aumentado de forma constante e a perspectiva de sustentabilidade também. Consequentemente, as pontuações ESG levou a mudanças nas esferas dos negócios corporativos. A prática de implementar ESG pode reforçar a reputação de uma empresa e ampliar sua base de investidores, permitindo-lhe acessar novos investidores com base nos critérios de sustentabilidade.

Segundo Gonçalves (2018), o comportamento sustentável é de suma relevância no contexto atual. Não por acaso, é um dos assuntos mais discutidos, pois está relacionado diretamente com o uso de forma adequada dos recursos naturais, a fim de que estes não se extingam. Afinal, caso isso venha a ocorrer, todos serão prejudicados em diferentes proporções. Segundo Brundtland (1987), o uso sustentável dos recursos naturais deve suprir as necessidades da geração presente, sem afetar as futuras gerações.

O termo desenvolvimento sustentável surgiu no relatório elaborado pela Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente, conhecido como Nosso Futuro Comum ou Relatório de *Brundtland*. Nesse documento consta que: “O desenvolvimento sustentável é aquele que atende as necessidades do presente sem comprometer a possibilidade de as gerações futuras atenderem a suas próprias necessidades” (BRUNDTLAND, 1987, p. 46).

Seguindo igual direção, César (2018), explica que a sustentabilidade está relacionada com a conservação a longo prazo, pois, os recursos naturais são finitos e para que as próximas gerações possam usufruir, práticas sustentáveis devem ser criadas e implementadas no presente. “Desenvolver sustentavelmente significa promover o desenvolvimento econômico concomitantemente à preservação do meio ambiente e relações justas de trabalho” (ALMEIDA, 2015, p. 21).

O comportamento das empresas e das pessoas, em relação a utilização dos recursos, deve ser analisado para que haja menos danos ao ecossistema ligado as operações, satisfaçam as necessidades de seus clientes e gerem valor aos seus acionistas.

Portanto, Almeida (2015), explica que empresas podem investir em programas de educação ambiental, os quais resultam em benefícios, inserindo-as em novos mercados a partir das práticas inovadoras.

Com a intenção de apresentar a importância do desenvolvimento sustentável para as empresas, Margarete (2007, p. 43) destaca que “o crescimento dos negócios requer, cada vez mais, o enfrentamento das questões de desenvolvimento social e de sustentabilidade que influenciam e são influenciadas pelas ações das empresas no mercado”.

Almeida (2015), explica que existem três pilares da sustentabilidade: o da governança corporativa, que representa a administração das empresas em geral; o da responsabilidade social, que representa a relação da empresa com a comunidade; e o da responsabilidade ambiental, que representa a relação entre a empresa e o meio ambiente. Esses pilares estão presentes na política internacional denominada de *Environmental, Social and Governance*, que em português refere-se ao aspecto ambiental, social e de governança.

Os três pilares da sustentabilidade enquadram, justamente, os indicadores preceituados no ESG, onde a sustentabilidade dos recursos naturais, como uma das três dimensões, estimula as empresas a considerarem o impacto de suas atividades no ambiente e contribui para a integração da administração ambiental na rotina de trabalho (GONÇALVES, 2018).

Ainda segundo Gonçalves (2018; p. 13), economicamente, pode-se dizer que a sustentabilidade é “A capacidade de captar recursos – financeiros, materiais e humanos – de maneira suficiente e continuada, e utilizá-los com competência, de maneira a perpetuar a organização e permiti-la alcançar seus objetivos”.

Lima e Silva (1999), definem Meio Ambiente como um conjunto de fatores naturais, sociais e culturais que envolvem um indivíduo e com os quais ele interage, influenciando e sendo influenciado por eles. Com a evolução o homem começou também a cultivar valores que formam sua identidade cultural: música, danças, artesanatos, etc. Diferenciando-se dos demais pelos seus costumes, temos aí então o meio ambiente cultural.

Nogueira (2006) relata que, ainda decorrente da evolução humana, há o meio ambiente do trabalho, caracterizado pelo esforço físico e/ou intelectual para gerar renda e sustento necessários para a sobrevivência.

Strine, Lindsay e Main (2020), explicam que a última década tem sido o início da era ESG, onde os acionistas e as empresas têm buscado não somente o resultado financeiro positivo, mas também, tem dado atenção aos riscos sociais e ambientais provenientes das atividades da empresa.

Os autores ainda corroboram que, no tocante a dimensão de meio ambiente, refere-se a como os recursos são utilizados, a emissão de carbono, resíduos tóxicos, lixo eletrônico e o uso de água e da matéria-prima. O conceito remete também a

oportunidades de utilizar energia renovável, investimentos verdes e tecnologia limpa. Tudo isso está incluído no aspecto ambiental e, geralmente, é a primeira coisa que as pessoas se referem quando se pensa em investimento sustentável. O pilar ambiental, é uma categoria ampla e que tem recebido mais atenção desde a mudança climática passou a ser uma das principais dentro do contexto ESG, para os acionistas.

Svensson (2020) afirma que, não há dúvidas de que as mudanças climáticas afetam todas as empresas e, dessa forma, proporcionam um risco sistemático. Para tentar sanar essa questão, as empresas começaram a se posicionar estrategicamente para lidar com o aumento da sensibilidade às implicações das mudanças climáticas. Assim, reconhecendo o efeito da sustentabilidade no desempenho financeiro. No mesmo trabalho o autor versa sobre o quesito social, que privilegia o capital humano, a gestão do trabalho, procedimentos de segurança para os trabalhadores e produtos, privacidade e segurança de dados, investimentos responsáveis e acesso ao financiamento, comunicações bem como os cuidados com a saúde. Na dimensão de governança, percebe-se o foco na propriedade e controle, diversidade do conselho, negócios e ética, transparência tributária e combate a corrupção.

Partapuoli e Breitz (2020) colaboram com a discussão nos trazendo que, não há uma definição consensual sobre os investimentos sustentáveis, o que torna o cenário mais incerto. Se uma empresa pudesse ter, por exemplo, emissões de carbono em níveis baixos, a mesma empresa pode ter políticas de direitos humanos insuficientes. Isso mostra que o conceito de sustentabilidade apresenta múltiplas dimensões, refletindo a complexidade de ser ou se tornar um investidor sustentável. Assim, os autores citados acima colaboram ainda que a sobrevivência de uma organização empresarial depende de sua capacidade de gerar lucros, onde as decisões de investimento são baseadas em projeções de retorno econômico e financeiro, e o desempenho se torna a grande preocupação para uma empresa. Nesse sentido, para as empresas serem motivadas a se engajar em ações responsáveis e atividades sustentáveis, deve haver benefícios financeiros nessas atividades.

Uma informação que merece ser mencionada é que, a falta de uma medida consistente e comparável, bem como, uma definição exata, tem sido uma das barreiras substanciais para a integração ESG, no tocante ao planejamento estratégico, portanto, os métodos para mensurar ESG são diferentes, e a

classificações mudam de acordo com o método utilizado pela agência, por exemplo. Hoje, os gestores de ativos contam cada vez mais com diferentes medições para avaliar, medir e comparar o desempenho sustentável de uma empresa.

Gamlath (2022) nos relata que o Banco Central Europeu - BCE (2020), previu que no início de 2020; o tempo e a velocidade da recuperação das empresas afetadas pela pandemia seriam incertos. No entanto, no meio da turbulência econômica e da volatilidade do mercado, os resultados financeiros que apareceram na imprensa foi de que, as empresas com altas pontuações ESG e investimentos baseados em portfólios ESG, resistiram aos efeitos da pandemia notavelmente melhor. Durante o primeiro trimestre de 2020, enquanto os preços das ações globais entravam em queda, com índices importantes como o Dow Jones perdendo valor significativo; a maioria dos índices baseados em ESG superou a recessão.

Em princípio os investimentos de carteira ESG, era um produto para investidores éticos, que estavam mais interessados em causar impacto social do que gerar retornos financeiros, porém, agora no novo cenário está atraindo investidores tradicionais, devido aos seus retornos e resiliência. A pandemia de COVID-19 teve como resultado, a atratividade das ações ESG por seus retornos superiores e resiliência durante períodos de alta volatilidade nos mercados (TETT 2020; GAMLATH, 2022).

Um crescente corpo de literatura investiga como o ESG corporativo afeta desempenho, outros estudos abordam o impacto positivo do ESG no custo do capital próprio, investigaram as previsões de lucros dos analistas, desempenho financeiro futuro como também a má conduta corporativa, dentre outras relações (LI; LI, 2023).

Neste estudo o objetivo é relacionar as pontuações ESG que sofreram controvérsias, com a distribuição de dividendos, amparadas pela teoria da legitimidade. Diferente de outros estudos abordaremos as pontuações ESG, e especificamente as que sofreram impacto de controvérsias, verificando se os executivos utilizam dessa possível influência da pontuação para legitimarem a gestão perante os acionistas e realizarem uma distribuição maior de dividendos.

2.3 Mensuração das práticas ESG

Wood (2010), relata que antes mesmo da nomenclatura ESG, ganhar destaque outras nomenclaturas já eram utilizadas. Desempenho Social Corporativo (CSP) e seus conceitos irmãos como responsabilidade social corporativa, cidadania corporativa, estão presentes na bolsa de gestão há cerca de 45 anos. Apesar dessa longevidade, o domínio sobre tais informações, permaneceram controversos, fluidos, ambíguos e difíceis de pesquisar. Em grande medida, CSP tem sido equiparado a 'fazer o bem', e busca-se uma relação estatística entre CSP e desempenho financeiro para justificar ou deslegitimar os apelos normativos para que os gestores prestem atenção ao CSP. Esses dois fenômenos podem ser os principais culpados pela falta de progresso na teoria e na medição de CSP.

Schleich (2021) diz que no tocante ao ESG, existem diversas metodologias de avaliação de empresas e desempenho ESG. Uma visão que permite aos investidores tomar decisões mais assertivas, tornando diferentes aspectos ESG comparáveis dentro de uma série de empresas. Diversos índices globais foram projetados para medir e relatar o desempenho de sustentabilidade, os índices de sustentabilidade visam orientar os mercados de capital e crédito, fornecendo aos investidores carteiras de empresas comprometidas com determinados aspectos ESG práticas e suporte à análise de investimentos, alocação de ativos, rastreamento de índices e composição de carteiras.

Sobrosa et al (2020) mostra que, em 1999, foi criado o DJSI (atualmente S&P DJI ESG) que é o índice de sustentabilidade mais famoso e é considerado o precursor de todos que vieram posteriormente. O FTSE4 foi criada 2 anos depois, em 2001, pela Bolsa de Valores de Londres. Orsato et al (2015) diz que no mercado brasileiro, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) foi criado em 2005 pela São Bolsa de Valores de São Paulo – atualmente, B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), com finalidade identificar e mensurar ações de empresas sustentáveis que negociam seus papéis na B3.

Nos últimos anos, foi criado em 31 de agosto de 2020, o Índice S&P/B3 Brasil ESG, ele foi projetado para medir o desempenho dos títulos brasileiros de acordo com os critérios adotados pelo S&P DJI ESG Score. O índice é ponderado e reanalisado a cada 30 de abril, embora corresponda a um lançamento muito recente, seus dados

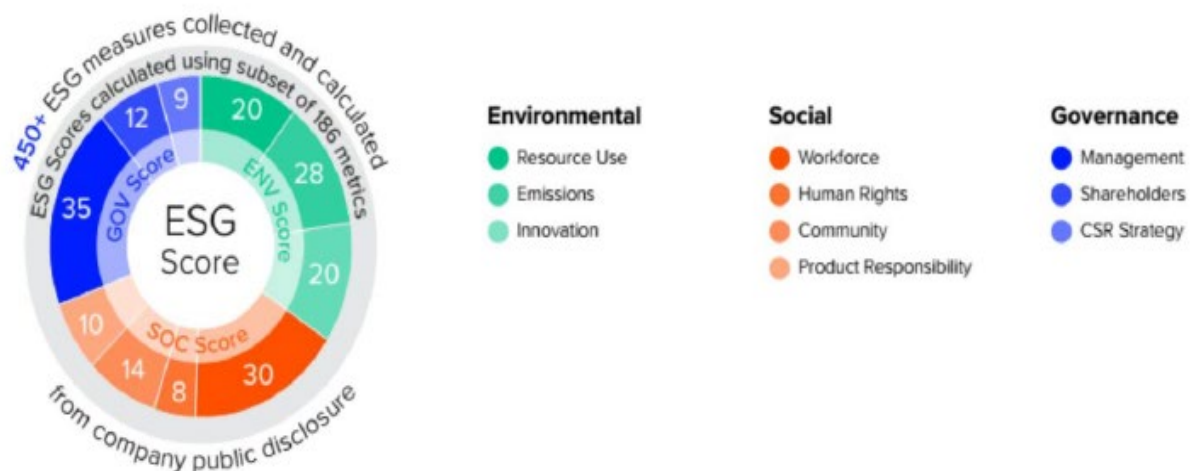
foram reprocessados, de modo que histórico do desempenho está disponível desde 2014. (SCHLEICH, 2021)

No Brasil, algumas pesquisas apontam que mais de 85,4% dos gestores de investimentos do país conhecem os fundamentos de uma política ESG e utilizam os dados gerados por estas empresas dentro deste âmbito, no processo de tomada de decisão. Muitos investidores aderiram à ideia de investir tão somente em empresas e em fundos que detenham como lema a ideia de responsabilidade social”. (FARIAS E BARREIROS, 2020)

As práticas ESG, como são elementos mais recentes, de forma mais sistematizada e organizada, em comparação com as práticas que tinham foco apenas no sustentável, necessitavam que houvessem mecanismos para que as mesmas fossem mensuradas, e a partir de então, surgiram agências que passaram a criar metodologias capazes de mensurar ações, práticas e resultados da aplicabilidade da política ESG nas empresas de capital aberto em todo o planeta. Nesse estudo foi delimitado que a métrica utilizada para estudar a relação entre pontuação ESG e a distribuição de dividendos foi a base da Refinitiv. As pontuações do Refinitiv ESG são orientadas por dados, representando as métricas mais relevantes do setor, com tamanho mínimo da empresa e vieses de transparência. As pontuações são baseadas no desempenho relativo dos fatores ESG com o setor da empresa (ambiental e social) e país de incorporação (para governança). (REFINITIV, 2022)

O intuito dessa metodologia da Refinitiv, não é estabelecer nem ditar verdades, e sim, que os dados falem por si, e sejam capazes de despertar o senso crítico e de avaliação dos usuários dessa informação. Existem mais de 630 medidas ESG, que vários analistas processam manualmente para cada empresa dentro do universo ESG. Cada medida passa por um processo cuidadoso para padronizar as informações e garantir que seja comparável em toda a gama de companhias analisadas. As medidas seguem o padrão abaixo, e as análises são feitas em cada item como segue na figura abaixo.

Figura 2- Modelo ESG Refinitiv



Fonte: Refinitiv (2022)

As pontuações ESG da Refinitiv refletem a estrutura de dados ESG subjacente e são uma avaliação transparente e orientada por dados do desempenho e capacidade ESG relativos das empresas, integrando e contabilizando a materialidade do setor e os vieses de tamanho da empresa. A metodologia de pontuação ESG da Refinitiv segue vários princípios-chave de cálculo. Uma pontuação geral ESGC também é calculada, que desconta a pontuação ESG para controvérsias eventos que impactam materialmente as corporações, como polêmicas com corrupção, destruição ambiental dentre outros. (SCHLEICH, 2021)

O modelo de mensuração da Refinitiv compreende, duas pontuações: a pontuação ESG que mede o desempenho ESG da empresa com base em dados reportados verificáveis de domínio público e a Pontuação ESGC, que sobrepõe a pontuação ESG com controvérsias, para fornecer uma avaliação abrangente do impacto e conduta de sustentabilidade da empresa ao longo do tempo. Além disso, é feita também, uma mensuração de cada pilar de forma individual, o ambiental, o social e a governança. O principal objetivo dessa pontuação é descontar a pontuação de desempenho ESG com base em histórias negativas da mídia. Ele faz isso incorporando o impacto de controvérsias ESG significativas e materiais na pontuação geral do ESGC (SCHLEICH, 2021)

O autor acima ainda destaca que a mensuração da performance ESG das organizações, usualmente realizada por meio de ratings ou índices compostos, não se restringe à análise dos indicadores formais de desempenho ambiental, social e de

governança. Um componente crucial, muitas vezes subestimado, refere-se às controvérsias envolvendo a organização — entendidas como eventos negativos noticiados, como sanções regulatórias, litígios trabalhistas, violações ambientais ou escândalos de governança.

Essas ocorrências, quando identificadas pelas agências de rating ESG, podem atuar como redutores significativos da pontuação geral atribuída à empresa, independentemente da qualidade dos indicadores formais previamente aferidos. Em outras palavras, mesmo empresas com práticas ESG bem estruturadas e relatórios robustos podem ter sua avaliação comprometida se forem associadas a eventos controversos de grande repercussão. Tal mecanismo reflete uma abordagem mais dinâmica e reputacional da análise ESG, evidenciando que a consistência das práticas deve estar acompanhada de integridade na condução cotidiana das operações e nas relações institucionais.

Assim, a inclusão de critérios de controvérsia nas metodologias de avaliação ESG amplia a sensibilidade dos modelos de mensuração, deslocando o foco exclusivo dos indicadores auto-reportados para uma visão mais holística e responsiva à realidade empresarial. Isso reforça a importância de práticas de compliance, gestão de riscos socioambientais e governança transparente como elementos estruturantes de uma boa performance ESG.

Quadro 1- Ilustração da Mensuração da Pontuação ESGC

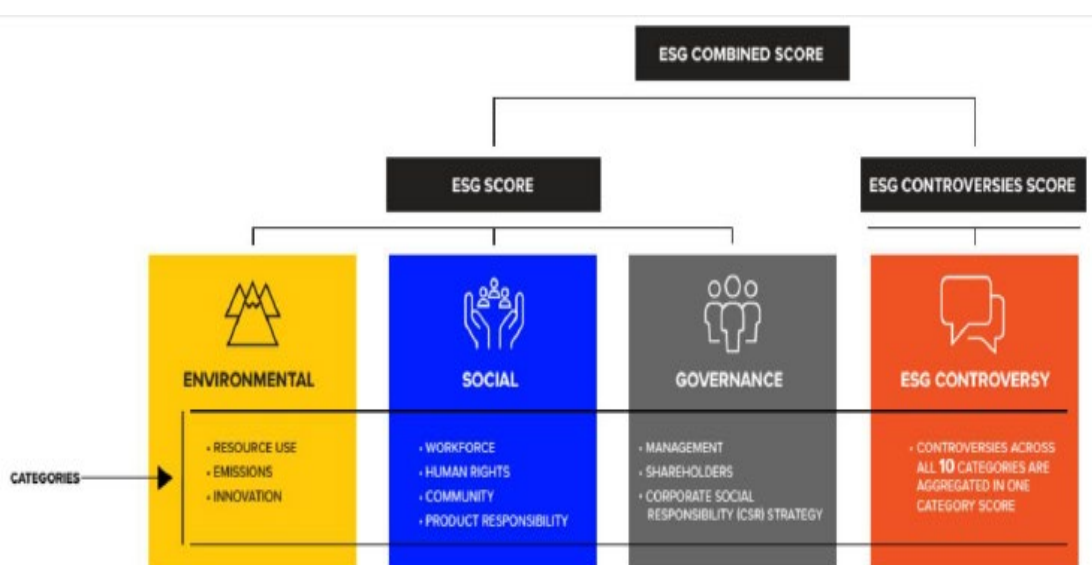
Cenário	ESG controvérsia	Pontuação o ESG	Pontuação ESGC
Se a pontuação de controvérsias for $\geq$ pontuação ESG, então Pontuação ESG = pontuação ESGC	100	89	89
Se a pontuação de controvérsias for $<$ pontuação ESG, então Pontuação ESGC = média da pontuação ESG e controvérsias	48	49	48,5

Fonte: Elaborado pelo Autor (2023)

Como ilustra o quadro acima, quando temos uma pontuação de controvérsia superior a pontuação ESG normal, a pontuação ESGC, continuará a mesma do ESG normal, no exemplo acima uma empresa com pontuação 100, significa que ela não teve nenhuma controvérsia no período estudado, sendo assim, não faz sentido o score dela ser prejudicado, no caso inverso, a empresa teve uma pontuação de controvérsia 48, nota esta inferior ao ESG de 49, então foi feita uma média, para refletir o impacto da controvérsia no ESGC da mesma.

A pontuação de controvérsias ESG é calculada com base em 23 temas polêmicos. Durante o ano, se ocorrer um escândalo, a empresa envolvida é penalizada e isso afeta sua pontuação e classificação geral no ESGC. O impacto do evento ainda pode ser visto no ano seguinte se houver novos desenvolvimentos relacionados ao evento negativo, por exemplo, ações judiciais, disputas legislativas em andamento ou multas. Todos os novos materiais de mídia são capturados como a controvérsia progride. A pontuação de controvérsias também aborda o viés de capitalização de mercado do qual as empresas de grande capitalização sofrem, pois atraem mais atenção da mídia do que as empresas de menor capitalização. (REFINITIV, 2022)

Figura 3- Pilares ESG



Fonte: Refinitiv (2022)

Ainda de acordo com o relatório acima referenciado, dos 23 temas polêmicos são inclusos os direitos humanos, condições, trabalho infantil, saúde e segurança dos empregados; greves, liberdade de associação; ética empresarial, fraudes fiscais, anticoncorrencial, insider trading; suborno, fraude, lavagem de dinheiro, corrupção; propriedade intelectual; saúde pública; saúde e segurança do cliente, reclamações de clientes, marketing responsável, acesso ao produto, privacidade de dados; contabilidade, demissão de auditores, correção de lucros, avisos de lucros; direitos dos acionistas, executivos compensação; ambiental, dentre outros.

Poucas empresas aderiram ao modelo de gestão ESG, como um mecanismo de entrega de transparência e informação a seus investidores, e esta empresas, sofrem concorrência com as empresas que não aderiram ao modelo e consequentemente não possuem custos com os investimentos necessários para se pôr em prática uma política ESG em um ambiente corporativo (BENLEMLIH, 2019)

2.4 Política de dividendos: Teorias e conceitos

A política de dividendos compreende as decisões estratégicas sobre a distribuição de lucros aos acionistas e ocupa papel central nas finanças corporativas, sobretudo no que tange à governança e à relação entre empresa e investidores. Michaely e Roberts (2012) destacam os dividendos como o principal mecanismo de retorno de capital aos acionistas, sendo diretamente influenciados por fatores como oportunidades de investimento, estrutura de capital e expectativas de mercado.

Ainda que largamente estudada, a política de dividendos permanece envolta em controvérsias e lacunas empíricas (Loss; Neto, 2003). Sua formulação é influenciada por dinâmicas de mercado, ciclos econômicos e fatores institucionais, incluindo aqueles associados à responsabilidade socioambiental e à transparência na governança, componentes fundamentais no contexto do ESG.

Dentre os principais marcos teóricos, Lintner (1956) identificou que gestores tendem a manter certa regularidade nos pagamentos, evitando ajustes abruptos que possam sinalizar incerteza ao mercado. Posteriormente, Gordon (1959) propôs a chamada Teoria do Pássaro na Mão, defendendo que os acionistas preferem

dividendos certos no presente a lucros incertos no futuro, o que poderia aumentar o valor de mercado da empresa.

Em contraponto, a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, formulada por Miller e Modigliani (1961), argumenta que, em mercados perfeitos, a política de dividendos não afeta o valor da empresa, sendo este determinado apenas pela qualidade dos projetos de investimento. Essa visão, no entanto, assume condições ideais como ausência de impostos, inexistência de custos de transação e informação perfeita — pressupostos questionáveis quando se considera a crescente demanda por práticas ESG, que justamente emergem como resposta às imperfeições de mercado.

Outras abordagens complementares foram sendo integradas ao debate, a exemplo da Hipótese da Sinalização, segundo a qual alterações nos dividendos funcionam como indicativos da percepção dos gestores sobre a lucratividade futura (Bhattacharya, 1979).

A Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976; Easterbrook, 1984) destaca os dividendos como mecanismo de mitigação de conflitos entre acionistas e gestores, limitando o uso ineficiente de caixa e favorecendo o alinhamento de interesses — dimensão essa diretamente associada ao pilar da governança corporativa no ESG.

Por fim, a Teoria da Clientela, explorada por Elton e Gruber (1970), propõe que investidores buscam empresas cuja política de dividendos se adeque às suas preferências fiscais e de renda. Em ambientes onde práticas ESG são valorizadas por determinados grupos de investidores institucionais, é possível que tais preferências também passem a incluir critérios não financeiros, como responsabilidade socioambiental e ética corporativa.

Dessa forma, as teorias clássicas de dividendos permanecem relevantes, mas devem ser reinterpretadas à luz de um ambiente corporativo cada vez mais orientado por critérios ESG, nos quais a governança financeira não se limita apenas ao retorno do capital, mas também à sustentabilidade das práticas adotadas.

2.4.1 Teoria da Relevância dos Dividendos

A teoria da relevância parte do princípio de que a política de dividendos influencia diretamente o valor da firma, sendo preferida pelos investidores em

contextos de incerteza. Lintner (1956), por meio de entrevistas com executivos, evidenciou que os gestores tendem a manter políticas de dividendos estáveis para evitar reações negativas do mercado. Destacou também que as alterações nos dividendos não acompanham proporcionalmente os lucros, e que empresas mais maduras tendem a pagar dividendos mais elevados.

Gordon (1959), em linha com essa visão, desenvolveu a Teoria do Pássaro na Mão, segundo a qual os investidores atribuem maior valor a dividendos certos no presente do que a ganhos futuros incertos. Nesse contexto, o pagamento de dividendos funcionaria como um sinal de solidez e previsibilidade, atributos altamente valorizados por investidores socialmente responsáveis, que consideram não apenas o retorno financeiro, mas também a estabilidade e a integridade da empresa — aspectos alinhados à governança ESG.

2.4.2 Teoria da Irrelevância dos Dividendos

Miller e Modigliani (1961) argumentaram que, sob condições de mercado perfeito, a política de dividendos é irrelevante para o valor da empresa. Segundo essa abordagem, o valor da firma depende unicamente de suas decisões de investimento, e os acionistas seriam indiferentes entre dividendos e ganhos de capital, pois ambos refletiriam o mesmo valor presente.

Todavia, esse modelo baseia-se em premissas como ausência de impostos, inexistência de assimetria informacional e racionalidade plena — hipóteses que se distanciam da realidade, especialmente em um ambiente corporativo permeado por exigências de transparência, equidade e sustentabilidade, como o promovido pelo movimento ESG. Nesses cenários imperfeitos, a política de dividendos pode sinalizar práticas de governança responsáveis e influenciar diretamente a avaliação de risco e valor da empresa por parte dos investidores.

2.4.3 Efeitos Clientela e Tributário

Em mercados imperfeitos, as decisões sobre dividendos podem ser moldadas pelas preferências dos investidores, gerando os chamados efeitos clientela e efeito

tributário. Segundo Elton e Gruber (1970), investidores se agrupam em torno de empresas cuja política de dividendos atenda seus interesses fiscais ou de liquidez, e gestores ajustam suas práticas conforme essa demanda.

Em um contexto ESG, surge uma nova clientela composta por investidores institucionais responsáveis, que tendem a valorizar políticas consistentes e alinhadas à sustentabilidade. Assim, o perfil da clientela pode não se restringir apenas a aspectos fiscais, mas também incorporar critérios de governança, responsabilidade social e ambiental, alterando as motivações por trás da política de dividendos.

2.4.4 Teoria da Agência e Fluxo de Caixa Livre

A teoria da agência considera que os dividendos funcionam como instrumento para mitigar conflitos entre gestores e acionistas. Quando há excesso de caixa, os gestores podem ser tentados a investir em projetos não rentáveis ou a empregar os recursos em benefício próprio. A distribuição de dividendos reduz o volume de caixa disponível, limitando comportamentos oportunistas (Jensen e Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Nesse contexto, a política de dividendos é um mecanismo disciplinador, promovendo maior accountability — princípio central da governança corporativa. No âmbito ESG, esse aspecto é reforçado pela expectativa de que as decisões empresariais estejam alinhadas com os interesses de longo prazo dos stakeholders e sejam conduzidas com integridade e transparência.

2.4.5 Teoria da Sinalização

A teoria da sinalização, proposta por Bhattacharya (1979), sustenta que alterações na política de dividendos transmitem informações ao mercado sobre as expectativas futuras de desempenho. Em contextos de assimetria informacional, o aumento dos dividendos pode sinalizar confiança na geração futura de lucros, enquanto sua redução pode ser interpretada como alerta negativo.

Essa função comunicacional dos dividendos é particularmente relevante quando inserida na lógica ESG, onde a credibilidade da gestão e a previsibilidade do

desempenho são fundamentais. Ao adotar práticas transparentes e consistentes na distribuição de lucros, a empresa sinaliza comprometimento com os princípios de boa governança, fortalecendo sua reputação junto a investidores sensíveis a riscos não financeiros.

Diante do exposto, observa-se que a política de dividendos, além de suas implicações financeiras clássicas, carrega significativos elementos de governança, sendo sensível à assimetria informacional, preferências dos investidores e mecanismos de controle corporativo. Em um cenário contemporâneo de valorização das práticas ESG, sua formulação exige uma abordagem que transcenda os modelos tradicionais e considere as expectativas de sustentabilidade, transparência e responsabilidade que moldam os mercados atuais.

2.4.6 A legislação de distribuição de proventos no Brasil

A Lei nº 6.404/76 apresenta as obrigatoriedades a respeito das empresas de capital aberto, dentre essas, o tratamento a ser dado à distribuição dos lucros aos sócios através dos dividendos. Para tratamento dos dividendos, encontramos nos artigos 201 a 205 da Seção III, Capítulo XVI, dados de sua origem, dividendos obrigatórios, dividendos de ações preferenciais, dividendos intermediários e pagamento de dividendos (GALVÃO, 2015).

Na lei acima citada, versa em seu artigo 202 que os acionistas têm direito de receber como pagamento de dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto, ou se o mesmo for ausente, a importância a ser paga será metade do lucro líquido contábil do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: Quota destinada à constituição da reserva legal, Importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores, Lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva e lucros anteriormente registrados nessa reserva, que tenham sido realizados no exercício. A legislação permite que o valor destinado ao pagamento de proventos seja retirado apenas das contas lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucro. Dessa forma, sem existir lucro apurado no exercício encerrado, lucro acumulado de exercícios anteriores ou parcelas de lucros já

apropriados como reservas, não é permitida a distribuição de dividendos (MARTINS, 1984). Essa proibição visa proteger a integridade do capital social. (VANCIN, 2018).

Quadro 2–Cálculo do Lucro Líquido Ajustado, baseado na Lei nº 6.404/76

Operação	Ajustes do Lucro
	Resultado do Exercício
(-)	Prejuízos Acumulados
(-)	Provisão para IR
(-)	Participações Estatutárias
(=)	Lucro Líquido do Exercício
(-)	Reserva legal
(+/-)	Reserva para contingência
(+/-)	Reservas de incentivos fiscais
(+/-)	Ajustes de Exercícios Anteriores
(=)	Lucro Líquido Ajustado (LLA)

Fonte: (BRASIL, 1976), Adaptado pelo autor.

No Brasil, como elemento de distribuição de provento tem-se o JSCP (Juro Sobre Capital Próprio), aplicado de maneira facultativa pelas companhias de capital aberto. Os JSCP foram instituídos desde 1º de janeiro de 1996, pela Lei nº 9.249/95, artigo 9º, parágrafo 7º, a qual possibilitou às empresas regidas pela Lei nº 6.404/76, deduzir essa remuneração do valor dos dividendos, o sistema dos JSCP, demonstra ser uma exclusividade brasileira, o que torna nosso mecanismo de distribuição de proventos peculiar (GALVÃO, 2015).

A Lei 9.249/93, principalmente em seu nono artigo, fixa os principais critérios legais para a utilização dos JSCP no Brasil: permite às empresas imputar os juros pagos a título de remuneração do capital próprio ao valor dos dividendos mínimos obrigatórios de que trata o artigo 202 da LSA; o pagamento de JSCP está condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros; são calculados com base no saldo das contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP); e, concede vantagens fiscais à empresa ao remunerar seu acionista com JSCP, visto que estes são contabilizados como despesa financeira no resultado do exercício e passam a compor o lucro real (VANCIN, 2018). Conforme o exposto

nos itens anteriormente citados, a distribuição dos JSCP representa uma vantagem fiscal para empresas em relação ao pagamento de proventos.

Figura 4- Diferença entre dividendos e JSCP

Dividendos	JSCP
Base de cálculo: Lucro Líquido	Base de cálculo: Patrimônio Líquido
Porcentagem de remuneração: definido no estatuto da empresa	Porcentagem de remuneração: limitado, por lei
Situação fiscal para a empresa: não podem deduzir a base de cálculo do IR e CSSL	Situação fiscal para a empresa: despesa financeira, reduz base de cálculo de IR e CSSL.
Incidência de impostos para o acionista: não é tributado	Incidência de impostos para o acionista: tributado na fonte em 15%

Fonte: Vancin (2018)

A política de remuneração dos acionistas é um dos pilares da governança corporativa e da teoria das finanças corporativas, sendo tradicionalmente operacionalizada por meio de dividendos e, no caso brasileiro, também por juros sobre o capital próprio (JCP). Embora ambos os mecanismos tenham como finalidade a distribuição de resultados aos sócios, há diferenças conceituais, contábeis e fiscais relevantes entre eles, conforme apontam diversos teóricos da área.

Segundo Gitman e Zutter (2012), os dividendos representam a distribuição direta de lucros acumulados pelas companhias aos seus acionistas, na forma de pagamento em dinheiro, ações ou outros ativos. Do ponto de vista contábil, trata-se de uma distribuição de lucros já tributados, sem dedutibilidade para fins de imposto de renda da empresa. Por isso, os dividendos não impactam o resultado contábil do exercício, sendo registrados como uma destinação do lucro no patrimônio líquido.

Já os juros sobre o capital próprio, criados no Brasil pela Lei nº 9.249/1995, são uma peculiaridade da legislação tributária brasileira. Conforme destaca Assaf Neto (2014), o JCP se configura como uma forma híbrida de remuneração, pois, embora se destine ao acionista, possui tratamento semelhante ao de uma despesa financeira: é

contabilizado como despesa dedutível do lucro tributável até o limite da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), gerando economia fiscal à empresa. Esse mecanismo visa incentivar a capitalização das empresas, permitindo a dedução do JCP como se fosse uma despesa financeira, ainda que se refira à remuneração do capital próprio investido.

Brigham e Ehrhardt (2016) enfatizam que, do ponto de vista do investidor, os dividendos são geralmente preferíveis por sua previsibilidade e segurança jurídica. No entanto, sob a ótica da empresa, o JCP oferece benefícios fiscais que podem otimizar o custo médio ponderado de capital (WACC), o que justifica sua utilização em estratégias de gestão financeira orientadas à maximização do valor da firma.

Outra diferença crucial está no impacto sobre o lucro líquido e sobre o patrimônio líquido. Conforme observam Groppelli e Nikbakht (2003), os dividendos não afetam o resultado do exercício, ao passo que o JCP reduz o lucro líquido antes do imposto de renda, podendo afetar, inclusive, indicadores contábeis e financeiros. Além disso, os dividendos estão sujeitos à aprovação em assembleia geral e à existência de lucros distribuíveis, enquanto o JCP depende da existência de lucros ou reservas de lucros e de saldo positivo de lucros acumulados ou reservas de lucros suficientes para sua contabilização.

Por fim, cabe mencionar que a escolha entre dividendos e JCP deve considerar a estrutura de capital, o regime tributário, a lucratividade e a política de retenção de lucros da companhia. Conforme argumenta Damodaran (2010), empresas com maior geração de caixa e menos oportunidades de investimento tendem a distribuir mais lucros na forma de dividendos, ao passo que aquelas que desejam reduzir a carga tributária sem comprometer a estrutura patrimonial podem se beneficiar da estratégia do JCP.

Essa característica peculiar, da legislação brasileira, em torno da distribuição de dividendos no Brasil, torna a investigação do objeto de estudo um ponto relevante para discussão da temática.

Dentro deste contexto, cabe ainda ressaltar o escopo que trata sobre a recompra de ações no Brasil, que vem se consolidando como uma alternativa relevante à distribuição tradicional de dividendos, sendo interpretada tanto como um

mecanismo de retorno de capital aos acionistas quanto como uma estratégia corporativa de sinalização e alocação eficiente de recursos.

Gabrielli e Salto (2004) definem a recompra de ações como um mecanismo pelo qual a empresa utiliza recursos disponíveis — geralmente provenientes de lucros retidos ou de caixa excedente — para adquirir suas próprias ações no mercado secundário. Essa operação resulta em uma redução do número de ações em circulação, o que, por sua vez, pode impactar indicadores financeiros e a percepção do mercado sobre o valor da empresa. De acordo com os autores, a recompra pode ser interpretada como um sinal positivo de que os gestores acreditam que as ações da empresa estão subvalorizadas. Assim, ela transmite confiança na saúde financeira e nas perspectivas futuras da companhia. A recompra pode ser utilizada como uma alternativa mais flexível à distribuição de dividendos. Enquanto os dividendos são recorrentes e esperados pelos acionistas, a recompra pode ocorrer pontualmente, em momentos estratégicos.

No âmbito das decisões financeiras corporativas, as empresas precisam escolher entre distribuir os lucros acumulados por meio de dividendos ou através da recompra de ações. Esta última tem ganhado relevância nas últimas décadas como uma alternativa flexível e estratégica. Segundo Brigham e Ehrhardt (2006), a recompra deve ser vista não apenas como uma forma de remuneração ao acionista, mas como um instrumento de alocação eficiente de capital, que pode gerar valor quando bem empregada. Contudo, Brigham e Ehrhardt alertam para os riscos associados à recompra. Um deles é o uso oportunista por parte da administração fazendo referência a possível conflito de agência. Se os gestores estiverem focados em metas de curto prazo, por exemplo, aumentar artificialmente o lucro por ação para atingir bônus, a recompra pode ser feita mesmo quando as ações estão sobrevalorizadas, destruindo valor de longo prazo.

segundo Vermaelen (1981; 1984), um dos principais estudiosos sobre recompra de ações, existem diferentes métodos de recompra, cada um com implicações estratégicas e sinais distintos ao mercado. A escolha do método afeta tanto a eficiência informacional quanto os incentivos corporativos envolvidos na operação. recompra por oferta fixa, por exemplo, ocorre quando a empresa anuncia a intenção de recomprar uma quantidade determinada de ações a um preço superior ao

valor de mercado, durante um período preestabelecido. Esse procedimento envia ao mercado um sinal forte de que os gestores acreditam que as ações estão subvalorizadas, o que pode provocar uma precificação imediata. No entanto, por envolver um prêmio aos acionistas que venderem, esse método tende a ser mais oneroso para a empresa.

Outro método relevante é o leilão holandês, ou Dutch Auction, no qual a empresa estabelece um intervalo de preços e convida os acionistas a indicarem o valor mínimo pelo qual aceitariam vender suas ações. O preço final é determinado pelo menor valor que permita recomprar o volume desejado. Esse formato tende a ser mais eficiente na descoberta do preço justo de mercado, além de reduzir a percepção de favorecimento entre acionistas, mostrando-se uma alternativa mais racional e transparente.

A recompra no mercado aberto, por sua vez, é o método mais utilizado e flexível. Nesse caso, a empresa adquire ações diretamente no mercado secundário, de forma gradual, sem compromisso público com volume ou cronograma. Essa abordagem oferece discrição e adaptabilidade, permitindo que a recompra seja ajustada conforme as condições do mercado. Contudo, por não haver um anúncio formal ou prêmio envolvido, o sinal ao mercado é mais difuso, podendo ser interpretado apenas como uma gestão de caixa ou ajuste marginal da estrutura de capital.

Por fim, há a recompra privada, realizada por meio de negociações diretas com acionistas específicos, geralmente investidores institucionais ou controladores. Essa modalidade costuma estar ligada a estratégias de reestruturação acionária, à saída de sócios relevantes ou à resolução de conflitos societários. No entanto, seu uso pode levantar questionamentos de ordem ética e de governança, principalmente quando há percepção de tratamento desigual entre os acionistas.

Assim, para Vermaelen (1981; 1984), a escolha do método de recompra de ações é uma decisão crítica que vai além da mecânica financeira. Trata-se de uma ferramenta estratégica que envolve sinalização ao mercado, estruturação de incentivos e potencial impacto sobre a governança corporativa. O modo como a recompra é realizada influencia diretamente a interpretação dos investidores sobre a

real motivação da empresa e sobre seu compromisso com a criação de valor de longo prazo.

2.5. Estudos anteriores sobre possíveis relações entre ESG e dividendos

A adoção de práticas sustentáveis vem crescendo no mercado de capitais. Cada vez mais, investidores buscam por empresas que adotam princípios sustentáveis. Nesse quesito, as práticas de governança, meio ambiente e social ganham destaque no cenário mundial. Apesar do aumento de estudos sobre sustentabilidade e ESG, há poucas evidências sobre os efeitos desse desempenho ESG e seu envolvimento na política de dividendos (MATOS; BARROS; SARMENTO, 2020).

Investimento Socialmente Responsável (SRI) e Responsabilidade Social Corporativa (CSR) são algumas das nomenclaturas para relacionar a investimentos socialmente responsáveis e sustentáveis e, certamente, a nomenclatura mais utilizada e objeto de nosso estudo o *Environmental, Social e Governance* (ESG). Mesmo que a ideia não seja nova, tem recebido mais atenção nos últimos anos.

Alguns trabalhos já foram publicados sobre ESG e sua relação com o desempenho empresarial, sendo diversas variáveis envolvidas e dependendo dos dados utilizados, métodos e abordagens, os resultados também são distintos. As agências estão cada vez mais interessadas em divulgar estudos que relacionem políticas ESG com desempenho, retorno de ações, lucros, dentre outros. Com isso, os investidores estão também interessados nestas pesquisas para pautarem suas tomadas de decisões. Destacar os resultados desses principais estudos, possibilita traçar uma reta temporal de achados e contribuições concernentes a temática.

Friede, Busch e Bassen (2015), publicaram um estudo que resumiu dados primários e secundários fornecidos por estudos de revisão acadêmica anteriores. Nesse sentido, o estudo combina os resultados de cerca de 2.200 estudos individuais. Aproximadamente 90% dos estudos encontram uma relação ESG e desempenho financeiro corporativo de forma positiva. Observa-se também que o impacto ESG positivo se mostra estável ao longo do tempo. Um fato que merece relevo é: os

estudos na época se mostraram inconclusivos, incompletos, apontando o quanto as pesquisas nessa vertente ainda precisam ser adensadas.

Existem várias agências e fontes de informações ESG com métodos e mensurações diferentes, com acesso a inúmeros tipos de informações e, conseqüentemente, medem ESG de formas alternativas. Sendo assim, pode ser difícil analisar tais informações. Existem algumas estruturas e regras para Relatórios de CSR, mas a comparabilidade para as empresas pode não ser ideal, uma vez que ainda há distinções entre empresas e indústrias em relação ao que está sendo medido (ALMEYDA; DARMANSYA, 2019).

Em um estudo recente, Matos; Barros e Sarmiento (2020), desenvolveram uma pesquisa que buscou investigar a relação entre ESG (ambiental, social e governança) e o desempenho de forma coletiva e individual, com base em cada um dos três pilares e o seu impacto na política de dividendos das empresas com relação ao pagamento e sua estabilidade.

Na pesquisa, foram utilizados os dados do Índice Stoxx Euro 600 entre os anos 2000 a 2019. E para analisar a relação dos fatores ESG nas políticas de dividendos dessas empresas, recorreram a variáveis dependentes. Assim, foi possível mensurar se a empresa pagou dividendos e se houve estabilidade nesse pagamento. Os resultados indicaram que há alguma evidência que as empresas mais sustentáveis exibem um pagamento de dividendos mais estável, e quando analisados separadamente, o resultado também é positivo para os pilares ambiental e governança.

O estudo enfatiza em seus resultados que o aumento na pontuação ESG provoca um efeito positivo na estabilidade de pagamento de dividendos. No entanto, o pilar social analisado de forma individual segue uma perspectiva contrária. Foi apurado que as empresas com melhores pontuações ESG parecem não impactar o potencial de crescimento futuro, diminuindo, assim, o risco de as políticas de dividendos refletirem valor para uma perspectiva de curto prazo. Em oposição, a pontuação ESG mais alta reflete em um melhor alinhamento de longo prazo com os acionistas e outras partes interessadas, devido a uma participação nos lucros de forma mais estável.

O estudo de Giese *et al.* (2019), também nos fornece uma observação entre as informações ESG e a avaliação e desempenho das empresas, examinando três vertentes: o fluxo de caixa descontado, o canal de risco idiossincrático e a avaliação canal. Ficou nítido que as informações ESG das empresas da Nova Zelândia foram transmitidas para sua melhor avaliação e desempenho, tanto por meio de seu perfil de risco sistemático, quanto por seu risco idiossincrático. Apontam também, que as mudanças nas características ESG de uma empresa podem ser um indicativo financeiro de relevância e que a transmissão das informações ESG ao valor financeiro é um processo de canal.

Na mesma esteira, Niccolò *et al.* (2021), realizam um estudo com empresas chinesas, onde o objetivo é testar o impacto das estratégias ESG (ambientais, sociais e de governança) na política de distribuição de dividendos da empresa. Em decorrência, os autores perceberam que, em um contexto geral, existe um impacto negativo das práticas ESG nas políticas de pagamento de dividendos. Foram testados os três componentes das estratégias ESG para relacionar como podem influenciar a decisão da empresa entre investimentos em práticas sociais e sustentáveis ou pagamento de liquidez aos acionistas. Os resultados obtidos mostraram que os investimentos relacionados a ESG têm impacto sobre a riqueza dos acionistas, diminuindo o pagamento de dividendos.

Na pesquisa de Limkriangkrai, Koh e Durand (2016), o objetivo foi um pouco mais delineado: buscou-se analisar os efeitos independentes das classificações ambientais, sociais e de governança corporativa e da composição ESG nos retornos das ações e nas decisões de financiamento corporativo das maiores ações do mercado de ações australiano. Os autores concluíram que as entidades empresariais com alto *score* ESG tendem a aumentar sua alavancagem.

Para as classificações individuais, verificaram-se diferentes inferências: empresas com classificações baixas em quesito ambiental e de governança sofrem uma tendência a ter menos dívidas. As empresas com classificações de governança altas retêm menos dinheiro, enquanto aquelas com classificações de governança baixas têm pagamentos de dividendos mais baixos. Observou-se ainda não haver diferença significativa nos retornos ajustados ao risco para carteiras com base em classificações ESG, indicando efetivamente que não há custo de investimento ESG.

Em direção de semelhante raciocínio, analisaram a relação entre os pilares ambiental, social e governança (ESG) sobre o retorno das ações e investigou se algum desses três pilares individuais teve um impacto mais significativo durante o período de 2005 a 2018. Os resultados apontaram que carteiras com baixo *score* ESG superaram carteiras com pontuação mais elevada.

Os referidos autores, também, identificaram que uma carteira com pontuação ESG mais baixa ainda apresenta melhor desempenho em termos de retornos anormais. O estudo conclui que é mais favorável para um investidor manter ações com classificações ESG mais baixas, em virtude de que as carteiras com classificações mais altas não podem superar o mercado, enquanto o pilar ambiental mostra um efeito negativo por meio de medidas baseadas na contabilidade.

Benlemlih (2019), utilizou uma amostra de 22.839 observações de empresas americanas no período de 1991 a 2012, e descobriu que as empresas com alta Corporate Social Responsibility (CSR) pagam mais dividendos do que as com baixa CSR. Um aspecto relevante no estudo em comento é que, ao analisar a estabilidade do pagamento de dividendos, os resultados mostram que as empresas sem responsabilidade social ajustam os dividendos mais rapidamente do que as empresas socialmente responsáveis, onde o pagamento de dividendos é mais estável em empresas com alto índice de responsabilidade social.

Desta feita, a pesquisa torna consistente a hipótese de que empresas com alta CSR podem usar a política de dividendos para mitigar problemas de agência relacionados com o excesso de investimento em Responsabilidade Social Empresarial (RSE).

Em um estudo recente, Saeeda e Zamir (2021), examinaram a relação entre as divulgações de Responsabilidade Social Corporativa (CSR) e as decisões de pagamento de dividendos no contexto de mercados emergentes. Usando amostras coletadas manualmente de empresas listadas na Índia, China, Indonésia, Paquistão, Malásia, Coreia, Turquia e Rússia, durante o período de 2010 a 2018, os resultados mostraram que as divulgações de RSC exercem um impacto negativo sobre os pagamentos de dividendos corporativos.

Oh e Park (2021), investigaram a relação entre o ESG e a política de dividendos com base na teoria da agência e da sinalização e analisaram se pertencer a um

grande grupo empresarial (Grupo *Chaebol*) tem um efeito significativo na relação entre o ESG e a política de dividendos.

O período de análise foi de 2011 a 2018, e as classificações ESG do Serviço de Governança Corporativa da Coreia são usadas como *proxies* para ESG. Os autores apontaram que o ESG e os dividendos têm uma relação significativamente positiva, exprimindo que as empresas com excelentes atividades de ESG têm níveis de dividendos mais elevados do que aquelas que não o têm.

Johansson e Fahlén (2019), se debruçaram sobre a relação entre sustentabilidade corporativa e política de dividendos nos países nórdicos e puderam inferir que há uma relação significativa entre a pontuação ESG e a taxa de pagamento de dividendos das empresas nórdicas, enquanto o rendimento de dividendos não tem relação com a pontuação ESG. Como ambas as medidas apresentaram coeficientes positivos, os autores determinaram que existe uma relação positiva entre sustentabilidade e política de dividendos.

Sheikh *et al.* (2021), examinaram se a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) tem impacto na política de dividendos e se existe uma propensão a pagar dividendos, bem como, o índice de sua distribuição nas empresas estudadas. Além disso, a pesquisa também investigou o papel que a propriedade familiar desempenha a esse respeito em um mercado emergente. Foi utilizada uma amostra de 1.480 observações do Paquistão nos anos de 2010 a 2016, considerando o viés de autosseleção de Hackman e os problemas de endogeneidade, por meio de uma análise de regressão robusta.

O estudo desenvolvido por Sheikh *et al* (op. cit) descobriu que o maior número de atividades de RSC aumenta a propensão a pagar dividendos, mas reduz o pagamento de dividendos em empresas que pagam dividendos. Por outro lado, em empresas familiares, o maior número de atividades de RSC diminui a propensão a pagar dividendos, mas aumenta o pagamento de dividendos em empresas pagadoras de dividendos. Este levantamento traz uma especificidade peculiar por se tratar de um estudo em um país emergente e os sujeitos participantes serem empresas familiares.

Dimitropoulos e Koronios (2021), se aprofundaram em observar o impacto do desempenho relacionado às políticas sustentáveis nas decisões de dividendos da empresa e de retenção de caixa, levando em consideração a potencial endogeneidade

entre os fatores examinados, evidenciada pela literatura anterior sobre o assunto. As empresas com maior emissão e pontuações de uso de recursos estão significativamente associadas a maior liquidez. Adicionalmente, todas as pontuações de desempenho ambiental, provaram ter um impacto positivo e significativo no pagamento de dividendos. Praticamente, o aumento de um ponto percentual na pontuação de desempenho do CER está associado a 0,2% da relação dividendo/ativo.

Wanis (2020), explorou o impacto da responsabilidade social na política de dividendos, bem como, o papel de cada ciclo de vida nesse efeito sobre os dividendos. O pesquisador mostrou que as empresas em seu estágio de crescimento estão positivamente associadas à práticas sustentáveis, enquanto as empresas em estágio de declínio têm menos probabilidade de investir em ESG. As empresas com alto score ESG podem usar a política de dividendos para reduzir os problemas de agência relacionados ao excesso de investimento em ESG. Os resultados referem que o ciclo de vida corporativo não é influenciado por dividendos.

Dewasiri e Abeysekera (2020), investigaram a relação entre responsabilidade social corporativa e política de dividendos usando uma abordagem de triangulação de dados (de forma pioneira) no contexto do Sri Lanka. Os resultados sugerem que há um impacto positivo das práticas ESG na probabilidade de pagar dividendos e no seu pagamento. As descobertas da abordagem de triangulação revelaram que ESG e dividendos tendem a crescer juntos. Portanto, argumentamos que a generosidade da administração abre caminho para a prosperidade dos acionistas.

Casey, Casey e Griffin (2020), avaliaram as pontuações ESG e suas relações com o desempenho da empresa, com dados de 2019 do Yahoo! financiamento para empresas de tecnologia da informação, com o tamanho da amostra incluindo 50 empresas com dados suficientes para executar os modelos. Observou-se uma relação positiva entre classificação ESG e rendimento de dividendos. E ainda, os resultados fornecem evidências adicionais de que as empresas consideram vários fatores sociais e ambientais na política de dividendos.

Arouri, Marsat e Pijourlet (2018), investigaram a relação entre a política de dividendos e o desempenho social corporativo e descobriram que, quando os dividendos pagos são muito altos, a empresa pode não ter a liberdade financeira ideal

para satisfazer as demais partes interessadas, o que implica que os dividendos são pagos em detrimento das políticas sociais corporativas.

No estudo desenvolvido pelos autores supracitados, foi utilizada uma amostra mundial de quase 7.000 observações, com suporte para uma relação U-invertida, revelando uma quantidade ideal para satisfazer os acionistas e as partes interessadas. Os resultados apontaram que existe um impacto U-invertido da política de dividendos das empresas, e mostrou que existe uma política ótima, em torno de 5,5% o do rendimento de dividendos, que parece satisfazer tanto os acionistas, quanto as partes interessadas.

Svensson (2020) utilizou um recorte temporal que vai de fevereiro de 2014 a dezembro 2019, de empresas de vários mercados de ações europeus. Um período adicional entre 2002 a 2018 nos mercados nórdicos também foram incluídos, mas os resultados são estatisticamente insignificantes. Os impactos dos dados europeus estão em linha com as pesquisas anteriores e mostraram que várias medidas podem ser úteis para explicar a relação de retorno esperado ESG.

Em seu estudo, Villiers, Ma e Marques (2020), fornecem evidências sobre a interação entre divulgação de RSC, dividendos e valor da empresa, contando com uma grande amostra de vários países. Ficou nítido que as empresas com níveis mais elevados de divulgação de CSR tendem a pagar dividendos mais elevados, e que este resultado é atribuível a empresas onde a divulgação de CSR está alinhada com o desempenho de CSR (tanto a divulgação de CSR, quanto o desempenho, são altos ou ambos são baixos).

Diversas são as pesquisas sobre a relação entre pontuações ESG e distribuição de dividendos, mediante esses achados relaciona-se a hipótese deste estudo: Empresas com pontuações ESG, que sofreram eventos de controvérsias, distribuem mais dividendos, para legitimar a gestão da companhia perante os investidores.

3. METODOLOGIA

Nesta seção, apresenta-se os procedimentos metodológicos aplicados na tese, os quais, visam atender aos objetivos pretendidos a partir da caracterização do tipo

da pesquisa, a sua área de abrangência, seus participantes, o plano de coleta de dados e o tratamento utilizado para o instrumento proposto.

Com isso, o estudo terá como principal objetivo analisar contribuição das pontuações ESG, divulgadas pelas agências de avaliação, e se elas explicam a distribuição de dividendos como elemento que contribui para a legitimação da gestão das companhias estudadas.

3.1 Tipo de pesquisa

A partir dos objetivos, tomou-se como orientação a perspectiva epistemológica sustentada na concepção filosófica Pós-positivista, a qual, tem como estratégia de análise teórica e empírica, o método de natureza quantitativa (CRESWELL, 2010).

Sendo assim, esta dissertação assume o modelo de paradigma das ciências sociais e humanas de base estruturalista e positivista, por contemplar uma pesquisa quantitativa (BURRELL; MORGAN, 1979; FLICK, 2009). Com isso, a dissertação contemplará um estudo descritivo, exploratório e correlacional.

É preciso destacar que o método quantitativo, caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas (RICHARDSON, 2011, p.70); considerado, desta forma, como o método mais adequado para atender os objetivos da presente pesquisa.

Deste modo, a utilização deste tipo de abordagem possibilitará traduzir em números (percentual, média, desvio padrão etc.) as opiniões e informações sobre o tema abordado na dissertação destinada a classificação e organização, a fim de facilitar a compreensão da influência das variáveis no contexto social abordado.

E, ainda mais, no que se refere à adoção de uma pesquisa quantitativa para a dissertação, ela é um estudo descritivo, justamente, por mensurar e avaliar dimensões, fatos e fenômenos de determinada realidade; conduzindo, com isso, a utilização de pesquisa por meio de levantamento de dados, considerando uma amostra da população, que, na concepção de Creswell (2010), pretende analisar o conhecimento 'direto' da realidade associada ao fenômeno que se pretende verificar.

A coleta de dados foi realizada através da análise documental, por meio dos métodos não probabilístico, por conveniência, do tipo intencional, pois foi considerada, exclusivamente pela internet, sendo consultados os sites Refinitiv, da base de dados da London Stock Exchange Group (LSEG).

3.2 Universo/Amostra da pesquisa

Nesse sentido, o universo da pesquisa foram as empresas de capital aberto que receberam pontuação ESG, e pontuação ESG de controvérsia, pela metodologia Refinitiv. referente aos anos de 2017 a 2021. A população do estudo é composta pelas companhias abertas listadas na B3, ao todo 561 empresas, excluindo-se as classificadas no setor econômico “Financeiro”, por apresentarem características pontuais de suas atividades e devem ser analisadas de forma individual, conforme procedimentos também adotados por estudos anteriores que buscaram explicar políticas de distribuição de dividendos (SAMET; JARBOUI, 2017; 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. Ficando ao fim 102 empresas para serem analisadas.

Para atender ao objetivo da coleta, procurou-se distribuir a amostra por anos, adotando uma amostra não probabilística, por conveniência, do tipo intencional (HAIR JR. et al., 2010).

Para isso, avaliou-se o quanto o ‘n’ amostral seria adequado para a realização do estudo; utilizou-se o pacote estatístico GPower 3.1 para verificar a qualidade da amostra, considerou-se tanto o ‘n’ necessário para a pesquisa, quanto o tipo de cálculo a ser realizado no estudo (FAUL; ERDFELDER; LANG; BUCHNER, 2007). Desta forma, foi estabelecido uma probabilidade de 95% ($p < 0,05$), magnitude do efeito amostral ($r \geq 0,50$) e um padrão de poder hipotético ($\pi \geq 0,80$); a partir desses critérios, uma coleta de dados do tipo intencional, revelou que a amostra é adequada para a realização do estudo, a qual, apresentou os seguintes indicadores estatísticos: $t \geq 1,98$; $\pi = 0,89$; $p < 0,01$.

Quadro 3- Empresa com pontuação ESG na Refinitiv, exceto as financeiras

PRI03.SA	Petro Rio SA
ARZZ3.SA	Arezzo Industria e Comercio SA
ENAT3.SA	Enauta Participacoes SA
MGLU3.SA	Magazine Luiza SA
SEER3.SA	Ser Educacional SA
AESB3.SA	AES Brasil Energia SA
MOVI3.SA	Movida Participacoes SA
TEND3.SA	Construtora Tenda SA
CAML3.SA	Camil Alimentos SA
ZAMP3.SA	Zamp SA
LOGG3.SA	Log Commercial Properties e Participacoes SA
HBSA3.SA	Hidrovias do Brasil SA
RDOR3.SA	Rede D'Or Sao Luiz SA
CMIN3.SA	CSN Mineracao SA
ASAI3.SA	Sendas Distribuidora SA
TEGA3.SA	Tegra Incorporadora SA
CBAV3.SA	Companhia Brasileira de Aluminio
RAIZ4.SA	Raizen SA
VLID3.SA	Valid Solucoes SA
ALPA4.SA	Alpargatas SA
BEEF3.SA	Minerva SA
AMER3.SA	Americanas SA
CPFE3.SA	CPFL Energia SA
CPLE6.SA	Companhia Paranaense de Energia
CSMG3.SA	Companhia de Saneamento de Minas Gerais Copasa MG
CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes
DASA3.SA	Diagnosticos da America SA
RADL3.SA	Raia Drogasil SA
ENGI4.SA	Energisa SA
EQTL3.SA	Equatorial Energia SA
YDUQ3.SA	YDUQS Participacoes SA
EVEN3.SA	Even Construtora e Incorporadora SA
EZTC3.SA	EZTEC Empreendimentos e Participacoes SA
GFSA3.SA	Gafisa SA
GOAU4.SA	Metalurgica Gerdau SA
GOLL4.SA	Gol Linhas Aereas Inteligentes SA
GRND3.SA	Grendene SA
GUAR3.SA	Guararapes Confeccoes SA
JHSF3.SA	JHSF Participacoes SA
KLBN4.SA	Klabin SA
LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA
LIGT3.SA	Light SA
LREN3.SA	Lojas Renner SA

MDIA3.SA	M Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos
ENEV3.SA	Eneva SA
MRVE3.SA	MRV Engenharia e Participacoes SA
MULT3.SA	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios SA
MYPK3.SA	lochpe Maxion SA
NTCO3.SA	Natura & Co Holding SA
ODPV3.SA	Odontoprev SA
PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes
POMO4.SA	Marcopolo SA
RAPT4.SA	Randon SA Implementos e Participacoes
RSID3.SA	Rossi Residencial SA
SAPR4.SA	Companhia de Saneamento do Parana Sanepar
DXCO3.SA	Dexco SA
SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP
SLCE3.SA	SLC Agricola SA
SMT03.SA	Sao Martinho SA
STBP3.SA	Santos Brasil Participacoes SA
EGIE3.SA	Engie Brasil Energia SA
TIMS3.SA	Tim SA
TOTS3.SA	Totvs SA
TAEE11.S A	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA
TRPL4.SA	CTEEP Companhia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista
TUPY3.SA	Tupy SA
WEGE3.SA	WEG SA
NEOE3.SA	Neoenergia SA
DIRR3.SA	Direcional Engenharia SA
SIMH3.SA	Simpar SA
QUAL3.SA	Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros SA
OIBR4.SA	Oi SA em Recuperacao Judicial
ABEV3.SA	Ambev SA
RAIL3.SA	Rumo SA
CRFB3.SA	Atacadao SA
SUZB3.SA	Suzano SA
VBBR3.SA	Vibra Energia SA
HAPV3.SA	Hapvida Participacoes e Investimentos SA
BRAP4.SA	Bradespar SA
BRKM5.SA	Braskem SA
CCRO3.SA	CCR SA
CMIG4.SA	Energy of Minas Gerais Co
CSAN3.SA	Cosan SA
CSNA3.SA	Companhia Siderurgica Nacional SA

ELET6.SA	Brazilian Electric Power Co
EMBR3.SA	Embraer SA
GGBR4.SA	Gerdau SA
VIIA3.SA	Via SA/Casas Bahia
HYPE3.SA	Hypera SA
JBSS3.SA	JBS SA
MRFG3.SA	Marfrig Global Foods SA
PCAR3.SA	Companhia Brasileira de Distribuicao SA
PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras
RENT3.SA	Localiza Rent a Car SA
VIVT3.SA	Telefonica Brasil SA
UGPA3.SA	Ultrapar Participacoes SA
USIM5.SA	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA USIMINAS
VALE3.SA	Vale SA
BRFS3.SA	BRF SA
FLRY3.SA	Fleury SA
CIEL3.SA	Cielo SA
ECOR3.SA	Ecorodovias Infraestrutura e Logistica SA

Fonte: Dados da Pesquisa (2023)

A coleta foi feita no Economática e ne base dados da Refinitiv da London Stock Exchange Group (LSEG). As pontuações ESG e a distribuição de dividendos foram coletadas na Thonsom Reuters e os dados das variáveis de controle foram captados no Economática.

3.3 Modelo econométrico e variáveis estudadas

De acordo com a hipótese formulada, apresenta-se o seguinte modelo econométrico:

$$DIVP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_3 Roa_{it} + \beta_4 Roe_{it} + \beta_5 Idade_{it} + \beta_6 Pc_{it} + \beta_7 Alvop_{it} + \beta_8 Alv_{it} + \beta_9 Pulv_{it} + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + C$$

Na sequência, apresenta-se o Quadro 2 com as descrições das variáveis do modelo econométrico.

Quadro 4- Variáveis da pesquisa

Natureza da variável	Variável	Descrição	Construção da variável	Referências
Dependente	<i>DIVP</i>	Dividendos Payout	Div por ação/Lucro por ação	Galvão (2015); Cheung, Hub e Schwiebert (2018); Salah e Amar (2022)
Interesse	$\beta^1 ESG$	Escore ESG Escore ESGA Escore ESGG Escore ESGS	Score de 0 a 100, descontando-se a controvérsia	Samet e Jarboui (2017); Matos, Barros e Sarmiento (2020); Salah; Amar (2022); Ellili (2022)
Interesse	$\beta^1 ESG$	ESG Controvérsia	Variável Dummy, onde 1 não sofreu controvérsia e 2 sofreu controvérsia	Contribuição do estudo
Controle	$\beta^2 Tam$	Tamanho	Logaritmo natural do Ativo Total da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> .	Galvão (2015); Vancin e Procianny (2016)
Controle	$\beta^3 Roa$	Retorno sobre o Ativo		Galvão (2015); Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006)
Controle	$\beta^4 Roe$	Retorno sobre patrimônio Líquido	Mensura a lucratividade da empresa por meio do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Lucro Líquido/Patrimônio	Galvão (2015); Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006)

			Líquido	
Controle	$\beta_5 Idade$	Idade	Ano de constituição menos o ano do período analisado	Galvão (2015); Park (2021)
Controle	$\beta_6 Alvop$	Alavancagem Operacional	Variação percentual do Lucro Operacional / Variação percentual vendas	Adaptado Vancin e Procianoy (2016)
Controle	$\beta_7 Alvf$	Alavancagem Financeira	Refere-se ao nível de endividamento da empresa i no período t. Dívidas (PC + PNC)/Ativo Total	Galvão (2015) Samet e Jarboui (2017); Cheung, Hub e Schwiebert (2018); Benlemlih (2019); Matos, Barros e Sarmento (2020); Trihermanto e Nainggolan (2020); Salah; Amar (2022)
Controle	$\beta_8 Pc$	Proporção de Caixa	Proporção do somatório do caixa e do equivalente a caixa em relação ao ativo total	Galvão (2015) Johanson (2019)
Controle	$\beta_9 Pulv$	Concentração Acionária	Variável Dummy onde 1 são Empresas pulverizadas com concentração abaixo de 25% e 2 não pulverizadas com concentração superior a 25%	Adaptado de Galvão (2015); Vancin e Procianoy (2016)

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Lei nº 6.404/76 apresenta as obrigações atribuídas às empresas de capital aberto, no que tange a distribuição dos lucros, em forma de dividendos. Para tratamento dos dividendos, encontramos nos artigos 201 a 205 da Seção III, Capítulo XVI, dados de sua origem, dividendos obrigatórios, dividendos de ações preferenciais, dividendos intermediários e pagamento de dividendos. (GALVÃO, 2015)

No Brasil, como já foi explanado, temos a figura dos juros sobre o capital próprio e os dividendos em si, onde ambos se configuram como distribuição de lucro. Então o “dividend” do nome não se refere apenas aos dividendos, mas à soma dos dividendos e o JCP. Dividend payout é um indicador de distribuição de riqueza e sua fórmula se configura da seguinte maneira: lucro distribuído (JCP + dividendos) dividido pelo lucro líquido da empresa. O dividend payout é apresentado na forma de percentual e é, tipicamente, calculado sobre os lucros líquido e distribuído dos últimos doze meses. (MASSARO, 2020)

Variáveis Independentes: ESG e suas ramificações

Os indicadores ESG utilizados nesta pesquisa, são os escores que fazem parte do banco de dados da Refinitiv, da agência London Stock Exchange Group (LSEG), e classificam assim:

Quadro 5- Descrição detalhada do ESG

Variáveis Independentes	Descrição	Referências
ESG	Refere-se a uma pontuação geral da empresa entre 0 e 100 refere-se a uma média dos três pilares: Ambiental, Social e Governança (Refinitiv, 2022).	Matos, Barros e Sarmiento (2020); Salah; Amar (2022);
ESG Ambiental	Mensura a influência de uma empresa nos recursos naturais. também se mensura de 0 a 100, para avaliar boas práticas que protejam o meio ambiente de forma geral (Refinitiv, 2022).	Matos, Barros e Sarmiento (2020); Salah; Amar (2022)
ESG Governança	Reflete a capacidade da empresa, em verificar suas práticas de gestão, pensando na qualidade dos stakeholders e na sociedade em si. A pontuação varia entre 0 e 100 (Refinitiv, 2022).	Matos, Barros e Sarmiento (2020); Salah; Amar (2022)
ESG Social	Reflete a reputação da empresa e sua relação com a sociedade no intuito de gerar valor para os acionistas no longo	Matos, Barros e Sarmiento (2020); Salah; Amar (2022)

	prazo. A pontuação varia entre 0 e 100 (Refinitiv, 2022)	
ESG Controvérsia	O valor padrão de todas as medidas de controvérsia é 0. Todas as controvérsias recentes são contabilizadas no último ano fiscal encerrado e nenhuma controvérsia é contabilizada duas vezes. Empresas sem controvérsias receberão pontuação 100. Nessa pesquisa foi utilizada uma variável dummy, onde 1 não teve controvérsia e 2 para quem teve controvérsia (Refinitiv, 2022)	Contribuição desta pesquisa.

Fonte: Elaborado pelo autor

Variáveis de controle

As variáveis de controle utilizadas na abordagem desta pesquisa, são variáveis que influencia a distribuição de dividendos como foi evidenciado nos estudos de (Vancin; Procianoy, 2014), (Decourt; Procianoy, 2012), (Galvão, 2015), dentre outros.

a) Tamanho

Empresas menores tendem a distribuir menos dividendos do que empresas maiores, assim como o efeito contrário em empresas com porte maior. Para calcular esta variável seguimos o proposto por Fama e French (2001) e DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), mensurando o logaritmo natural do valor total do ativo das companhias que fazem parte da amostra estudada.

b) Idade

A idade das empresas foi utilizada entendendo que empresas mais jovens distribuem menos dividendos do que empresas mais velhas. Para mensurar a idade das empresas foi observado o ano do seu surgimento e comparado ao ano base. (GALVÃO, 2015)

c) Rentabilidade

Partindo do pressuposto de que empresas mais rentáveis distribuem mais dividendos, escolheu-se as proxies ROE e ROA. A primeira sendo um indicador financeiro, denominado ROE (Return on Equity), que representa quanto uma empresa consegue gerar de lucro em relação ao capital investido, para tal se faz a razão entre o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido. (VANCIN; PROCIANOY, 2016), no caso do ROA, se fez a razão do Lucro Líquido sobre o Ativo Total.

d) Alavancagem

A alavancagem financeira é uma técnica usada para melhorar e impulsionar a situação financeira de uma organização. Embora aparentemente seja uma ferramenta positiva para o desenvolvimento da empresa, ela pode oferecer riscos no que diz respeito à criação de dívidas. Isso acontece porque a melhor forma de obter recursos para a alavancagem é por meio da utilização de recursos de terceiros. (MARTINS E ASSAF NETO, 1986)

e) Proporção de Caixa

Empresas, enfrentam no seu cotidiano, diversos dilemas, e um deles, é o volume de recursos em caixa, ter dinheiro em caixa afeta o interesse de diversos sujeitos, como os executivos e os acionistas que possuem interesses em alguns caso bem diferentes, gerando conflito de agência. (DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006). Para este estudo foi escolhido a soma do caixa e equivalentes de caixa, em razão do caixa total. (GALVÃO, 2015)

3.4 Plano de coleta de dados

Realizou-se um levantamento dos dados secundários, para o qual, foi coletado dados, na base do econômica, e na Refinitiv da Thonsom Reuters.

Além disso, esta tese se deu por intermédio das pesquisas, que visam procurar soluções trazendo contribuições do que é ou não é distinto, através de regras, procedimentos e métodos para se percorrer o caminho para a realização. Com isso,

na tentativa de justificar a utilização das variáveis dessa pesquisa, destacam-se as seguintes, com suas respectivas definições demonstra por meio da literatura,

3.5 Técnicas de análise de dados

No que se refere a análise dos dados, após organizado os dados no Excel, estes, foram transferidos para o software estatístico SPSS (versão 25.0); neste, além de estatísticas descritivas (média e desvio padrão, moda, frequência). Efetuou-se o cálculo da correlação de Pearson e também, uma análise de variância multivariada (ANOVA one-way), associada ao teste *post-hoc* de *Scheffé*, bem como, o, ambos, para verificar o efeito significativo das diferenças entre os grupos (período-ano e entre tipo de empresas).

4. RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Foram realizadas as análises descritivas, com as quais, procurou-se avaliar a evolução das pontuações e dos pagamentos de dividendos. Na tabela 7, é possível observar as taxas de crescimento em relação a distribuição de dividendos, nota-se uma taxa positiva em 2018, apresentando uma queda no percentual, nos anos subsequentes, até o ano de 2021.

Tabela 1: Análise descritiva por ano em função do DIVIDENDOS PAYOUT e taxa de crescimento

Ano	Média	d.p.	95% IC		Taxa de Crescimento	
			Min.	Max.		
2017	0.34013742	.3566285	.2586996	.4215752	---	
2018	0.43553464	0.5052476	0.354497	0.516572	28,05%	
2019	0.42963122	0.4636463	0.348593	0.510668	-1,36%	
2020	0.34310967	0.4063800	0.262072	0.424147	-20,14%	
2021	0.3268723	0.3234936	0.245834	0.407909	-4,73%	
Total	0.37512566	0.41763057	---		Taxa de crescimento no período	-3,8999%

				Taxa de crescimento anual	-0,7924%
--	--	--	--	---------------------------	----------

Fonte: Elaborado pelo autor (2023)

No teste de sheffé para comparação dos escores médios entre os anos, observou-se na tabela 8 que não houve resultado significativo ($F(204/4) = 1,64$, $p\text{-valor} = 0,162$).

Tabela 2: Comparação os anos por DIVIDENDOS PAYOUT.

Anos	2017	2018	2019	2020	2021
2017	---				
2018	.095397 [‡]	---			
2019	.089494 [‡]	-.005903 [‡]			
2020	.002972 [‡]	-.092425 [‡]	-.086522 [‡]	---	
2021	-.013265 [‡]	-.108662 [‡]	-.102759 [‡]	-.016237 [‡]	---

Fonte: Elaborado pelo autor (2023). Nota: [‡] $p\text{-valor} > 0,05$

Na tabela 9, são apresentadas as análises descritivas referentes a ESG combinado em relação aos anos. Observa-se, também, nesta tabela, um percentual de taxa bastante variante, a qual, nos pares dos anos houve um crescimento, vindo a cair a taxa no ano subsequente.

Tabela 3: Análise descritiva por ano em função ESG combinado e taxa de crescimento

Ano	Média	d.p.	95% IC		Taxa Crescimento
			Min.	Max.	
2017	31.40431	2.769449	25.96331	36.84532	---
2018	34.22323	2.806219	28.70998	39.73648	8,98%
2019	36.48814	2.668235	31.24598	41.73029	6,62%
2020	42.25424	2.392138	37.55452	46.95397	15,80%
2021	47.78198	2.103959	43.64843	51.91553	13,08%
Total	40.092843	30,285	---		Taxa de crescimento no período
					52,1510%
					Taxa de crescimento anual
					8,7564%

Fonte: Elaborado pelo autor (2023)

O ano de 2017 apresentou a menor pontuação média obtida 31,40, seguida por 2016 e pode-se constatar que a diferença de média de pontuação ESG combinado é baixa, devido a amostra abranger as mesmas empresas.

No entanto a partir de 2017 essa média foi aumentando gradativamente o que revela que o número de empresas que começaram a implementar e aderir a práticas ESG, também foram aumentando.

Em 2020, foi registrada a maior taxa de crescimento na pontuação do ESG combinado 15,80%, chegando a uma média de pontuação de 42,25, no ano seguinte, em 2021 a taxa de crescimento continua positiva em 13,08% chegando a uma média de pontuação de 47,78%. Um fato que cabe destacar, é que a pontuação ESG combinado traz embutido o impacto da controvérsia e mesmo assim apresenta taxa de crescimento durante os anos analisados.

Estes resultados revelam um crescente desempenho no contexto do ESG das empresas brasileiras analisadas, no período analisado. Além disso, indicam que as empresas brasileiras estão sendo melhores avaliadas perante as métricas ESG.

Observando o teste de sheffé entre os escores médios com base entre os períodos, observou-se na tabela 10 a existência de resultados significativos ($F(302,80/4) = 619,88$, $p\text{-valor} = 0,001$).

Tabela 4: Comparação os anos por DIVIDENDOS PAYOUT.

Anos	2017	2018	2019	2020	2021
2017	---				
2018	16.5048*	---			
2019	11.7921*	-4.71264*			
2020	10.1887*	-6.31605*	1.60341*	---	
2021	2.98388 *	-13.5209 *	-8.80825*	-7.20484*	---

Nota: *p-valor < 0,05. Fonte: Elaborado pelo autor (2023)

Por fim, na tabela 11 são apresentadas as medidas e desvios padrões e taxa de crescimento por pilar de ESG (Social, Ambiental e Governança). Observa-se que com exceção do pilar da governança, todos obtiveram taxa de crescimento superior no decorrer dos anos, porém no período analisado o pilar da governança foi o que teve a maior taxa de crescimento 59,28%, demonstrando assim, que de todos os pilares, as

empresas analisadas conseguiram implementar com maior eficiência práticas interligadas ao pilar da governança corporativa.

Tabela 5: Análise descritiva por ano em função ESG governança, ambiental e social e taxa de crescimento

ESGG	Média	d.p.	95% IC		Taxa Crescimento	
			Min.	Max.		
Ano						
2017	32.67764	2.895485	26.98904	38.36624	---	
2018	35.69804	2.949596	29.90313	41.49295	9,24%	
2019	40.45646	2.955425	34.6501	46.26282	13,33%	
2020	46.21272	2.660638	40.98551	51.43993	14,23%	
2021	52.05167	2.292542	47.54764	56.5557	12,63%	
---	---	---	---	---	Taxa de crescimento no período	59,2883%
					Taxa de crescimento anual	9,7582%
ESGA	Média	d.p.	95% IC		Taxa Crescimento	
			Min.	Max.		
Ano						
2017	30.80597	3.083839	24.74733	36.86462	---	
2018	33.57408	3.066851	27.54881	39.59936	8,99%	
2019	36.22332	3.101398	30.13018	42.31647	7,89%	
2020	40.88725	2.957593	35.07663	46.69787	12,88%	
2021	46.39137	2.81012	40.87048	51.91226	13,46%	
---	---	---	---	---	Taxa de crescimento no período	50,5921%
					Taxa de crescimento anual	8,5327%
ESGS	Média	d.p.	95% IC		Taxa Crescimento	
			Min.	Max.		
Ano						
2017	34.87083	3.124688	28.73192	41.00973	---	
2018	37.25856	3.139534	31.09049	43.42663	6,85%	
2019	40.74774	2.99701	34.85968	46.6358	9,36%	
2020	46.14412	2.684084	40.87084	51.41739	13,24%	
2021	52.50893	2.425627	47.74343	57.27443	13,79%	
---	---	---	---	---	Taxa de crescimento no período	50.5812%

				Taxa de crescimento anual	8,5311%
--	--	--	--	---------------------------	---------

Nota: ESGS = ESG Social; ESGA = ESG Ambiental; ESGG = ESG Governança. Fonte: Elaborado pelo autor (2023)

4.2 TESTE DE CORRELAÇÕES

Com a finalização da coleta dos dados e categorizadas as respostas das variáveis no pacote estatístico SPSS.25, verificou-se, com base nos critérios de seleção da amostra algumas análises referentes à qualidade amostral. Apesar do estudo ter se centrado numa seleção documental nos períodos de 2017 a 2021, foi possível organizar cada documento-informação consultada em termos da composição de participantes da pesquisa, os quais, sujeito a análise estatística. Para isso, tomou como referências as orientações empíricas de Tabachnick e Fidell (2001) e Nascimento, Tibana, Melo e Prestes (2015):

1 – no que se refere a multicolinearidade entre as variáveis, observou-se a existência de correlações (ρ [p] de Spearman) entre elas $\leq 0,90$, variando de -0,05 a 0,66 resultados estes que revelam a não existência de variáveis com alto grau de correlação, permitindo afirmar que é possível gerar modelos com baixo erro de medida.

2 – em relação a verificação dos *outliers* multivariados na amostra, esta, foi avaliada a partir do teste de normalidade de Shapiro-Wilk (S-W), destinando-se para análise de amostras inferiores a 100 participantes-eventos; observou-se que a amostra coletada para esta tese, apresentou uma normalidade tendo revelado o seguinte resultado: S-W = 1,16, $p < 0,58$. Desta forma, estes resultados revelam que a amostra assume uma normalidade.

Tendo confirmado a qualidade da amostra, a qual, orientou o tipo de estatística a ser realizada, procurou-se verificar os objetivos da tese. Partindo desses pressupostos, efetuou-se o cálculo de correlação de Pearson para o conjunto de variáveis referente aos dividendos PayOut, ESGcombinado, ESGsocial, ESGgovernança, ESGambiental.

Tabela 6- Correlação entre aa variável dependente e as independentes

Variáveis	Σ Dividendos (PAYOUT)	Σ ESG combinado	Σ ESG social	Σ ESG governança	Σ ESG ambiental
Σ Dividendos (PAYOUT)	1				
Σ ESGcombinado	0,09*	1			
Σ ESGsocial	0,10*	0,91*	1		
Σ ESGgovernança	-0,04	0,80*	0,75*	1	
Σ ESGambiental	0,09*	0,88*	0,86*	0,67*	1

Fonte: Elaborado pelo autor (2023). Nota: p-valor $\leq 0,01$

Na tabela 1, pode-se observar a existência de correlações significativas entre dividendos PayOut, ESGcombinado, ESGsocial e ESGambiental, tendo o ESGgovernança, além de um escore baixo, não foi significativo. Destaca-se também, a relação convergente (relação positiva e acima 0,30) entre as variáveis ESGcombinado, ESGsocial, ESGgovernança e ESGambiental, tendo observados escores muito alto para o ESGgeral e os pilares ESG. Um resultado que merece atenção, trata-se da relação da variável da ESGcombinado com a ESGsocial, ESGgovernança, ESGambiental, a qual, foi significativamente negativa.

4.3 RESULTADOS DA EXPLICAÇÃO DOS EFEITOS DO DESEMPENHO ESG NO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS

Nesta seção, apresentam-se os resultados dos modelos de regressão que visam o atendimento dos objetivos específicos que são:

- Realizar um comparativo do desempenho ESG entre empresas que sofreram com controvérsias e sua distribuição de dividendos.

Em seguida, efetuou-se o cálculo de análise de regressão múltipla, com o método *Enter*, com o efeito mínimos quadrados generalizados (GLS), para o conjunto de variáveis referentes aos fatores determinantes (por exemplo: ESGCOMB, ESGS, ESGG, ESGA, ESGC, TAM, ROA, ROE, IDADE, ALVOP, ALVF, PCAIXA, PULV) em função dos DIVIDENDOS PAYOUT. Para isto, efetuou-se antes, os testes de especificação, os quais, tinham como objetivo, avaliar o uso dos efeitos fixo ou aleatórios para a realização da referida análise (por exemplo, testes de F de Chow,

Breusch-Pagan e o de Hausman), tendo observado os seguintes resultados: no teste F de Chow [$F(98,372) = 2,45$, p-valor = 0,001] revelou ser mais adequado o efeito fixo do que o Polled (dados empilhados) [$F(9,469) = 1,42$, p-valor = 0,17]; comparando o efeito do modelo Polled (dados empilhados) [$F(9,469) = 1,42$, p-valor = 0,17] com o efeito aleatório, o teste de Breusch-Pagan foi muito melhor do que o Polled [$\chi^2 = 42,94$, p-valor = 0,001] e por fim, comparando o efeito com efeito aleatório, no teste de Hausman, o efeito aleatório é melhor do que o fixo [$\chi^2 = 12,12$, p-valor = 0,001, prob $> \chi^2 = 0,15$].

Na tabela 2 observa-se que o modelo preditivo foi significativo, tendo apenas as variáveis ESGC e ESGG predizendo, significativamente, os DIVIDENDOS PAYOUT; enquanto a primeira variável prediz positivamente ($\beta = 0,106$), a segunda variável prediz, negativamente ($\beta = -0,177$). Destaca-se também, a existência de um indicador de multicolineariedade da predição (isto é, o VIF) ser $< 5,00$.

Nesse sentido, de acordo com Dorfleitner et al. (2020), as entidades que não possuem práticas ligadas às controvérsias ESG podem ser vistas como mais propensas a ter um melhor desempenho financeiro, sob a ótica dos investidores, uma vez que a ausência de polêmicas e questões negativas são bem avaliadas por eles.

Sendo assim, as empresas fogem de atos ilícitos e que possam comprometer sua imagem perante os investidores, e para reduzir os impactos das controvérsias. É cabível lembrar, que essa tendência de avaliação corporativa também pode ser respaldada pela constatação de que as controvérsias ESG costumam ter um impacto maior do que as práticas benéficas voltada ao ESG, já que os efeitos negativos se prolongam por mais tempo.

Os acionistas atuam como agentes de controle social das ações empresariais, avaliando as decisões dos gestores incessantemente, sendo assim, quando se tem prejuízos causados pelas controvérsias, eles, os acionistas podem reagir negativamente.

Neste estudo, quando há indicação da controvérsia (ESGC), há uma maior distribuição de dividendos, porém o modelo em si não foi significativo, sendo assim, não possível comprovar que essa relação tenha sido concreta e real. Estes achados se associam aos observados por Cheung, Hub e Schwiebert (2018), os quais, também não encontraram evidências de efeito da política ESG na decisão de pagar dividendos.

Sob a perspectiva da Teoria da legitimidade, a percepção sobre a legitimidade da organização é afetada pelo entendimento da sociedade sobre a imagem construída pela organização, o que reflete no comportamento social de entender a mesma como legítima ou não (SUCHMAN, 1995).

Se o impacto da controvérsia é negativo, sob o desempenho financeiro de uma maneira geral, os gestores precisam de alguma forma legitimar suas decisões e suas ações perante os investidores, que estão diante de algo negativo (controvérsia), propenso a impactar negativamente o resultado da empresa e consequentemente o interesse de cada um deles.

Nesta análise buscou-se verificar se esse processo de legitimação mediante a ocorrência de uma controvérsia aconteceria com os gestores decidindo distribuir mais dividendos, para sinalizar positivamente para seus stakeholders que a controvérsia hipoteticamente não iria interferir na imagem e desempenho da empresa.

Tabela 7 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis determinantes sobre os dividendos payout.

Variáveis	Variável critério: DIVIDENDOS PAYOUT					
	Coeficientes não uniformizados		Coeficiente uniformizados	t	p-valor	Estatística Colinearidade
	B	SE	Beta			VIF
(Constant)	0,365	0,188	---	1,99	0,05	
ESGCOMB	0,003	0,003	0,145	0,871	0,384	11,050
ESGC	0,096	0,056	0,106	2,713	0,047	1,516
ESGS	0,000	0,002	0,024	0,206	0,837	5,501
ESGG	-0,003	0,001	-0,177	-2,326	0,021	2,293
ESGA	0,000	0,002	-0,010	-,100	0,920	4,307
TAM	0,002	0,007	0,012	0,225	0,822	1,142
ROA	0,004	0,003	0,070	1,160	0,247	1,437
ROE	0,001	0,001	0,112	1,285	0,200	3,034
IDADE	-9,280	0,001	-0,005	-0,101	0,920	1,128
PCAIXA	-1,870	0,002	-0,001	-0,011	0,991	1,121
ALVOP	-0,001	0,001	-0,025	-0,486	0,627	1,045
ALVF	-0,001	0,002	-0,037	-0,463	0,643	2,545
PULV	-0,069	0,052	-0,075	-1,340	0,181	1,252
Coeficiente de Regressão (R ²)	0,13					

Wald	38,03, p-valor = 0,01
Rho (ρ)	0,30
Durbin-Watson	2,03

Fonte: Elaborado pelo autor (2023). VIF = Inflação da Variância do Fator.

Na tabela 3 estão os resultados referente ao modelo preditivo específico com as variáveis ESG; ainda considerando o método *Enter* para regressão e efeito GLS, para o conjunto dos fatores determinantes (por exemplo: ESGCOMB, TAM, ROA, ROE, IDADE, ALVOP, ALVF, PCAIXA, PULV) em função dos DIVIDENDOS PAYOUT. Apesar dos VIF estarem abaixo de 5,00, não foram observados betas preditivos significativos.

Tabela 8 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis determinantes, especificação do ESGCOMB, sobre os dividendos payout.

Variáveis	Variável critério: DIVIDENDOS PAYOUT					
	Coeficientes não uniformizados		Coeficiente uniformizados	t	p-valor	Estatística Colinearidade
	B	SE	Beta			VIF
(Constant)	0,36	0,129	---	2,82	0,01	
ESGCOMB	5,501	0,001	0,003	0,070	0,944	1,178
TAM	0,003	0,005	0,027	0,560	0,576	1,095
ROA	0,004	0,003	0,077	1,431	0,153	1,389
ROE	0,001	0,001	0,120	1,560	0,119	2,838
IDADE	0,001	0,001	0,039	0,828	0,408	1,070
PCAIXA	2,136	0,002	0,001	0,013	0,989	1,086
ALVOP	-0,001	0,001	-0,040	-0,860	0,390	1,030
ALVF	-0,002	0,002	-0,054	-0,763	0,446	2,388
PULV	-0,041	0,047	-0,043	-0,869	0,385	1,179
Coeficiente de Regressão (R^2)	0,03					
Wald	7,87, p-valor = 0,54					
Rho (ρ)	0,23					
Durbin-Watson	1,95					

Notas: Elaborado pelo autor (2023) VIF = Inflação da Variância do Fator.

Na tabela 4 estão os resultados referente ao modelo preditivo específico com as variáveis ESG; ainda considerando o método *Enter* para regressão e efeito GLS,

para o conjunto dos fatores determinantes (por exemplo: ESGS (SOCIAL), TAM, ROA, ROE, IDADE, ALVOP, ALVF, PCAIXA, PULV) em função dos DIVIDENDOS PAYOUT; é destaque que a não significância dos betas preditivos. O desempenho social, não explica a variável referente aos valores de dividendos pagos (DIVPAYOUT). Tais evidências corroboram os resultados obtidos por Passos e Medeiros (2022) e Trihermanto e Nainggolan (2020) e contradizem os achados encontrados por Benlemlih (2019), e Salah e Amar (2022), pois revelaram que o desempenho social das empresas influencia positivamente o pagamento de dividendos.

Tabela 9 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis determinantes, especificação do ESGS, sobre os dividendos payout.

Variáveis	Variável critério: DIVIDENDOS PAYOUT					
	Coeficientes não uniformizados		Coeficiente uniformizados	t	p-valor	Estatística Colinearidade
	B	SE	Beta			VIF
(Constant)	0,340	0,126	---	2,705	0,001	
ESGS	0,000	0,001	0,021	0,429	0,668	1,168
TAM	0,003	0,005	0,025	0,514	0,607	1,114
ROA	0,004	0,003	0,075	1,398	0,163	1,390
ROE	0,001	0,001	0,119	1,551	0,122	2,836
IDADE	0,001	0,001	0,041	0,874	0,383	1,072
PCAIXA	5,368	0,002	0,000	0,003	0,997	1,083
ALVOP	-0,001	0,001	-0,049	-1,050	0,294	1,039
ALVF	-0,002	0,002	-0,053	-0,760	0,448	2,387
PULV	-0,032	0,046	-0,034	-0,694	0,488	1,146
Coeficiente de Regressão (R^2)	0,01					
Wald	7,79, p-valor = 0,55					
Rho (ρ)	0,23					
Durbin-Watson	1,95					

Notas: Elaborado pelo autor (2023) VIF = Inflação da Variância do Fator.

Na tabela 5 é apresentado o resultado do modelo preditivo com a especificação do ESGG (isto é, o ESG GOVERNANÇA) e demais variáveis em função dos DIVIDENDOS PAYOUT; é destaque a inexistência de significância dos betas preditivos. Resultado este semelhante ao encontrado por Samet e Jarboui (2017),

onde demonstram que o desempenho da governança apresenta um efeito insignificante no nível de pagamento de dividendos.

Tabela 10 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis determinantes, especificação do ESGG, sobre os dividendos payout.

Variáveis	Variável critério: DIVIDENDOS PAYOUT					
	Coeficientes não uniformizados		Coeficiente uniformizados	t	p-valor	Estatística Colinearidade
	B	SE	Beta			VIF
(Constant)	0,410	0,130	---	3,13	0,001	
ESGG	-0,001	0,001	-0,061	-1,199	0,231	1,258
TAM	0,004	0,005	0,039	0,809	0,419	1,098
ROA	0,004	0,003	0,070	1,307	0,192	1,394
ROE	0,001	0,001	0,124	1,614	0,107	2,833
IDADE	0,001	0,001	0,048	1,030	0,304	1,063
PCAIXA	0,000	0,002	0,005	0,100	0,921	1,085
ALVOP	-0,001	0,001	-0,053	-1,144	0,253	1,027
ALVF	-0,002	0,002	-0,054	-0,774	0,439	2,385
PULV	-0,060	0,048	-0,063	-1,242	0,215	1,261
Coeficiente de Regressão (R²)	0,03					
Wald	8,88, p-valor = 0,44					
Rho (ρ)	0,22					
Durbin-Watson	1,96					

Notas: Elaborado pelo autor (2023) VIF = Inflação da Variância do Fator.

Na tabela 6, é apresentado o resultado do modelo preditivo com a especificação do ESGA (isto é, o ESG AMBIENTAL) e demais variáveis em função dos DIVIDENDOS PAYOUT; é destaque a inexistência de significância dos betas preditivos. Os resultados também mostram que o desempenho ambiental não apresentou significância em relação a distribuição de dividendos, ou seja, o desempenho ambiental não afeta o valor de dividendos pagos aos sócios, proprietários e acionistas.

Evidências na direção dos achados nesta tese, também foram encontradas por Trihermanto e Nainggolan (2020) e Salah e Amar (2022), pois também obtiveram achados sem significância estatística na relação entre desempenho ESG e

pagamento de dividendos. Numa perspectiva distinta, ao considerar o desempenho ambiental de Samet e Jarboui (2017) e Benlemlih (2019), os efeitos deste desempenho foram positivos no nível de pagamento dos dividendos.

Tabela 11 - Regressão múltipla dos efeitos das variáveis determinantes, especificação do ESGA, sobre os dividendos payout.

Variáveis	Variável critério: DIVIDENDOS PAYOUT					
	Coeficientes não uniformizados		Coeficiente Uniformizados	t	p-valor	Estatística Colinearidade
	B	SE	Beta			VIF
(Constant)	0,410	0,130	---	2,75	0,001	
ESGA	0,000	0,001	0,028	0,568	0,570	1,138
TAM	0,003	0,005	0,024	0,504	0,615	1,103
ROA	0,004	0,003	0,075	1,399	0,162	1,390
ROE	0,001	0,001	0,116	1,507	0,133	2,860
IDADE	0,001	0,001	0,039	0,829	0,407	1,084
PCAIXA	-1,943	0,002	-0,001	-0,012	0,990	1,085
ALVOP	-0,001	0,001	-0,049	-1,050	0,294	1,034
ALVF	-0,002	0,002	-0,051	-0,717	0,474	2,404
PULV	-0,032	0,046	-0,034	-0,706	0,480	1,111
Coeficiente de Regressão (R^2)	0,03					
Wald	7,76, p-valor = 0,55					
Rho (ρ)	0,23					
Durbin-Watson	1,95					

Notas: Elaborado pelo autor (2023) VIF = Inflação da Variância do Fator.

5. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A teoria da legitimidade, trata-se da concepção de as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas e coerentes dentro de algum sistema de normas, valores e crenças num contexto social (SUCHMAN, 1995). Com base nesta perspectiva teórica associada aos investidores, é dever dos gestores direcionarem e gerir recursos para que a entidade empresarial consiga o melhor desempenho possível.

Nesse contexto, a política de distribuição de dividendos e as práticas ESG, possuem relação direta com esse processo de legitimação, envolvendo gestores e investidores. Ao investir em tais práticas ESG, observar-se um aumento nos últimos anos em razão dos retornos positivos alcançados pelas empresas que investiram esforços e recursos. Muitos estudos vêm sendo desenvolvidos para analisar o desempenho de empresas que estão adotando práticas ESG.

No entanto, para que as companhias possam obter resultados positivos, em relação a adoção ou não, ou até mesmo a continuidade ou descontinuidade dessas práticas, é necessário que os interessados legitimem as ações corporativas, considerando-as adequadas e apropriadas segundo os seus julgamentos, assim como destaca Passos e Raser (2023).

Deste modo esta pesquisa, analisou se o impacto das pontuações de controvérsias ESG, explicam uma maior distribuição de dividendos, para legitimar a gestão da companhia perante os investidores, e de forma específica realizou um comparativo de desempenho ESG, com distribuição de dividendos, onde buscou-se analisar de forma mais pontual como se comportou a pontuação combinada com a controvérsia, e os pilares individuais em relação ao pagamento de dividendos.

Em termos gerais, os resultados refutaram a hipótese proposta na tese, apesar da teoria da legitimidade está em consonância com as práticas ESG e a distribuição de dividendos, ao atribuir que a organização necessita de validação constante à sociedade a sua importância (MUTTI, 2019; a pressão que as empresas sofrem dos seus investidores, quando recebem uma avaliação negativa de alguma controvérsia, ou quando decidem distribuir dividendos ou retê-los, é um exemplo de como a teoria da legitimidade se faz presente no cotidiano de empresas e investidores.

Neste contexto, Johanson (2019) destaca que os argumentos teóricos e as perspectivas utilizadas nos estudos que relacionam ESG e dividendos também estão associados a teoria da agência, a teoria da sinalização e a teoria dos stakeholders; para o autor supracitado, o argumento da teoria proposta destaca que os gestores têm tendência a investir excessivamente em atividades ESG, uma vez que podem receber benefícios privados ao fazê-lo, e que isso corre o risco de causar custos de agência para as empresas.

Já o argumento da teoria da sinalização expressa que as empresas adotam políticas de dividendos para sinalizar a condição interna da empresa aos seus acionistas e para sinalizar que investir na sustentabilidade não drena o fluxo de caixa da empresa.

E por fim, o argumento da teoria dos stakeholders, afirma que o investimento na sustentabilidade levará a uma diminuição do fluxo de caixa no curto prazo, ao mesmo tempo que conduzirá à acumulação de dinheiro no longo prazo.

Nesta direção, uma justificativa para os achados nesta tese pauta-se na concepção de Svensson (2020), pois, este autor observou, também, resultados não significativos entre as variáveis ESG e dividendos; segundo o autor, talvez o investimento sustentável não se origine do lugar certo, talvez os investidores apenas queiram um bom motivo para investir ou ser recompensado de alguma forma. Mas, enquanto os indivíduos permitirem que os sentimentos afetem as suas decisões financeiras, os investimentos socialmente responsáveis podem fazer bem, independentemente das intenções.

Os achados desta pesquisa nos fazem refletir sobre o compromisso das empresas brasileiras com as práticas ESG e suas possíveis influências nas tomadas de decisões dos investidores.

A relação com os investidores, deve ser fortalecida e analisada, para entender de fato os efeitos que o ESG pode provocar no desempenho de uma entidade, o que vai de encontro a teoria da legitimidade utilizada como base neste estudo, que preza pela validação constante de uma entidade perante suas partes interessadas.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa objetivou analisar os efeitos do desempenho ambiental, social e de governança nas políticas de dividendos de empresas brasileiras. A metodologia utilizada caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa dos dados.

A amostra compreendeu 102 empresas listadas na B3. As evidências encontradas nesta pesquisa, revelam que o desempenho ESG das empresas que sofreram controvérsia, não apresenta efeitos significativos na distribuição de dividendos, assim como o desempenho individual de cada pilar ESG também não se mostrou significativo.

Os resultados sugerem que as práticas ESG, podem ajudar na melhoria da relação entre investidores e empresa, uma vez que expectativas são criadas quando as pontuações são divulgadas pelas agências avaliadoras.

Pode-se concluir, com base nos resultados evidenciados nesta pesquisa, que o envolvimento em melhores práticas ambientais, sociais e de governança corporativa, incentivam as empresas e investidores a esperarem melhores resultados, baseado na revisão de literatura e nos achados anteriores a esta pesquisa, porém, não dar pra concluir se existe algum efeito da controvérsia sobre a distribuição de dividendos.

Este estudo analisou os efeitos do desempenho ESG nas políticas de dividendos no Brasil, em especial a controvérsia gerada por assuntos polêmicos e apresenta implicações para investidores, analistas e acadêmicos.

Deste modo, os resultados deste estudo podem indicar aos stakeholders interessados em investir em países emergentes como o Brasil, que levem em consideração aspectos relevantes e mais profundos no que tange as práticas de governança corporativa, social e ambiental, porque neste experimento, não se mostrou tão relevante a relação tão somente de classificações quantitativas com o desempenho financeiro de seus retornos estabelecidos.

Por fim, acredita-se que os achados desta tese, possa contribuir para os seguintes aspectos:

1 – Acadêmico/ científico

Este estudo contribui para uma melhor compreensão sobre desempenho ESG, na distribuição de dividendos, colaborando com um achado contrário, aos encontrados por estudos anteriores como Benlemlih (2019), Matos, Barros e Sarmiento (2020), Sheikh *et al* (2021) e Salah e Amar (2022), permitindo refletir o resultado encontrado. Esta pesquisa contribui com estudos anteriores sobre o tema relacionado a política de dividendos, ao adicionar um potencial determinante destas políticas e pouco explorado nesta literatura, que é o desempenho ESG com o efeito da controvérsia. Uma lacuna apresentada no trabalho de Svensson (2020) que foi abordada nesta pesquisa foi de que poderia ser feito uma análise individual em algum país, para mostrar um recorte específico, já que a pesquisa dele foi em vários países da Europa.

Outra lacuna apresentada por Casey (2020) e que foi utilizado nesta pesquisa foi que alguns de seus resultados fornecem evidências adicionais de que as empresas consideram vários fatores sociais e ambientais ao estabelecerem políticas de dividendos, como por exemplo, as empresas de tecnologia, algo surpreendente é que estas empresas não parecem ser afetadas pelos níveis de controvérsia, os gestores destas empresas devem concentrar alguns esforços na prevenção de questões que resultem em publicidade negativa e em serem melhores cidadãos corporativos, e nessa conjuntura investigou-se as controvérsias como variável que pudesse influenciar a distribuição de dividendos.

Medeiros e Passos (2022) também sugeriu lacunas que foram utilizadas nesta pesquisa, utilização de outras variáveis relacionadas ao nível de pagamento de dividendos, como por exemplo, dividendos sobre os lucros (payout), ativo total e patrimônio líquido das empresas, os efeitos de cada um dos componentes ambientais, sociais e governança nas políticas de dividendos, visto que o desempenho geral destes pilares ESG não apresentou efeitos significativos no valor dos dividendos pagos.

2 – Profissional

Destaca-se que os resultados encontrados podem auxiliar acionistas, gestores, e todos os interessados nas informações ESG a tomarem mais decisões de forma assertiva em relação ao investimento de seus recursos. Benlemlih (2019) ressalta em

seu estudo que as empresas envolvidas nessas duas áreas controversas que eram álcool e empresas militares, enfrentam altos custos de financiamento externo, e podem preferir pagar dividendos baixos para financiar suas atividades internamente, motivado por esta lacuna, esta pesquisa decidiu investigar o comportamento da controvérsia em relação a distribuição de dividendos.

Assim considerado, algumas recomendações fazem-se necessário para estudos futuros, a saber:

Sugere-se uma análise em uma amostra multi- países ou grupo de países, como por exemplo os países emergentes. Outro fenómeno que sugere- se explorar é a flutuação dos pagamentos de dividendos das empresas. Além de avaliar a relação do ESG e distribuição de dividendos, pesquisas futuras poderiam incluir a estabilidade dos pagamentos de dividendos, a fim de melhorar a compreensão sobre como o investimento em ESG afeta a estabilidade do pagamento de dividendos.

Sugere-se também uma análise em grupo específicos, de forma separada, como por exemplo, grupos mais propensos a controvérsias como alguns setores da indústria e extração mineral, que comumente se envolvem em polêmicas.

Dentro das limitações desta pesquisa se pontua, o banco de dados utilizado é limitado de vido as caraterísticas peculiares ao mercado financeiro brasileiro, a tabulação e modelagem dos dados podem apresentar lacunas, evento comum no âmbito dos estudos em finanças corporativas.

Em face, os objetivos deste trabalho foram alcançados em parte, onde pudemos apresentar um comparativo do desempenho ESG de forma individualizada e sua relação com a distribuição de dividendos, porém não foi possível explicar se existia influência na distribuição de dividendos nas empresas que receberam eventos de controvérsia.

REFERÊNCIAS

- ABEYSEKERA, Nalin; DEWASIRI, N. J. Corporate social responsibility and dividend policy in Sri Lankan firms: A data triangulation approach. **Journal of Public Affairs**. 2020.
- AKERLOF, George. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. **The Review of Financial Studies**, n. 20, p. 1429-1460. 2015.
- ALVARENGA, Guilherme Henrique de Oliveira; JÚNIOR, Inimá Índio do Brasil. **Investimentos e mercado de capitais: uma análise acerca das diretrizes curriculares do mec para os cursos de administração**. Revista Unifam. 2020. Disponível em: <http://revistas.unifam.edu.br/index.php/RevistaICSA> . Acesso em: 10 dez 2022.
- ANDERSON, J. e FRANKLE, A. **Relatório Social Voluntário: Uma Análise de Portfólio Iso-Beta**. A Revisão Contábil, 7, 467-479. 1980.
- AROURI, M., MARSAT, S. e PIJOURLET, G. 2018. Pague Dividendos ou Invista na Responsabilidade Social Corporativa: Existe uma relação em U invertido ?. **Boletim de finanças** . p.1–12, 2018
- BAKER, H. K. Dividends and Dividend Policy: An Overview. In: BAKER, H. K.; KOLB, R. W. Dividends and Dividend Policy. **Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.**, Cap. 1, p. 3-19, 2009
- BANCEL, F.; BHATTACHARYA, N.; MITTOO, U. R. Cross-Country Determinants of Payout Policy: **European Firms**. 2009
- BATTISTI, Enrico; NIRINO Niccolò; LEONIDOU, Erasmia; Antonio SALVI. **Corporate social responsibility in family firms: Can corporate communication affect CSR performance?**. Journal of Business Research.2023.
- BATTACHARYA, Sudipto. Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘The Bird in the Hand Fallacy’. **Bell Journal of Economics**, n. 10, p. 259-270, 1979.

BENLEMLIH, M. Corporate Social Responsibility and Dividend Policy. **Research in International Business and Finance**, n. 47, p. 114-138, January, 2019.

BEUREN, I.M.; SÖTHE, A. A teoria da legitimidade e o custo político nas evidenciações contábeis dos governos estaduais da região sudeste do Brasil. *Revista de contabilidade e organizações*, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, v. 3, n. 5, p. 98-120, jan./abr. 2009.

BREITZ, Charlotte; PARTAPUOLI, Per Jonas. How is ESG Affecting Stock Returns? A Portfolio- and Panel Data Analysis of US Firms in the S&P 500. **School of Economics and Management**. May, 2019.

BROWN, N.; DEEGAN, C. The public disclosure of environmental performance information: a dual test of media agenda setting theory and legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, v. 29, n. 1, p. 21-41, 1998.

BRUNDTLAND, G. H. (Org.) **Nosso futuro comum**. Rio de Janeiro: FGV, 1987.

CARROLL, A. B.. Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. *Business and Society*, v.38, n.3, p.268-295, 1999.

CASEY, K. Michael; CASEY, Kevin M., Jr; GRIFFIN, Ken. Does good stewardship reduce agency costs in the it sector? Evidence from dividend policy and esg ratings. **Global Journal of Accounting and Finance**. n.4, 2020.

CHEUNG, A.; HU, M.; SCHWIEBERT, J. **Corporate social responsibility and dividend policy**. *Accounting Finance*, v. 58, n. 3, p. 787–816, 2018.

CORREA Juliane Campoe; NEUMANN Marguit. **Divulgação de informações socioambientais nas DFP de empresas brasileiras: Uma análise a luz da teoria da Legitimidade**. *Revista Espacios*. 2016. Disponível em: <https://www.revistaespacios.com/a17v38n24/17382401.html>

DALMACIO, F. Z.; BUOSO, D. Comparação dos indicadores contábeis das empresas com ações listadas no índice de sustentabilidade empresarial (ISE) com os das demais empresas listadas na Bovespa. **Revista de Finanças e Contabilidade da Unimep**, v. 3, n. 2, p. 1-17, dez. 2016.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. [S.l.]: Bookman, 2007.

DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs. **Revista Brasileira de Finanças** (Online). Rio de Janeiro, v. 10. n. 4, 2012.

DEEGAN, C. **Introduction: The legitimizing effect of social and environmental disclosures: a theoretical foundation**. Accounting, Auditing & Accountability Journal, v. 15, n. 3, p. 282-311, 2002.

DIAS FILHO, José Maria. Políticas de Evidenciação Contábil: Um Estudo do Poder Preditivo e Explicativo da Teoria da Legitimidade. In: EnANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. p. 1-11.

DIMITROPOULOS, Panagiotis; KORONIOS, Konstantinos. Corporate Environmental Responsibility and Financial Performance. **Accounting and Corporate Finance**, p. 91-112. 2021.

EASTERBROOK, F. Two agency cost explanations of dividends. **American Economic Review** n.74, p. 650-659, 1984.

ELLILI, N. O. D. **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, In press, 2022.

ELTON, E.; GRUBER, M. Marginal Stockholders Tax Rates and the Clientele Effect. **Review of Economics and Statistics**, Harvard, n.52, p. 68-74, 1970.

FAHLÉN, Alexander; JOHANSSON, Andreas. **Does sustainability affect dividend policy? A panel data study on Nordic firms**. 2019.

FAUL, F. et al. G*Power 3: A flexible statistical power analysis program for the social, behavioral, and biomedical sciences. **Behavior Research Methods**, v. 39, p. 175–191, 2007.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados**. 1. ed. ed. Rio de Janeiro: [s.n.]. Finance Association, v. 40 n. 4, p. 1053-1070, September, 1985.

FORMIGA, N. S. Valores humanos e sexismo ambivalente. **Revista do Departamento de Psicologia – UFF**, v. 19, n. 2, p. 381-396. 2007. <https://doi.org/10.1590/S0104-80232007000200009>

FRANKFURTER, George, M.; WOOD, Bob G. Jr. The Evolution of Corporate Dividend Policy. **Journal of Financial Education**, n. 23, p. 16-33, 1997.

GALVÃO, Kécia da Silveira. **Política de distribuição de dividendos**: por que as empresas brasileiras pagam Payout incremental. 2015. Tese (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2015. Disponível em: <https://repositorio.ufpe.br/handle/123456789/15601>. Acesso em: 12 de outubro de 2020.

GARCIA, Roberto Luiz Mendonça; PELEIAS, Ivan Ricardo; PETERS, Marcos Reinaldo Severino. **A Teoria da Legitimidade e as Práticas de Evidenciação da Norma ISO 14001 por Empresas Brasileiras**. Congresso USP. 2014.

GIESE Guido; LEE, Linda-Eling; MELAS, Dimitris; NAGY, Zoltán e NISHIKAWA, Laura. **Fundamentos do investimento ESG: Como o ESG afeta o patrimônio Avaliação, Risco e desempenho**. O Jornal de Gestão de Portfólio. 2019.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

GORDON, M.J. Dividends. Earnings and Stock Prices. **The Review of Economics and Statistics**, Harvard, v.41, n.2, Part 1, p. 99-105, May 1959.

GUJARATI, Damodar. **Econometria básica**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

HAIR, J. F., TATHAM, R. L., ANDERSON, R. E., BLACK, W. **Análise Multivariada de dados**. Porto Alegre: Bookman. 2005.

JENSEN, Michael. Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 no. 2, 323-329, 1986.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. v. 3. p. 305 – 360, 1976

JOHN, K; WILLIAM, J. Dividends, dilution and taxes: a signalling equilibrium. **The journal of finance**, v. 40, n. 4. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>

KIM, C.S. Corporate Social Responsibility and Firm Value. **Korean Journal**. n. 38, p. 507–545, 2009. Disponível em: <http://www.dbpia.co.kr/journal/articleDetail?nodeId=NODE07228139> Acesso em: 11 de outubro de 2021.

KUTNER, *et al.* **Modelos Estatísticos Lineares Aplicados**. 4ª Edição, McGraw-Hill, Nova York. 2004. <https://doi.org/10.5539/ibr.v4n1p241>

LAGIOIA, U. C. T. ; MACIEL, C. V. ; LIBONATI, J. J. .Aspectos pagamento de juros sobre

LEASE, Ronald C., KOSE John, Avner KALAY, Uri LOEWENSTEIN, and Oded H. SARIG. **Dividend Policy: Its Impact on Firm Value**, Harvard Business School Press, Boston, LIMA E SILVA, P. P.; GUERRA, A. J. T.; DUTRA, L. E. D. Subsídios para avaliação econômica de impactos ambientais. In: CUNHA, S. B.; GUERRA, A. J. T. (Org.) **Avaliação e perícia ambiental**. Rio de Janeiro: Bertrand Russel, p. 217 – 261, 1999.

LIMKRIANGKRAI, Manapon; KOH, SzeKee; DURAND, Roberto B. **Environmental, social and governance (ESG) profiles, stock returns and financial policy: Australian evidence**. International Review of Finance.2016. Acesso em 10/10/2022. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/irfi.12101>

LINTNER John. Dividends, earning, leverage, stock price, and the supply of capital to corporations, **Review of Economics and Statistics**. n. 44, p. 243 – 269, 1962.

LINTNER, John. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. **American Economic Review**. v. 46, n. 2, p. 97—113, 1956.

LOSS, L.; NETO, A.S. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças da Universidade de São Paulo**, São Paulo, Edição Comemorativa, p.39-53, out. 2003.

MA, Diandian; MARQUES; Ana; VILLIERS, Charl de. CSR disclosure, dividends and firm value - Relations and mediating effects. **European Accounting Association Congress**. 2020.

MACHADO Daiane Pias; OTT, Ernani. **Estratégias de legitimação social empregadas na evidência ambiental: um estudo à luz da teoria da legitimidade.** Revista Universo Contábil, Blumenau, v. 11, n. 1, p. 136-156, jan./mar., 2015.

MALHOTRA, N. K.; BIRKS, D. F. **Marketing research : an applied approach.** Rev. 2nd E ed. [s.l: s.n.].

MARQUES, L. D. **Modelos Dinâmicos com Dados em Pannel: Revisão de Literatura.** Faculdade de Economia do Porto. Portugal, 2006.

MATOS, Pedro Verga; BARROS, Victor; SARMENTO, Joaquim. Advance / CSG, ISEG — Escola Superior de Economia e Gestão de Lisboa, Universidade de Lisboa, 1200-781 Lisboa, Portugal. 2020.

MICHAELY, R.; THALER, R.H.; WOMACK, K.L. Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction or drift? **Journal of Finance**, n.50, n.2, p.573-608, June 1995

MILLER, M. MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. Journal of business. v. 34, p. 411-33, 1961. MILLER, Merton and ROCK, Kevin Dividend Policy under Asymmetric Information. **Journal of Finance**. v. 40, p. 1031-1051, 1985.

MOURA, Fábio Viana de; DANIEL, Adeline Fatima; GOMES, Jeane Natalina;

MUTTI, Claudia Silveira Thys. **A qualidade da auditoria interna e a legitimidade da gestão das instituições federais de ensino superior brasileiras.** Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo/RS, p. 75, 2019.

MUNG'AHU Agoi Kenneth; OTUYA Willis. **A Critical Review of Dividend Theories.** American Based Research Journal. Vol-8. 2019.

NASCIMENTO, D. da C.; ALSAMIR TIBANA, R.; FERREIRA DE MELO, G.; PRESTES, J. TESTES DE NORMALIDADE EM ANÁLISES ESTATÍSTICAS: UMA ORIENTAÇÃO PARA PRATICANTES EM CIÊNCIAS DA SAÚDE E ATIVIDADE FÍSICA. **Revista Mackenzie de Educação Física e Esporte**, [S. l.], v. 14, n. 2, 2017. Disponível em:

<https://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/remef/article/view/6583>. Acesso em: 19 out. 2023.

MOHAMMED OMRAN; JOHN POINTON. Dividend policy, trading characteristics and share prices: empirical evidence from egyptian firms. [International Journal of Theoretical and Applied Finance \(IJTAF\)](#), v. 7, n. 2, p.121-133.

NUNES, T.; MENEZES, G.; DIAS JR., P. **Reavaliação da rentabilidade do setor bancário o capital próprio x distribuição de dividendos pela óptica tributária**. In: 18º Congresso Brasileiro de Contabilidade, 2008, Gramado - RS. Anais. Gramado: CFC, 2008.

OH, Hyunmin; PARK, Sambock. Corporate Sustainable Management, Dividend Policy and Chaebol. **Sustainability**, n.13, p.74-95, July. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/su13137495>. Acesso em: 03 de setembro de 2021.

PACTO GLOBAL REDE BRASIL. Entenda o significado da sigla ESG (Ambiental, Social e Governança) e saiba como inserir esses princípios no dia a dia de sua empresa. Pacto Global Rede Brasil, São Paulo, 1 dez. 2020. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>. Acesso em: 17 fev. 2021.

PATTEN, D. M. **Intra industry environmental disclosures in response to the Alaskan oil spill: a note on legitimacy theory**. **Accounting, Organizations and Society**, 17(5), 471-475. 1992

PEREIRA, Jussara Jéssica. **Conflitos de Agência, Legitimidade e o discurso sobre Governança Corporativa: o caso Petrobras**. Congresso USP.2014. Acesso em 10/12/2022. Disponível em: [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos142014/316.pdf](https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos142014/316.pdf)

REFINITIV. **Environmental, Social and Governance (ESG) scores from Refinitiv**. 2022. Disponível em: https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refin76-ativ-esg-scores-methodology.pdf. Acesso em: 10 dez. 2022.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2015.

SAEED, A.; ZAMIR, F. **How Does CSR Disclosure Affect Dividend Payments in Emerging Markets?** *Emerging. Mkt. Rev.* 2020

SALAH, B. O.; AMAR, B. A. **Does corporate social responsibility affect dividend policy? 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*, v. 43, n. 2, p. 982–998, 2017.

SAMOHYL, R. W. **Controle Estatístico de Qualidade.** São Paulo: Elsevier, 275 p 2009.

SILVA, E. L. da; MENEZES, E.M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação.** Laboratório de Ensino a Distância. UFSC. 2001.

SHEIKH, S. **Corporate social responsibility and corporate payout policy: the impact of product market competition.** *International Journal of Managerial Finance*, v. 18, n.1, p. 49-74, 2020.

SHEIKH, M. F. et al. **Corporate social responsibility and dividend policy: a strategic choice in family firms.** *Journal of Family Business Management*, Ahead-of-print, 2021.

SCHLEICH, Melissa Velasco. **As métricas ESG impactam o desempenho financeiro no Brasil?**.(Dissertação). Fundação Getulio Vargas. mestrado profissional MPGC. 2021

STRINE, J; MAIN, R.; LINDSAY, M. **Temporada de proxy: um olhar para trás e um olhar para o futuro.** Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/23/2020-proxy-season-a-look-back-and-a-look-forward>, 2020.

SOUSA, T. S.; FARIA, J. A. **Demonstração Do Valor Adicionado (Dva): Uma Análise Da Geração E Distribuição De Riquezas Das Empresas Listadas No Índice De Sustentabilidade Empresarial (Ise)-B3.** *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 8(2), 137-154. 2018.

SVENSSON, Erica. **ESG and Expected Returns A study using alternative measures on European firms to review the relationship**. 2020. Disponível em: file:///C:/Users/Gustavo/Downloads/Svensson%202020.pdf. Acesso em: 03 de julho de 2021.

TABACHNICK, B. G., FIDELL, L. S. **Using multivariate statistics**. Needham Heights, MA: Allyn & Bacon. 1996.

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.

VANCIN, Daniel Francisco. **Investimento, distribuição de lucro e regulação : o impacto do dividendo obrigatório no investimento corporativo** (Tese). Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Escola de Administração. Programa de Pós-Graduação em Administração. 2018.

VANCIN, D; PROCIANOY, J. L. Dividendos: a vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto. In: **ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS**, 14., 2014. Anais... Recife: Sociedade Brasileira de Finanças, 2014, Disponível em: < <http://www.sbfina.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID 4561.pdf>>, acessado em 10/12/2014

VOLTOLINI, Ricardo. Tendências de ESG para 2023 no pós-americanas: Revisões profundas das organizações estão na ordem do dia. 2023. Acesso em 10/10/2023.

WANIS, Eman Abdel. Corporate Social Responsibility, Corporate Life Cycle, and Dividend Policy. **Journal of Accounting, Business and Management**. n. 2. p. 101-115. 2020.