



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

A RELAÇÃO ENTRE A RESPONSABILIDADE SOCIAL
EMPRESARIAL E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

RAFAELA PRONTO DE ALMEIDA

OUTUBRO - 2023



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

A RELAÇÃO ENTRE A RESPONSABILIDADE SOCIAL
EMPRESARIAL E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

RAFAELA PRONTO DE ALMEIDA

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA CRISTINA BELMIRA GAIO MARTINS DA SILVA

OUTUBRO - 2023

Resumo

O presente estudo analisa a relação entre a responsabilidade social empresarial, medida através da pontuação ESG (Environmental, Social and Governance), e a política de dividendos, nomeadamente se as empresas que são mais socialmente responsáveis pagam mais dividendos e de forma mais estável do que as empresas que exibem níveis inferiores de responsabilidade social empresarial. Adicionalmente, é também analisado o impacto das categorias individuais da pontuação ESG no pagamento de dividendos. O estudo é realizado utilizando uma amostra de 419 empresas cotadas de 20 países europeus, com dados de 2016 a 2022. Tanto os dados sobre ESG como os dados financeiros foram recolhidos da base de dados Refinitiv Eikon e a metodologia utilizada é baseada em Benlemlih (2019). Os resultados mostram uma relação positiva entre a responsabilidade social empresarial e o pagamento de dividendos, sugerindo que as empresas com pontuações ESG mais elevadas pagam mais dividendos e conclui-se também que as empresas mais socialmente responsáveis têm políticas de dividendos mais estáveis. Relativamente aos componentes individuais da pontuação ESG, os resultados mostram uma correlação positiva e estatisticamente significativa entre as categorias Funcionários, Emissões, e Direitos Humanos e a medida de pagamento de dividendos.

Palavras-Chave: Responsabilidade Social Empresarial, Política de Dividendos, Pontuação ESG, Europa.

Abstract

The present study examines the relationship between corporate social responsibility, measured by the ESG (Environmental, Social and Governance) score, and dividend policy, namely if companies who are more socially responsible pay more dividends and in a more stable manner than companies that exhibit lower levels of corporate social responsibility. Additionally, the impact of the ESG score individual categories on dividend payments is also analysed. The study is performed using a sample of 419 listed companies from 20 European countries, with data from 2016 to 2022. Both ESG and financial information were retrieved from the Refinitiv Eikon database, and the methodology used is based on Benlemlih (2019). The results show a positive relationship between corporate social responsibility and dividend payout, suggesting that companies with higher ESG scores pay more dividends and it is also concluded that more socially responsible companies have more stable dividend policies. Regarding the individual components of the ESG score, results show a positive and statistically significant correlation between the Workforce, Emissions and Human Rights categories and the dividend payment measure.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Dividend Policy, ESG Score, Europe.

“Quem semeia colhe e quem distribui recebe”

Rui Nabeiro

Agradecimentos

Em especial, à professora Cristina Gaio, por toda a ajuda e orientação.

Ao ISEG, pela oportunidade de fazer parte deste mestrado.

À minha família e amigos pelo apoio.

Ao José pela motivação.

A quem partilha conhecimento.

Índice

1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	4
2.1. Teorias Relevantes	4
2.1.1. Teoria da Agência.....	4
2.1.2. Teoria dos <i>Stakeholders</i>	5
2.1.3. Teoria da Legitimidade.....	5
2.1.4. Teoria da Sinalização.....	6
2.2. Responsabilidade Social Empresarial	6
2.3. Política de Dividendos	9
2.4. Relação entre a Responsabilidade Social Empresarial e a Política de Dividendos	11
2.4.1. Estabilidade da Política de Dividendos	14
3. Metodologia de Investigação	15
3.1. Recolha de Dados	15
3.2. Definição da Amostra	15
3.3. Variáveis	16
3.3.1. Variáveis Dependentes	16
3.3.2. Variáveis Independentes.....	16
3.3.3. Variáveis de Controlo.....	16
3.4. Modelos Empíricos	18
4. Análise de Resultados	19
4.1. Estatísticas Descritivas.....	19
4.2. Matriz de Correlação de Pearson	20
4.3. Teste de Igualdade de Médias.....	22
4.4. Resultados das Regressões.....	23
4.4.1. Responsabilidade Social Empresarial e o Pagamento de Dividendos	23
4.4.2. Componentes da Responsabilidade Social Empresarial e o Pagamento de Dividendos.....	24
4.4.3. Responsabilidade Social Empresarial e a Estabilidade da Política de Dividendos.....	26
4.5. Análise de Robustez.....	27
5. Conclusões	28
6. Referências Bibliográficas	30
7. Anexos	37

Índice de Tabelas

Tabela I - Categorias da Pontuação ESG	12
Tabela II - Estatísticas Descritivas das Variáveis ESG.....	19
Tabela III - Estatísticas Descritivas das Restantes Variáveis	20
Tabela IV - Matriz de Correlação de Pearson	21
Tabela V - Teste de Igualdade de Médias	22
Tabela VI - Resultados da Regressão Linear para a Pontuação Total ESG	23
Tabela VII - Resultados das Regressões Lineares para as Categorias Comunidade, Funcionários e Gestão da Pontuação ESG	25
Tabela VIII - Resultados das Regressões Lineares para a Estabilidade do Pagamento de Dividendos	26

Índice de Anexos

Anexo I - Distribuição da Amostra por País	37
Anexo II - Distribuição da Amostra por Setor de Atividade	37
Anexo III - Subcategorias da Pontuação ESG.....	38
Anexo IV - Ponderação das Categorias da Pontuação ESG	38
Anexo V - Correlação entre as Categorias Individuais da Pontuação ESG	39
Anexo VI - Resultados das Regressões Lineares para as Restantes Categorias da Pontuação ESG	40
Anexo VII - Resultados da Análise de Robustez do Modelo 1	41
Anexo VIII - Resultados da Análise de Robustez do Modelo 2.....	42

Lista de Abreviaturas

CE - Comissão Europeia

ESG - *Environmental, Social and Governance* (Ambiental, Social e de Governança Corporativa)

I&D - Investigação & Desenvolvimento

ONU - Organização das Nações Unidas

ROA - *Return on Assets* (Rendibilidade do Ativo)

RSE - Responsabilidade Social Empresarial

SDG - *Sustainable Development Goals* (Objetivos de Desenvolvimento Sustentável)

SOA – *Speed of Adjustment* (Velocidade de Ajuste)

TPR – *Target Payout Ratio* (Rácio de Pagamento Alvo)

VAL - Valor Atualizado Líquido

VIF – *Variance Inflation Factor* (Fator de Inflação da Variância)

1. INTRODUÇÃO

A população tem-se mostrado cada vez mais preocupada com o impacto das alterações climáticas nos ecossistemas e sociedade. Devido a fatores como o crescimento económico global, tem-se verificado um aumento das concentrações de gases com efeito de estufa, o que leva ao aquecimento global e a manifestações climáticas erráticas e destrutivas (Jung et al., 2018).

A sociedade está cada vez mais consciente da importância de uma mudança de práticas, tendo em vista as gerações futuras e está também mais sensível a temáticas a nível social que no passado eram vistas como aceitáveis ou normais. Dado que as empresas são constituídas por pessoas e tendo o tecido empresarial um papel tão importante para a sociedade, é natural que estes temas tenham ganho importância nas organizações.

Um exemplo dos esforços no sentido de sensibilizar a sociedade para a importância da sustentabilidade são os dezassete *Sustainable Development Goals* (SDG) criados pela Organização das Nações Unidas (ONU), destacando-se, por estarem mais relacionados com este estudo, objetivos como: tomar medidas urgentes para combater as alterações climáticas e os seus impactos; promover um crescimento económico sustentado, inclusivo e sustentável, emprego pleno e produtivo e trabalho digno para todos e assegurar padrões de consumo e produção sustentáveis (United Nations, 2015, p. 14).

Segundo a Comissão Europeia, «ser socialmente responsável não se restringe ao cumprimento de todas as obrigações legais - implica ir mais além através de um “maior” investimento em capital humano, no ambiente e nas relações com outras partes interessadas e comunidades locais.» (Comissão das Comunidades Europeias, 2001, p. 7). Em 2011, a CE definiu responsabilidade social empresarial como «a responsabilidade das empresas pelos seus impactos na sociedade» (Comissão Europeia, 2011, p. 7).

As organizações, para além de atribuírem mais recursos a atividades de responsabilidade social empresarial, estão também preocupadas com a forma de comunicar aos seus *stakeholders* os detalhes e os resultados dessas atividades. Face à procura, por parte das empresas, de *guidelines* sobre o relato de sustentabilidade, a IFRS Foundation criou o *International Sustainability Standards Board*, que tem empreendido esforços no sentido de criar normas que farão com que o relato de sustentabilidade tenha mais qualidade, seja mais compreensível e comparável (IFRS Foundation, 2021).

A RSE, para além de contribuir para a satisfação dos *stakeholders*, tem um efeito positivo na reputação da empresa (Orlitzky et al., 2003), ao abordar questões como “a proteção ambiental,

gestão de recursos humanos, saúde e segurança no trabalho, relações com a comunidade local e relações com fornecedores e clientes” (Branco & Rodrigues, 2006, p. 111).

As relações entre as partes interessadas devem ser saudáveis para o bom funcionamento de uma organização e um dos principais temas associados à relação entre empresas e acionistas, um dos grupos de *stakeholders*, são os dividendos. Os dividendos representam a distribuição da riqueza da empresa pelas pessoas que nela investiram e, como será posteriormente desenvolvido, os investimentos em atividades de RSE podem levar a que este grupo de partes interessadas considere que está a receber menos fundos do que aqueles que a empresa tem capacidade de distribuir.

A escolha deste tema advém, por um lado, da importância que as políticas de dividendos têm para as empresas e, por outro lado, da importância que a responsabilidade social empresarial tem para as empresas, entidades reguladoras, ecossistemas, comunidades e cada um de nós, assim como a crença de que o estudo deste tema, de forma aprofundada e de vários prismas, pode levar a uma maior compreensão e aplicação da RSE por parte das organizações em decisões do quotidiano.

Ao analisar a literatura existente, é perceptível que, apesar de já existirem diversos estudos sobre a relação entre a RSE e o desempenho financeiro, que tanto apontam no sentido de uma relação positiva (e.g. Orlitzky et al., 2003), como negativa (e.g. Brammer et al., 2006), ainda são escassos os estudos que relacionam este conceito com a política de dividendos. Sendo a RSE uma possível fonte de conflitos de agência (Kong et al, 2022) e os dividendos um potencial mecanismo de redução destes conflitos (Easterbrook, 1984), a análise da relação entre estes dois fatores é de todo o interesse.

O principal objetivo do presente estudo é perceber se as empresas socialmente mais responsáveis distribuem mais riqueza pelos seus acionistas e se o fazem de uma forma mais estável e mais previsível. Espera-se que o mesmo contribua tanto para a literatura sobre RSE, ao demonstrar o impacto que a mesma pode ter nas decisões financeiras das empresas, como para a literatura sobre política de dividendos, ao apontar um seu possível determinante. Para a sua realização, que adapta o estudo de Benlemlih (2019) ao contexto europeu, são utilizados dados dos anos 2016 a 2022, correspondentes a 419 empresas cotadas na Europa.

Os resultados do estudo indicam que a pontuação ESG está positivamente associada ao pagamento de dividendos, ou seja, empresas mais socialmente responsáveis pagam mais dividendos. Adicionalmente, as categorias Funcionários, Emissões e Direitos Humanos apresentam também uma relação positiva e estatisticamente significativa com o pagamento de dividendos. Por fim, os resultados permitem concluir que as empresas mais socialmente

responsáveis têm políticas de dividendos mais estáveis do que as empresas menos socialmente responsáveis.

O presente estudo tem a seguinte estrutura: Na secção 2, é desenvolvida a revisão de literatura sobre a RSE, política de dividendos e relação entre ambos, sendo também enunciadas algumas teorias que surgem na literatura associadas a estes temas, o que fornece suporte teórico para a formulação das hipóteses do estudo. Na secção 3, é explicado o processo de seleção da amostra e a metodologia escolhida e, na secção 4, são apresentados os resultados do estudo. Por fim, na secção 5, são apresentadas as principais conclusões.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. TEORIAS RELEVANTES

É possível identificar variadas teorias presentes na literatura que oferecem suporte teórico para o tema em estudo. Na literatura sobre RSE, são enunciadas teorias como a teoria da agência, dos *stakeholders* ou da legitimidade e na literatura sobre dividendos, uma das teorias mencionadas mais frequentemente é a teoria da sinalização.

2.1.1. TEORIA DA AGÊNCIA

Inicialmente enunciada por Ross (1973) e Mitnick (1973), a teoria da agência defende que existe um conflito de interesses inerente entre acionistas e gestores, em parte devido à separação entre a propriedade e a gestão de uma empresa (Jensen & Meckling, 1976; Frankfurter & Lane, 1992; Amin et al., 2020), que pode ser definido como conflito de agência.

Barnea & Rubin (2010) afirmam que a despesa criada através da implementação de atividades de RSE representa um conflito de agência, na medida em que os gestores tendem a sobreinvestir, não maximizando o valor da empresa. Tal como o investimento excessivo em RSE, o pagamento excessivo de dividendos também pode criar conflitos de agência, dado que resulta na transferência de riqueza dos *stakeholders* para os acionistas (Ni & Zhang, 2019).

Barnea & Rubin (2010) afirmam também que os gestores que são identificados como socialmente responsáveis, nomeadamente a nível de questões sociais e ambientais, podem obter benefícios privados à custa dos acionistas, uma visão que é suportada por diversos autores (e.g. Jensen & Meckling, 1976).

Deste modo, um desafio que os *stakeholders* enfrentam é a capacidade de identificar se as atividades de RSE são empreendidas pelo bem maior da sociedade ou, por outro lado, devido a interesses pessoais dos gestores (Seth & Mahenthiran, 2022) ou para encobrir má conduta empresarial (Glegg et al., 2018).

Jensen (1986) enfatiza a importância da dívida de curto prazo para o controlo dos problemas de agência. As empresas podem reduzir os custos de agência através do pagamento de dividendos e forçar os gestores a utilizar os mercados financeiros quando necessitem de capital para os seus projetos (Chay & Suh, 2009; Trinh et. al, 2022), nomeadamente a nível da RSE. Reduzindo o fluxo de caixa livre, a dívida faz diminuir a probabilidade de os gestores investirem em excesso ou de forma ineficiente, nomeadamente em projetos de VAL negativo ou na utilização de fundos para a obtenção de benefícios privados (Chay & Suh, 2009; Bae et al., 2011).

A literatura sugere que as empresas socialmente responsáveis são mais transparentes e mais éticas, pelo que poderão sofrer menos conflitos de agência (Glegg et. al, 2018) e um comportamento mais altruísta por parte dos gestores pode tornar menos necessário o controlo dos acionistas por meio do pagamento de dividendos (Davaadorj, 2019).

2.1.2. TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*

A teoria dos *stakeholders* de Freeman (1984) defende que uma empresa deve satisfazer todas as suas partes interessadas e não apenas os seus acionistas, dado que todas estas partes podem influenciar e/ou ser influenciadas pelas ações e resultados da empresa (Rakotomavo, 2012). Segundo esta teoria, uma empresa deve atender às necessidades das suas partes interessadas para manter o sucesso do seu negócio (Fernández-Guadaño & Sarria-Pedroza, 2018), incorporando este ideal na sua estratégia e operação e tendo em mente que as suas partes interessadas controlam recursos essenciais para a existência da organização (Gras-Gil et al., 2016).

O investimento em RSE é uma forma de pagamento direto ou indireto aos diferentes *stakeholders*. Uma organização contribui, por exemplo, de forma direta, para a comunidade através de doações, ou para os funcionários através de planos de participação nos lucros e, de forma indireta, para a sociedade, através do investimento em processos como a reciclagem ou a redução de emissão de gases do efeito de estufa (Rakotomavo, 2012).

Segundo esta teoria, os investimentos em RSE contribuem positivamente para o valor da empresa e, conseqüentemente, para os acionistas, porque os *stakeholders* apoiam a operação da empresa como forma de retornar o investimento da mesma em questões que são do seu interesse (Glegg et al., 2018). Assim, a RSE é um meio de criar riqueza tanto para os acionistas como para as partes interessadas (Li & Wang, 2022), dado que as empresas que gerem corretamente os interesses das suas partes interessadas serão mais estáveis e mais rentáveis (Gras-Gil et al., 2016).

2.1.3. TEORIA DA LEGITIMIDADE

A teoria da legitimidade, desenvolvida por Dowling & Pfeffer (1975), pode ser definida como “a perceção ou suposição generalizada de que as ações de uma entidade são desejáveis, corretas ou apropriadas dentro de um sistema de normas, valores, crenças e definições socialmente construído” (Suchman, 1995, p. 574). Esta teoria, considerada uma extensão das teorias institucional e dos *stakeholders* (Burlea-Schiopoiu & Popa, 2013), avalia a reação de uma organização às expectativas da sociedade em que se insere (Nishitani et al., 2021).

Esta teoria argumenta que as empresas utilizam a divulgação de sustentabilidade para melhorar a percepção dos *stakeholders* acerca do seu desempenho (Hummel & Schlick, 2016) e de forma a construir, apoiar ou reparar a sua legitimidade (Nishitani et al., 2021). Deste modo, as empresas mais sustentáveis tendem a ter relações comerciais mais fortes, maior acesso a recursos e melhor desempenho financeiro (Lee et al., 2023).

2.1.4. TEORIA DA SINALIZAÇÃO

Inicialmente enunciada por Spence (1973), a teoria da sinalização sugere que os investidores confiam nos sinais resultantes do pagamento de dividendos para avaliar o desempenho futuro de uma empresa e tomar decisões de investimento adequadas, nomeadamente quando recebem informação assimétrica por parte das empresas (Qin et al., 2022). Deste modo, os dividendos são um método eficaz que os gestores podem utilizar para mitigar os conflitos com investidores (Ni et al., 2019). As empresas com mais conflitos de agência e deficiências de informação pagam dividendos mais elevados, de forma a atenderem aos interesses dos acionistas e sinalizarem informação sobre o futuro da empresa (Naeem & Khurram, 2020).

A ideia de que a informação sobre RSE pode fornecer sinais sobre as perspetivas da empresa é definida como hipótese de sinalização da RSE (Seth & Mahenthiran, 2022). Uma vez que a divulgação de RSE fornece informação útil sobre a operação das empresas, a necessidade das mesmas comunicarem informação privada através do pagamento de dividendos é mais reduzida (Ni et al., 2019).

2.2. RESPONSABILIDADE SOCIAL EMPRESARIAL

A responsabilidade social empresarial pode ser definida como a combinação de eficiência ambiental, boas relações com as partes interessadas e boa *corporate governance* (Renneboog et al., 2008). Ao longo das últimas décadas, tem-se verificado um crescimento do número de empresas (Wu et al., 2023) e do volume de recursos alocados pelas mesmas a atividades de RSE (Glegg et al., 2018). Muitos investidores demonstram preferência pelo investimento em empresas com boas práticas de RSE (Galema et al., 2008), podendo mesmo optar por não investir em empresas socialmente irresponsáveis (Hong & Kacperczyk, 2009).

Chatterji et al. (2009) identificam as motivações dos investidores para apostar em empresas com níveis elevados de RSE, como sendo financeiras, deontológicas, consequencialistas ou expressivas, e afirmam que um investidor pode agir por qualquer combinação destes motivos. O primeiro motivo, o financeiro, está relacionado com a crença de que as empresas mais responsáveis terão melhores resultados a nível financeiro, nomeadamente através da melhoria da

sua reputação, atração de consumidores socialmente responsáveis, redução de ameaças de regulação e redução das preocupações por parte de ativistas e organizações não governamentais. O segundo motivo, o deontológico, aplica-se aos investidores que não pretendem obter lucros através de atividades que não sejam éticas ou desejáveis. O investidor consequencialista deseja que as empresas mais responsáveis tenham sucesso e pretende contribuir para esse sucesso, enquanto o investidor expressivo toma decisões com base na expressão da sua identidade pessoal e como uma extensão do seu modo de vida, mostrando preocupação sobre o facto de o desempenho social negativo denigrir a imagem das empresas e de quem nelas investe.

A questão fulcral associada à RSE é se os investimentos nesta área fazem aumentar o valor da empresa para os acionistas, ou se representam uma apropriação de recursos empresariais essenciais (Ye & Zhang, 2011), resultando em duas visões opostas: a visão positiva e a visão negativa da RSE.

Vários estudos defendem a visão positiva (Li & Wang, 2022) que sugere que as atividades de RSE afetam positivamente os acionistas ao servir os interesses das diferentes partes interessadas, o que representa a base da teoria dos *stakeholders* (Fernández-Guadaño & Sarria-Pedroza, 2018). Ser socialmente responsável é "fazer bem fazendo o bem" (Falck & Heblich, 2007), promovendo a diversidade, contribuindo para o bem-estar da comunidade, melhorando as condições de trabalho e mantendo os compromissos ambientais (Amin et al., 2020), construindo, assim, relações mais estáveis com os *stakeholders* (Oikonomou et al., 2012).

A visão positiva defende ainda que a RSE atrai e mantém funcionários de maior qualidade, o que se traduz numa maior produtividade e, conseqüentemente, num melhor desempenho das empresas (Amin et al., 2020). As atividades de RSE também geram confiança da parte dos clientes da empresa, que pode traduzir-se num crescimento de vendas e de rentabilidade (Lins et al., 2017). Ao construir relações mais estáveis com a sua comunidade, as empresas socialmente responsáveis conseguem reduzir o risco de litígios e sanções governamentais, que prejudicariam a sua rentabilidade no futuro (Dhaliwal et al., 2011) e podem beneficiar de um controlo regulamentar menos rigoroso (Oikonomou et al., 2012).

Por sua vez, Lu et al. (2021) afirmam que a responsabilidade social empresarial reduz o risco a que uma empresa está sujeita, dado que reduz a assimetria de informação entre gestores e acionistas e aumenta a confiança das partes interessadas, confiança esta que pode contribuir para a redução do impacto de eventuais informações negativas sobre a empresa (Bhattacharya & Sem, 2004; Godfrey, 2005; Lu et al., 2021). A divulgação de relatórios de sustentabilidade também leva a que os *stakeholders* considerem que a empresa tem capacidade de controlar riscos ambientais e sociais (Zahid et al., 2023).

Esta vertente da literatura sugere também que as empresas socialmente responsáveis apresentam mais informação financeira (Gelb & Strawser, 2001) e informação mais transparente e fiável (Kim et al., 2012), de forma a projetar uma imagem positiva (Gelb & Strawser, 2001; Dhaliwal et al., 2011). Como resultado, é mais fácil para estas empresas ter acesso a financiamento externo e a um custo mais baixo (Glegg et al, 2018), beneficiando também de um custo de capital próprio inferior (El Ghoul et al, 2011).

Em contraste com a visão positiva da RSE, alguns estudos argumentam que as atividades de RSE podem ter efeitos prejudiciais no desempenho da empresa, sublinhando que as ações sociais e ambientais são apenas empreendidas quando as empresas consideram que os ganhos obtidos com esses investimentos serão superiores aos custos (Cao et al., 2023). Brammer et al. (2006) relatam que os aumentos na classificação de RSE estão associados a retornos negativos de ações e declínios no desempenho operacional e Preston e O'Bannon (1997) defendem que investir em atividades de RSE resulta na redução dos recursos de uma empresa, o que consequentemente afeta o valor e competitividade da mesma.

Considerando a dimensão ambiental da RSE, o investimento em processos ecológicos pode melhorar a perceção que as partes interessadas (incluindo os acionistas) têm da empresa (Phan et al., 2022). Embora um investimento em atividades de RSE possa beneficiar todos os *stakeholders*, os acionistas podem resistir a estas atividades devido à possibilidade de as mesmas fazerem diminuir o valor da empresa, criando-se assim um conflito de agência (Barnea & Rubin, 2010).

Phan et al. (2022) argumentam que as empresas que se vejam obrigadas a reduzir as suas emissões de carbono de forma a cumprirem determinados requisitos regulamentares, podem sofrer um maior nível de volatilidade dos seus fluxos de caixa futuros, o que pode prejudicar a sua capacidade para pagar dividendos aos seus acionistas. Os autores, por outro lado e tendo em consideração a teoria baseada em recursos, afirmam que a implementação de soluções mais sustentáveis pode dar origem a novas competências, gerando uma vantagem competitiva sobre a concorrência, ou pode permitir às empresas entrar em novos mercados e cobrar preços mais altos pelos seus produtos ou serviços, gerando um aumento do seu lucro.

Considerando as relações com os *stakeholders*, é notável que a confiança nos principais fornecedores é vital e as empresas podem ser influenciadas pela forma como os mesmos se comportam. A implementação de iniciativas de RSE pelas empresas pode não ter o efeito desejável se os seus fornecedores não compartilharem a mesma visão ou o mesmo nível de implementação de RSE (Yang & Jiang, 2023).

É também importante considerar que, de forma a não prejudicar os acionistas, deve ser definido pela empresa o nível ótimo de investimento em RSE, influenciado por fatores como a

sensibilidade dos consumidores ao tema ou as ações da concorrência, que não deve ser ultrapassado (Godfrey, 2005). Chen et al. (2020) explicam que um nível muito elevado de RSE pode fazer com que uma empresa seja mais competitiva e reconhecida no mercado, contudo pode causar um decréscimo nos lucros. Se, por outro lado, o nível de RSE for demasiado baixo, a empresa pode sofrer prejuízos por não estar tão bem posicionada no mercado e por ser percebida como irresponsável pelos *stakeholders*, (nomeadamente pelos clientes). O investimento deve ser feito, assim, ao nível ótimo, de forma a evitar consequências negativas para a empresa, como um custo da dívida superior (Ye & Zhang, 2011).

Com o desenvolvimento da teoria dos *stakeholders*, a literatura tem vindo a definir os determinantes da RSE, que passam por fatores como o investimento (Gerged et al, 2023), *corporate governance*, características do CEO, características nacionais, legislação ou os impostos que incidem sobre os dividendos (Kong et al, 2022).

Outro determinante da RSE identificado na literatura é o efeito dos pares. Liu & Wu (2016) documentam que o comportamento das empresas a nível da responsabilidade social empresarial é influenciado pelo nível de RSE dos seus concorrentes e Li & Wang (2022) verificam que, para além da influência dos pares a nível da indústria, as decisões sobre RSE de uma empresa podem ser influenciadas pelas decisões de empresas que operem na mesma região. As interações sociais entre empresas próximas podem originar uma comunicação e partilha de valores, normas e ideias relativas a atividades de RSE (Li & Wang, 2022).

2.3. POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Segundo Frankfurter & Lane (1992, p. 115.), “os dividendos são normalmente definidos como a distribuição dos lucros da empresa (geralmente em dinheiro) aos acionistas da empresa, proporcionalmente à sua participação [na mesma]”. Um tema que gera controvérsia, tanto na tomada de decisão das empresas como na literatura financeira, é a política de dividendos (Deshmukh et al., 2013; Qin et al., 2022), ou seja, a forma como os dividendos são distribuídos.

Se, por um lado, uma empresa pode utilizar os lucros retidos para investir em projetos lucrativos que contribuem para o seu crescimento, por outro lado os dividendos são uma fonte de rendimento dos acionistas (Trinh et. al, 2022), pelo que os investimentos e dividendos podem competir por fundos internos limitados (Yang et al., 2020), o que causa conflitos de agência.

Jensen & Meckling (1976) afirmam que os acionistas incorrem em custos de monitorização, de forma a garantir que os gestores não consumem recursos da empresa de forma excessiva ou investem de forma ineficiente, nomeadamente em projetos de VAL negativo. Devido a este facto, os acionistas preferem um pagamento superior de dividendos, porque “mais vale um

pássaro na mão (um dividendo hoje) do que dois a voar (um ganho de capital incerto amanhã)” (Frankfurter & Lane, 1992; Aivazian et al., 2003), pelo que o fluxo de caixa livre da empresa é aplicado em dividendos e os gestores recorrem a financiamento externo para poderem pôr em prática os seus projetos (Trinh et al., 2022).

Quando os gestores estão confiantes quanto ao desempenho futuro da sua empresa, tendem a demonstrá-lo, distribuindo mais dividendos (Qin et al., 2022), o que tem influência no preço das ações da empresa (Xu & Huang, 2021). Este pagamento convence os acionistas de que o seu investimento na empresa foi frutuoso, reforçando a confiança dos mesmos nos gestores, o que pode fazer aumentar o valor da empresa (Byrne & O’Connor, 2017).

São vários os fatores que podem influenciar a política de dividendos de uma empresa, nomeadamente, a nível interno, a sua dimensão, lucratividade, oportunidades de crescimento, estrutura acionista (Denis & Osobov, 2008), recursos atribuídos à I&D (Fama & French, 2001) ou nível de confiança do CEO (Deshmukh et al., 2013), ou, a nível externo, a cultura (Byrne & O’Connor, 2017), as ações dos pares (Frankfurter & Wood, 2002) ou as taxas de imposto sobre os dividendos (Li et al., 2017).

Existem diversos estudos que consideram a dimensão das empresas como fator determinante do pagamento de dividendos, dado que as grandes empresas beneficiam de um maior acesso aos mercados de capitais a um custo inferior e geralmente pagam dividendos mais elevados aos acionistas (Trinh et al., 2022).

A fase do ciclo de vida em que uma empresa se encontra influencia o pagamento de dividendos, tendo a visão do ciclo de vida da política de dividendos recebido apoio na literatura (Rakotomavo, 2012). DeAngelo et al. (2006) afirmam que quando as empresas estão a crescer possuem menos recursos disponíveis e mais projetos onde é necessário aplicar esses recursos, pelo que têm mais tendência para reter o seu capital. Por outro lado, quando as empresas crescem e se estabelecem no mercado, as suas oportunidades de crescimento diminuem, o que faz com que tenham menos necessidade de acumular recursos (DeAngelo et al., 2006). Deste modo, as empresas mais maduras e que possuem níveis baixos de incerteza dos fluxos de caixa tendem a pagar dividendos mais elevados (Chay & Suh, 2009).

Tendo em mente a teoria institucional, as normas sociais que influenciam o pagamento de dividendos podem variar consoante o país, porque as diferentes culturas criam diferentes comportamentos e objetivos que, por conseguinte, alteram a natureza e a gravidade dos conflitos de agência (Fidrmuc & Jacob, 2010) e determinam a aceitação e legitimidade de diferentes estratégias de pagamento de dividendos (Davaadorj, 2019).

2.4. RELAÇÃO ENTRE A RESPONSABILIDADE SOCIAL EMPRESARIAL E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Conforme referido anteriormente, a teoria da agência sugere que quando as empresas têm acesso a fundos excessivos, os gestores podem procurar obter benefícios pessoais através da implementação de atividades de RSE. Um aumento no pagamento de dividendos pode traduzir-se numa crença por parte dos acionistas de que os recursos da empresa não estão a ser gastos indevidamente em atividades de RSE, pelo que as empresas com um nível mais elevado de RSE podem beneficiar de uma melhoria no seu valor e desempenho operacional (Glegg et. al, 2018). Mais, segundo Rakotomavo (2012), as despesas com RSE não são pagas com recursos que seriam utilizados para pagar dividendos, dado que estes investimentos tendem a ser feitos por empresas que têm capacidade de os suportar.

Quando uma empresa decide divulgar em relatórios de sustentabilidade os esforços que tem empreendido nesse sentido, as suas atividades de RSE passam a ser acompanhadas por um elevado número de utilizadores dessa informação, que podem esperar ou exigir que a empresa continue a praticar estas atividades ou ainda melhorá-las, diversificá-las ou aumentá-las, não tendo em consideração o pagamento de dividendos aos acionistas (Ni & Zhang, 2019).

Enquanto Glegg et. al (2018) confirmam que os aumentos de dividendos ajudam a reduzir os custos da agência em empresas socialmente irresponsáveis, Cheung et al. (2018) verificam que a RSE influencia positivamente o pagamento de dividendos devido à diminuição dos custos de capital e ao aumento dos lucros e Davaadorj (2019) afirma que RSE melhora o valor e a rentabilidade das empresas, o que facilita a distribuição de dividendos.

Existem na literatura alguns estudos que concluem que níveis superiores de RSE resultam em níveis superiores de pagamento de dividendos, nomeadamente: Benlemlih (2019), utilizando uma amostra de 3040 empresas americanas; Samet & Jarboui (2017), utilizando uma amostra de 397 empresas europeias cotadas e Dahiya et al. (2023), utilizando uma amostra de 390 empresas indianas cotadas.

É, assim, expectável que as empresas com níveis superiores de RSE paguem mais dividendos aos seus acionistas, pelo que a primeira hipótese deste estudo é a seguinte:

Hipótese 1: *Ceteris paribus*, as empresas com níveis mais elevados de responsabilidade social empresarial pagam mais dividendos.

Utilizar uma pontuação total e agregada de RSE pode ser insuficiente para perceber a ligação entre a mesma e determinados indicadores, como o pagamento de dividendos. Dado que a RSE incorpora múltiplas dimensões independentes e complexas, os resultados de um estudo que utiliza a pontuação total podem diferir daqueles que surgiriam quando analisadas as dimensões individuais (Galema et al., 2008).

Conforme apresentado na Tabela I, a pontuação ESG é composta pela pontuação de três pilares – Ambiental, Social e *Governance*, que por sua vez é calculada através da pontuação de dez categorias. Adaptando o estudo de Benlemlih (2019), prevê-se que uma pontuação elevada nas categorias de RSE mais ligadas aos *stakeholders* primários esteja associada a um pagamento de dividendos mais elevado.

Tabela I - Categorias da Pontuação ESG (Refinitiv, 2022)

Área	Categorias
Ambiental	<input type="checkbox"/> Emissões <input type="checkbox"/> Inovação <input type="checkbox"/> Utilização de Recursos
Social	<input type="checkbox"/> Comunidade <input type="checkbox"/> Direitos Humanos <input type="checkbox"/> Responsabilidade do Produto <input type="checkbox"/> Funcionários
<i>Governance</i>	<input type="checkbox"/> Estratégia de RSE <input type="checkbox"/> Gestão <input type="checkbox"/> Acionistas

Deste modo, considerando a informação presente na Tabela 1, são selecionadas as categorias que influenciam os *stakeholders* primários de forma mais significativa e que poderão ter mais impacto na política de dividendos – as categorias “Comunidade” e “Funcionários” na área Social e a categoria “Gestão” na área do *Governance*.

Primeiramente, colocando o foco na categoria Comunidade, é possível afirmar que a filantropia empresarial pode resultar numa melhoria da reputação de uma empresa, se a comunidade considerar que estas iniciativas advêm de uma consideração genuína pelo seu bem-estar e não apenas no sentido de interesses económicos (Ye & Zhang, 2011), contudo estas

atividades podem gerar conflitos de agência e o pagamento de dividendos pode agir como um mecanismo de controle para tais conflitos (Benlemlih, 2019).

Em segundo lugar, considerando a categoria Funcionários, as organizações têm implementado práticas favoráveis aos seus trabalhadores dado que é certo que estes *stakeholders* são uma das peças mais importantes da “máquina” que é uma empresa, podendo influenciar significativamente as suas decisões financeiras (Bae et al., 2011) e contribuir para a concretização da sua missão, visão, valores e estratégia (Saeed, 2021). As práticas favoráveis aos funcionários podem ainda ser valorizadas pelos credores, que aumentam a sua confiança na empresa e reduzem o custo da sua dívida, o que pode aumentar a propensão para o pagamento de dividendos (Bae et al., 2011; Saeed, 2021).

Ao manter boas relações com os seus funcionários, as empresas enfrentam uma menor probabilidade de se ver envolvidas em processos judiciais, o que reduz o seu risco financeiro (Oikonomou et al., 2012). Mais, verifica-se uma maior probabilidade de, devido a um aumento de produtividade, causado nomeadamente por uma menor taxa de rotatividade e um maior compromisso dos funcionários (Saeed, 2021), a empresa beneficiar de um *cash flow* mais estável, que pode levar a um pagamento de dividendos superior (Benlemlih, 2019; Saeed, 2021).

Em terceiro e último lugar, surge a categoria Gestão. De acordo com a teoria da sinalização, quando um investidor tem mais conhecimento sobre as operações da empresa e quando a considera como tendo sendo bem gerida, confia mais nos seus gestores (Zahid et al., 2023), o que pode resultar numa necessidade inferior de pagamento de dividendos. Por outro lado, uma gestão eficaz que previne o financiamento da empresa no futuro, pode optar por um pagamento superior de dividendos, mostrando aos acionistas que investir na empresa é seguro e proveitoso (Xu & Huang, 2021). Assim, e dado que empresas mais bem geridas geralmente oferecem mais proteção aos seus acionistas, é provável que uma boa gestão esteja associada a um maior pagamento de dividendos (Benlemlih, 2019).

Assim, é formulada a segunda hipótese deste estudo, que é a seguinte:

Hipótese 2: Nas componentes de responsabilidade social empresarial que mais representam os interesses dos *stakeholders* primários, uma pontuação mais elevada está associada a um pagamento de dividendos superior.

2.4.1. ESTABILIDADE DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

O estudo de Lintner (1956) aborda a estabilidade dos resultados como um dos fatores mais importantes nas decisões sobre dividendos. O pagamento de dividendos de forma estável transparece, para os acionistas, confiança em como os fluxos de caixa futuros serão também estáveis, o que faz com que os mesmos optem por manter as suas ações ao invés de as vender (Trinh et. al, 2022).

Frankfurter & Lane (1992), utilizando uma abordagem histórica, postulam que os dividendos devem ser analisados de uma perspectiva social e antropológica, para além de económica, e indagam sobre o facto de o seu pagamento ser um hábito, uma tradição ou mesmo uma norma social implícita.

As políticas de dividendos incertas são arriscadas (Davaadorj, 2019), pelo que os gestores evitam aplicar cortes no pagamento de dividendos, só o fazendo em situações excecionais (Brav et al., 2005). O impacto de um corte de dividendos no mercado de capitais é geralmente superior do que o de um aumento dos mesmos (Seth & Mahenthiran, 2022), dado que empresas que diminuem o volume de dividendos pagos podem sofrer um grave declínio no seu valor. Deste modo, os gestores tendem a optar por não pagar dividendos elevados, a menos que estejam confiantes de que irá ser possível manter esse nível de pagamento no futuro (Chay & Suh, 2009). Esta necessidade de uma política conservadora faz com que determinadas empresas optem por não distribuir dividendos porque, ao fazê-lo, ficam sujeitas a uma situação inflexível e veem-se obrigadas a manter esta estabilidade, que por vezes pode ser difícil de atingir (Brav et al., 2005).

Os gestores acreditam que o mercado de capitais valoriza as ações das empresas que apresentam um pagamento de dividendos estável (Leary & Michaely, 2011). Brav et al. (2005) afirmam que a manutenção do nível de dividendos pagos é de extrema importância, sendo os seus aumentos apenas considerados após as necessidades de investimento e liquidez serem satisfeitas. Apesar da aversão a pagamentos elevados devido à incerteza relativamente ao futuro, as empresas podem necessitar de aumentar o pagamento de dividendos para manter uma boa relação com os seus atuais investidores ou para atrair novo investimento, de forma a melhorar a sua competitividade (Davaadorj, 2019).

O facto de os acionistas não gostarem de alterações no pagamento de dividendos e de, consequentemente, os gestores optarem por políticas de dividendos estáveis, faz com que seja improvável que o investimento em RSE cause instabilidade no pagamento de dividendos (Rakotomavo, 2012), o que leva a que a terceira e última hipótese deste estudo seja a seguinte:

Hipótese 3: As empresas com níveis mais elevados de responsabilidade social empresarial pagam dividendos de uma forma mais estável.

3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1. RECOLHA DE DADOS

A informação utilizada neste estudo, tanto financeira como a nível da RSE, foi recolhida em junho de 2023 da base de dados Refinitiv Eikon, previamente designada Thomson Reuters Eikon.

3.2. DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

Para a amostra foram consideradas as empresas europeias cotadas, sendo a amostra inicial um conjunto de 12.081 empresas.

As empresas que operam nos setores do petróleo e gás são das que mais contribuem para as emissões de carbono e, conseqüentemente, são mais sujeitas a regulamentos ambientais mais rigorosos e a impostos ambientais, o que representa um aumento de custos que pode ter impacto nas decisões sobre RSE e dividendos (El Ghoul et al., 2011). Deste modo, as empresas dos setores da energia e serviços públicos foram retiradas da amostra. À semelhança do que é comum neste tipo de estudos, também não foram incluídas no estudo as empresas do setor financeiro, o que fez diminuir a amostra em 2.660 empresas.

Seguidamente, foram retiradas as empresas com informação insuficiente, nomeadamente a nível de dados da pontuação ESG relativamente aos primeiros anos do estudo, o que reduziu a amostra para 452 empresas. Por fim, foram retiradas as empresas que contêm *outliers* nos seus dados, identificados através de análise gráfica, por serem observações que se encontram a uma distância considerável dos restantes valores e que podem influenciar significativamente os resultados do estudo, e as observações com capital próprio negativo, o que resultou numa amostra de final de 419 empresas. Sendo o período escolhido de 2016 a 2022, por ser um período onde a disponibilidade de dados sobre pontuações ESG das empresas é superior, este estudo contou com 2.933 observações empresa-ano.

O Anexo 1 e o Anexo 2 apresentam a distribuição das empresas da amostra por país e por setor de atividade, respetivamente. O país com mais empresas representadas na amostra é o Reino Unido com 134 empresas, destacando-se também a França e a Alemanha, com 55 e 51 empresas, respetivamente. Relativamente ao setor de atividade, o mais expressivo é o dos bens e serviços industriais, com 103 empresas, sendo seguido pelo setor dos Bens de Consumo e Serviços Cíclicos, que se encontra representado por 82 empresas.

3.3. VARIÁVEIS

3.3.1. VARIÁVEIS DEPENDENTES

Com base em Benlemlih (2019) e de forma a testar a primeira e segunda hipóteses, o nível de pagamento de dividendos é calculado através do rácio entre os dividendos pagos aos acionistas e o ativo total da empresa (**DIV**).

Para o teste da terceira hipótese, a variável dependente utilizada é variação anual do valor dos dividendos pagos (**ΔDiv**).

3.3.2. VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Para o teste da primeira e segunda hipóteses do estudo, a variável independente utilizada é o nível de RSE. Avaliar a conduta das empresas a nível da RSE é difícil para os utilizadores das demonstrações financeiras, dado que os mesmos geralmente não têm na sua posse informação suficiente e confiável relativamente ao empenho das empresas nesse âmbito (Lyon & Maxwell, 2011). Deste modo, os *stakeholders* interpretam o desempenho de RSE através de pontuações ESG fornecidas por agências de classificação (Drempetic et al., 2020).

À semelhança de Bigelli et al. (2023), foram utilizadas as pontuações ESG presentes na base de dados Refinitiv Eikon. Conforme exposto na Tabela I, a pontuação ESG é composta pela pontuação de três pilares – Ambiental, Social e *Governance*, que por sua vez é calculada através da pontuação de dez categorias: Emissões (**EMI**), Inovação Ambiental (**INAM**) e Utilização de Recursos (**UREC**) no pilar Ambiental; Comunidade (**COM**), Direitos Humanos (**DHUM**), Responsabilidade do Produto (**PRO**) e Funcionários (**FUN**) no pilar Social e Estratégia de RSE (**ERSE**), Gestão (**GES**) e Acionistas (**ACI**) no pilar do *Governance*. Cada categoria tem um peso diferente na pontuação total, sendo, por exemplo, a ponderação da categoria Gestão (16%) mais significativa do que a da categoria Estratégia de RSE (3%). O Anexo 3 enumera as subcategorias da pontuação ESG e o Anexo 4 discrimina o peso de cada categoria na pontuação total.

Para a análise da terceira hipótese do estudo, as variáveis independentes utilizadas são:

- O valor desfasado dos dividendos (**DIV_{t-1}** e **DIV_{t-2}**)
- O rácio do resultado antes do efeito dos juros, mas depois do efeito dos impostos em relação ao ativo total (**EBIAT**)

3.3.3. VARIÁVEIS DE CONTROLO

As variáveis de controlo do estudo são as seguintes:

1. Dimensão (DIM)

A dimensão de uma empresa tem influência no pagamento de dividendos. As empresas mais pequenas têm maior dificuldade em aceder a recursos-chave e são, portanto, mais vulneráveis a eventos empresariais adversos (Ye & Zhang, 2011). Ademais, à medida que uma empresa cresce, desenvolve laços com uma variedade de fornecedores que contribuem para o seu sucesso (Ye & Zhang, 2011). Segundo Rakotomavo (2012), as empresas que investem mais em RSE tendem a ter maior dimensão e, segundo Holder et al. (1998), as grandes empresas pagam dividendos mais elevados aos acionistas. Esta variável é calculada através do logaritmo natural do valor do ativo total.

2. Fase do Ciclo de Vida (FCVIDA)

Os problemas que uma empresa enfrenta são influenciados pela fase de vida em que a mesma se encontra. As empresas que se encontram na fase de maturidade do seu ciclo de vida tendem a obter lucros elevados (Benlemlih, 2019) e pagar dividendos superiores (Chay & Suh, 2009). Denis & Osobov (2008) verificam uma relação forte entre a quantidade de lucros retidos e o pagamento de dividendos. Esta variável é calculada através do rácio entre o valor dos lucros retidos e o valor do capital próprio da empresa.

3. Fundos Disponíveis (FDISP)

Tendo em consideração a teoria da agência, podem ocorrer duas situações distintas. Por um lado, os gestores podem optar por um pagamento superior dividendos de forma a diminuir o fluxo de caixa livre e, por outro, os mesmos podem escolher investir os fundos disponíveis, o que faz reduzir o pagamento de dividendos (Benlemlih, 2019). Esta variável é calculada através do rácio entre o valor da rubrica “caixa e equivalentes de caixa” e o valor do ativo total.

4. Oportunidades de Crescimento (OPCR)

Considerando os resultados de Fama & French (2001) e Denis & Osobov (2008), é expectável que as empresas que tenham mais oportunidades para investir e para crescer optem por aplicar o capital disponível em determinados projetos, ao invés de distribuírem dividendos pelos acionistas. Esta variável consiste na percentagem de variação anual do valor das vendas.

5. Return on Assets (ROA)

As empresas mais rentáveis geram mais fluxos de caixa e, conseqüentemente, apresentam uma maior capacidade para pagar dividendos mais elevados (Benlemlih, 2019). Estudos como Fama & French (2001) e Denis & Osobov (2008) concluem que as empresas mais rentáveis distribuem mais dividendos. A rentabilidade do ativo é medida através do rácio entre o resultado líquido do período e o valor do ativo total.

6. Endividamento (END)

Um nível elevado de endividamento afeta negativamente o pagamento de dividendos por parte de uma empresa (Fama & French, 2001), dado que a mesma tem que despender recursos para cumprir com as suas obrigações financeiras. Esta variável é calculada através do rácio entre o valor do passivo total e o valor do ativo total.

7. Controlos Adicionais – Efeitos Fixos - País, Indústria e Ano

Conforme mencionado anteriormente, o pagamento de dividendos pode ser influenciado pela localização da empresa, dado que as diferentes culturas podem gerar diferentes comportamentos (Fidrmuc & Jacob, 2010). O país considerado é aquele onde as ações das empresas são cotadas.

Os comportamentos das empresas também podem ser influenciados pelos comportamentos dos seus pares (Li & Wang, 2022). Para além disso, as empresas que, pelas características da sua atividade, são mais poluidoras incorrem em mais gastos (Karpoff et al., 2005), o que pode impactar o valor disponível para a distribuição de dividendos.

Por fim, as características económicas que se vivem em determinado momento, por exemplo em consequência da pandemia de Covid-19, também podem impactar o pagamento de dividendos por parte das empresas.

Deste modo, de forma a considerar o impacto que estes fatores podem ter na política de dividendos, foram adicionadas variáveis *dummy* para controlar para os efeitos das diferenças entre países (PAIS), setores de atividade (SETOR) e anos (ANO).

3.4. MODELOS EMPÍRICOS

Para comparar o pagamento de dividendos entre empresas com diferentes níveis de RSE, a amostra é dividida em duas em função da média, de forma que as empresas que apresentam uma pontuação ESG inferior à média são consideradas empresas com nível baixo de RSE e as empresas com pontuação ESG superior à média empresas com nível alto de RSE (Benlemlih, 2019), sendo realizado um teste à igualdade das médias das duas subamostras.

De seguida, de forma a testar a primeira e segunda hipóteses, é utilizado o seguinte modelo, baseado em Benlemlih (2019), aplicado tanto à pontuação total ESG como à pontuação de cada categoria individual:

$$(1) \quad \text{Div}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \beta_2 \text{DIM}_{it} + \beta_3 \text{FCVIDA}_{it} + \beta_4 \text{FDISP}_{it} + \beta_5 \text{OPCR}_{it} + \beta_6 \text{ROA}_{it} + \beta_7 \text{END}_{it} + \beta_8 \text{PAIS}_i + \beta_9 \text{SETOR}_i + \beta_{10} \text{ANO}_t$$

Para o teste da terceira hipótese é adotada uma abordagem semelhante à de Lintner (1956), um estudo pioneiro amplamente utilizado na literatura. De forma a medir a estabilidade do pagamento de dividendos, é apurado, através dos resultados das regressões, um fator designado *Speed of Adjustment* (SOA), que é calculado como $-\beta_1$ e pode assumir um valor entre 0 e 1. Adicionalmente, é também calculada uma percentagem designada *Target Payout Ratio* (TPR), calculada como $-(\beta_2/\beta_1) \times 100$. Sendo corrido nas duas subamostras criadas - empresas com níveis de RSE acima e abaixo da média - e para a variação entre os dividendos pagos em t-2 e t, para além da variação entre os dividendos pagos em t-1 e t, o modelo utilizado é o seguinte:

$$(2) \Delta \text{Div}_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_{1i} \text{DIV}_{i,t-1} + \beta_{2i} \text{EBIAT}_{i,t} + \beta_3 \text{PAIS}_i + \beta_4 \text{SETOR}_i + \beta_5 \text{ANO}_t$$

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Nas tabelas II e III são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis em estudo. Através da sua análise, é possível verificar que, a nível de RSE, a pontuação ESG média é de cerca de 65 em 100. Relativamente às componentes da pontuação ESG, destaca-se a categoria Funcionários como a que apresenta a melhor pontuação média (77,69) e a categoria Inovação Ambiental como a que apresenta, em média, uma pontuação mais baixa (42,96).

Tabela II - Estatísticas Descritivas das Variáveis ESG

Variável	Nº Obs.	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
ESG	2933	64,7885	67,2407	17,2964	0,6856	95,9983
EMI	2933	68,7992	74,0506	24,6037	0,0000	99,8721
INAM	2933	42,9584	45,4545	33,1497	0,0000	99,8954
UREC	2933	69,4361	76,6932	26,3646	0,0000	99,8691
COM	2933	63,1262	69,6911	28,6552	0,7937	99,8834
DHUM	2933	65,1723	74,4186	30,1995	0,0000	98,9437
PRO	2933	64,8880	74,1135	29,7610	0,0000	99,8466
FUN	2933	77,6868	82,6923	19,01954	1,2821	99,9211
ERSE	2933	62,4856	68,7500	26,3427	0,0000	99,8798
GES	2933	62,7699	66,9014	26,0920	0,3788	99,9380
ACI	2933	57,1596	60,0244	27,7511	0,2907	99,9380

Variáveis: ESG: pontuação ESG; EMI: pontuação da categoria Emissões; INAM: pontuação da categoria Inovação Ambiental; UREC: pontuação da categoria Utilização de Recursos; COM: pontuação da categoria Comunidade; DHUM: pontuação da categoria Direitos Humanos; PRO: pontuação da categoria Responsabilidade do Produto; FUN: pontuação da categoria Funcionários; ERSE: pontuação da categoria Estratégia de RSE; GES: pontuação da categoria Gestão; ACI: pontuação da categoria Acionistas.

Observando a tabela III, é possível verificar que em média, os dividendos pagos e o resultado antes de juros mas depois de impostos representam 3,45% e 6,89% do ativo total, respetivamente. Relativamente às variáveis de controlo, verifica-se que, em média, uma empresa apresenta um ativo de cerca de 6.09 milhões de euros, uma taxa de liquidez do ativo de 10,44%, uma taxa de variação anual das vendas de 5,85%, um nível de rendibilidade do ativo de cerca de 6% e um nível de endividamento na ordem dos 56,67%.

Foram calculados os Variance Inflation Factors (VIF) para a variável independente e variáveis de controlo. Dado que os valores apresentados são inferiores a 5 (valores não tabelados), rejeita-se a hipótese de multicolinearidade associada às regressões (Salah & Amar, 2022).

Tabela III - Estatísticas Descritivas das Restantes Variáveis

Variável	Nº Obs.	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
DIV	2933	0,0345	0,0229	0,0405	0,0000	0,3930
DIM	2933	22,5300	22,4889	1,4575	17,0588	27,0597
FCVIDA	2933	0,7301	0,8226	0,4619	-3,3749	2,4611
FDISP	2933	0,1044	0,0873	0,0802	0,0000	0,5284
OPCR	2933	0,0585	0,0445	0,1691	-0,8723	1,3073
ROA	2933	0,0604	0,0529	0,0622	-0,3030	0,4156
END	2933	0,5667	0,5734	0,1674	0,0372	0,9798
EBIAT	2933	0,0689	0,0592	0,05642	-0,2178	0,4375

Variáveis: **DIV**: rácio entre os dividendos pagos e o ativo total; **DIM**: logaritmo natural do ativo total; **FCVIDA**: rácio entre os lucros retidos e o capital próprio; **FDISP**: rácio entre o valor da rubrica “caixa e equivalentes de caixa” e o ativo total; **OPCR**: variação no volume de vendas entre o ano t e o ano t-1; **ROA**: rácio entre o resultado líquido do período e o ativo total; **END**: rácio entre o passivo total e o ativo total; **EBIAT**: resultado antes de juros mas depois de impostos.

4.2. MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE PEARSON

A tabela IV apresenta a matriz de correlação de Pearson entre a variável dependente, variável independente e variáveis de controlo utilizadas no estudo.

À semelhança de Zahid et al. (2023), um estudo sobre as empresas da Europa Ocidental, a variável dependente e a variável independente estão negativamente correlacionadas, sugerindo que, ao contrário do esperado, um nível elevado de RSE está associado a um pagamento de dividendos inferior. Relativamente às variáveis de controlo, e conforme esperado, a variável DIV apresenta uma correlação positiva com as variáveis FCVIDA e ROA e uma correlação negativa com a variável END, sugerindo que as empresas mais socialmente responsáveis são mais maduras, mais rentáveis e menos endividadas.

Tabela IV - Matriz de Correlação de Pearson

	ESG	DIV	DIM	FCVIDA	FDISP	OPCR	ROA	END
ESG	1							
DIV	-0,117***	1						
DIM	0,542***	-0,306***	1					
FCVIDA	-0,011	0,121***	-0,045**	1				
FDISP	-0,008	0,155***	-0,096***	0,099***	1			
OPCR	-0,003	0,020	-0,004	0,038**	-0,007	1		
ROA	-0,102***	0,655***	-0,263***	0,247***	0,159***	0,244***	1	
END	0,189***	-0,219***	0,366***	-0,171***	-0,014	-0,078***	-0,355***	1

Nota: *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1 %, respetivamente.

Variáveis: DIV: rácio entre os dividendos pagos e o ativo total; ESG: pontuação ESG; DIM: logaritmo natural do ativo total; FCVIDA: rácio entre os lucros retidos e o capital próprio; FDISP: rácio entre o valor da rubrica “caixa e equivalentes de caixa” e o ativo total; OPCR: variação no volume de vendas entre o ano t e o ano t-1; ROA: rácio entre o resultado líquido do período e o ativo total; END: rácio entre o passivo total e o ativo total.

A variável DIV, para além de apresentar uma correlação positiva com a variável FDISP, sugerindo que as empresas com um fluxo de caixa livre superior pagam mais dividendos, apresenta uma correlação negativa com a variável DIM, indicando que, ao contrário do esperado, as empresas que pagam mais dividendos, em termos relativos, têm uma menor dimensão.

O anexo V apresenta a correlação entre as categorias da pontuação ESG. Através da sua análise, é possível verificar que todas as categorias da pontuação ESG apresentam correlações positivas e significativas entre si.

4.3. TESTE DE IGUALDADE DE MÉDIAS

A tabela V apresenta os resultados do teste à igualdade de médias entre as empresas com níveis baixos e altos de RSE, que foi realizado com recurso à função teste-t para amostras independentes. É possível verificar, relativamente à variável DIV, que a diferença entre as duas médias é estatisticamente significativa e que as empresas com níveis mais baixos de RSE apresentam, em média, valores superiores de dividendos pagos, o que é consistente com os valores de correlação negativos reportados anteriormente.

Relativamente às variáveis de controlo, a diferença entre as duas médias é estatisticamente significativa ao nível de 0,01 para as variáveis DIM, OPCR, ROA e END e ao nível de 0,1 para a variável FCVIDA. É possível aferir que as empresas com níveis mais elevados de RSE são, em média, maiores e mais maduras e apresentam rácios de liquidez e rendibilidade do ativo inferiores, um crescimento inferior ao nível das vendas e um nível de endividamento superior.

Tabela V - Teste de Igualdade de Médias

Variável	Nível de RSE baixo		Nível de RSE alto		t	p-value
	Nº Obs.	Média	Nº Obs.	Média		
DIV	504	0,0466	2429	0,0320	5,113	0,000
DIM	504	21,4069	2429	22,7631	-20,299	0,000
FCVIDA	504	0,6932	2429	0,7377	-1,807	0,071
FDISP	504	0,1063	2429	0,1040	0,534	0,594
OPCR	504	0,0818	2429	0,0537	2,731	0,006
ROA	504	0,0715	2429	0,0581	3,676	0,000
END	504	0,5196	2429	0,5765	-6,283	0,000

Variáveis: DIV: rácio entre os dividendos pagos e o ativo total; DIM: logaritmo natural do ativo total; FCVIDA: rácio entre os lucros retidos e o capital próprio; FDISP: rácio entre o valor da rubrica “caixa e equivalentes de caixa” e o ativo total; OPCR: variação no volume de vendas entre o ano t e o ano t-1; ROA: rácio entre o resultado líquido do período e o ativo total; END: rácio entre o passivo total e o ativo total.

4.4. RESULTADOS DAS REGRESSÕES

4.4.1. RESPONSABILIDADE SOCIAL EMPRESARIAL E O PAGAMENTO DE DIVIDENDOS

Com o objetivo de analisar a relação entre a pontuação ESG e o pagamento de dividendos, foi realizada uma regressão linear, que retornou os valores apresentados na tabela VI.

Tabela VI - Resultados da Regressão Linear para a Pontuação Total ESG

	Sinal Esperado	DIV
Constante		0,077*** (7,124)
ESG	+	0,000072* (1,794)
DIM	+	-0,004*** (-7,622)
FCVIDA	+	-0,005*** (-3,680)
FDISP	?	0,020*** (2,718)
OPCR	-	-0,034*** (-9,534)
ROA	+	0,417*** (39,937)
END	-	0,009** (1,794)
Efeitos Fixos País Efeitos Fixos Setor Efeitos Fixos Ano		Sim
Observações		2933
R ²		0,510
R ² Ajustado		0,504
Teste F		79,273
<i>p-value</i>		0,000
Estatística Durbin-Watson		1,999
Nota: *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1 %, respetivamente. A estatística do teste t (entre parêntesis) baseia-se nos erros padrão robustos ajustados ao nível da empresa. Variáveis: <u>DIV</u> : rácio entre os dividendos pagos e o ativo total; <u>ESG</u> : pontuação ESG; <u>DIM</u> : logaritmo natural do ativo total; <u>FCVIDA</u> : rácio entre os lucros retidos e o capital próprio; <u>FDISP</u> : rácio entre o valor da rubrica “caixa e equivalentes de caixa” e o ativo total; <u>OPCR</u> : variação no volume de vendas entre o ano t e o ano t-1; <u>ROA</u> : rácio entre o resultado líquido do período e o ativo total; <u>END</u> : rácio entre o passivo total e o ativo total.		

Analisando os valores apresentados, é possível afirmar que a variável independente e variáveis de controlo são conjuntamente significativas, dado que o *p-value* do teste F é igual a 0. Verifica-se também que o coeficiente de determinação é de 50,4%, indicando que mais de metade da variância das variáveis dependentes pode ser explicada pelo modelo. Por sua vez, a estatística Durbin-Watson apresenta um valor próximo de 2, pelo que é rejeitada a hipótese de autocorrelação entre os erros do modelo (Al-Hares et al., 2012).

Conforme previsto e à semelhança de estudos como Samet & Jarboui (2017) e Bilyay-Erdogan et al. (2023) relativos a empresas europeias; Zahid et al. (2023) relativo a empresas da Europa Ocidental e Salah & Amar (2022) relativo a empresas francesas; a variável dependente apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa com a variável independente. Este resultado sugere que o investimento da empresa em RSE melhora a relação entre a mesma e os seus *stakeholders*, o que se traduz num aumento do rendimento da primeira e num pagamento de dividendos superior (Cheung et al., 2018), para além de uma redução das assimetrias de informação e de uma emissão de sinais positivos para os mercados financeiros (Zahid et al., 2023). Deste modo, a Hipótese 1 é validada.

Relativamente às variáveis de controlo, todas apresentam significância estatística. Ao contrário do esperado, para além da variável FCVIDA, a variável DIM está negativamente relacionada com a variável DIV, ao contrário de Fama & French (2001), mas à semelhança de Salah & Amar (2022) e Zahid et al. (2023). Por outro lado, a variável DIV apresenta uma relação positiva com a variável ROA e negativa com a variável OPCR, tal como previsto e conforme Fama & French (2001), sugerindo que as empresas que pagam mais dividendos são mais rentáveis e têm menos oportunidades para investir em projetos associados ao seu crescimento. Por fim, a variável FDISP apresenta uma relação positiva com a variável DIV, à semelhança de Salah & Amar (2022), o que pode significar que os gestores optam pelo pagamento de dividendos numa situação onde o fluxo de caixa livre é superior, de forma a tranquilizar os acionistas relativamente ao possível investimento em excesso em atividades de RSE.

4.4.2. COMPONENTES DA RESPONSABILIDADE SOCIAL EMPRESARIAL E O PAGAMENTO DE DIVIDENDOS

Para analisar o impacto de cada categoria da pontuação ESG no pagamento de dividendos, foram realizadas novas regressões, apresentadas na tabela VII e no anexo VI.

Analisando a tabela, é possível verificar que apenas a categoria Funcionários apresenta uma relação positiva e significativa com a variável DIV. Por outro lado, a categoria Gestão apresenta uma relação negativa e significativa com a variável dependente e a categoria Comunidade não apresenta uma relação significativa com a mesma. Estes resultados sugerem que o critério sugerido por Benlemlih (2019) não se aplica a este estudo, não se verificando a Hipótese 2.

Tabela VII - Resultados das Regressões Lineares para as Categorias Comunidade, Funcionários e Gestão da Pontuação ESG

	DIV	DIV	DIV
Constante	0,073*** (6,889)	0,075*** (7,220)	0,070*** (6,668)
COM	0,000017 (0,768)	-	-
FUN	-	0,000115*** (3,515)	-
GES	-	-	-0,000039* (-1,697)
DIM	-0,004*** (-7,492)	-0,004*** (-8,510)	-0,003*** (-7,097)
FCVIDA	-0,005*** (-3,643)	-0,005*** (-3,573)	-0,005*** (-3,633)
FDISP	0,020*** (2,700)	0,019*** (2,583)	0,020*** (2,717)
OPCR	-0,034*** (-9,651)	-0,034*** (-9,641)	-0,035*** (-9,765)
ROA	0,418*** (40,075)	0,414*** (39,690)	0,418*** (40,126)
END	0,009** (2,360)	0,009** (2,333)	0,009** (2,402)
Efeitos Fixos País Efeitos Fixos Setor Efeitos Fixos Ano	Sim	Sim	Sim
Observações	2933	2933	2933
R ²	0,510	0,512	0,510
R ² Ajustado	0,503	0,505	0,504
Teste F	79,132	79,763	79,255
<i>p-value</i>	0,000	0,000	0,000
Estatística Durbin-Watson	1,998	1,994	1992
Nota: *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1 %, respetivamente. A estatística do teste t (entre parêntesis) baseia-se nos erros padrão robustos ajustados ao nível da empresa. Variáveis: DIV : rácio entre os dividendos pagos e o ativo total; ESG : pontuação ESG; DIM : logaritmo natural do ativo total; FCVIDA : rácio entre os lucros retidos e o capital próprio; FDISP : rácio entre o valor da rubrica “caixa e equivalentes de caixa” e o ativo total; OPCR : variação no volume de vendas entre o ano t e o ano t-1; ROA : rácio entre o resultado líquido do período e o ativo total; END : rácio entre o passivo total e o ativo total; COM : pontuação na categoria Comunidade; FUN : pontuação na categoria Funcionários; GES : pontuação na categoria Gestão.			

Como é possível aferir pela análise do anexo VI, também as categorias Emissões e Direitos Humanos apresentam uma relação positiva e significativa com a variável DIV. Estes resultados sugerem que o pagamento de dividendos pode ser influenciado positivamente por: boas relações entre a empresa e os funcionários, que resultam num aumento de produtividade (Saeed, 2021); preocupações a nível dos direitos humanos, que contribuem positivamente para a reputação, legitimidade e resultados da empresa (Branco & Rodrigues, 2006; Lee et al., 2013) e preocupações a nível do impacto da empresa no meio ambiente, que resultam numa redução de custos através de uma menor probabilidade de coimas e processos judiciais (Ye & Zhang, 2011; Phan et al., 2022).

A categoria Acionistas, tal como a categoria Gestão, apresenta uma relação negativa e significativa com a variável DIV. Ao realizar as regressões com a pontuação dos três pilares, os resultados (não tabulados) obtidos foram uma relação positiva e significativa entre o pagamento de dividendos e os pilares Ambiental e Social e uma relação negativa e estatisticamente significativa com o pilar do *Governance*. Este resultado pode estar relacionado com o facto de as empresas, quando são bem geridas e têm boas relações com os seus acionistas, enfrentam menos conflitos de agência (El Ghoul et al., 2011). Os acionistas, ao confiarem mais nos gestores, podem permitir que os mesmos invistam em projetos com VAL positivo e não exigem um pagamento de dividendos tão elevado (Byrne and O'Connor, 2017; Davaadorj, 2019).

4.4.3. RESPONSABILIDADE SOCIAL EMPRESARIAL E A ESTABILIDADE DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

De forma a aferir a estabilidade do pagamento de dividendos, é utilizado como base o modelo de Lintner (1956), sendo realizadas duas regressões para cada subamostra de empresas (nível alto e baixo de RSE). É utilizada como variável dependente, numa primeira fase, a variação entre os dividendos pagos no ano t e o ano t-1 e, de seguida, a variação entre os dividendos pagos no ano t e o ano t-2. Os resultados destas quatro regressões são apresentados na tabela VIII.

Tabela VIII - Resultados das Regressões Lineares para a Estabilidade do Pagamento de Dividendos

	$\Delta Div_{t,t-1}$		$\Delta Div_{t,t-2}$	
	RSE Baixa	RSE Alta	RSE Baixa	RSE Alta
Constante	-0,003 (-0,365)	-0,001 (-0,772)	-0,006 (-0,783)	0,001 (0,581)
DIV_{t-1}	-0,565*** (-15,170)	-0,470*** (-27,424)	-	-
DIV_{t-2}	-	-	-0,666*** (-18,076)	-0,556*** (-29,352)
EBIAT	0,465*** (13,681)	0,217*** (19,415)	0,541*** (15,637)	0,241*** (18,938)
Efeitos Fixos País				
Efeitos Fixos Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos Fixos Ano				
Observações	432	2082	360	1735
R^2	0,411	0,309	0,554	0,399
R^2 Ajustado	0,375	0,298	0,522	0,388
Teste F	11,355	28,587	17,314	36,462
<i>p-value</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
Estatística Durbin-Watson	2,183	2,209	1,852	1,737
SOA	0,565	0,470	0,666	0,556
TPR	82,30	46,17	81,23	43,35

Nota: *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1 %, respetivamente.
A estatística do teste t (entre parêntesis) baseia-se nos erros padrão robustos ajustados ao nível da empresa.
Variáveis: $\Delta Div_{t,t-1}$: variação entre os dividendos pagos no ano t-1 e t; $\Delta Div_{t,t-2}$: variação entre os dividendos pagos no ano t-2 e t; DIV_{t-1} : valor dos dividendos pagos no ano t-1; DIV_{t-2} : valor dos dividendos pagos no ano t-2; **EBIAT**: resultado antes de juros mas depois de impostos no ano t; **SOA** = $-\beta_1$; **TPR** = $-(\beta_2/\beta_1) \times 100$.

O SOA mede a estabilidade do pagamento de dividendos, indicando um valor de SOA elevado que a empresa ajusta os dividendos em função do seu TPR, ao invés de os manter estabilizados (Kilincarslan, 2021). Observando os resultados, é possível aferir que o SOA é mais elevado nas empresas com um nível de RSE inferior, tanto para a variação entre os anos t e t-1 ($0,565 > 0,470$), como na variação entre os anos t e t-2 ($0,666 > 0,556$), o que sugere que estas empresas ajustam o pagamento de dividendos mais rapidamente (García-Feijóo et al., 2021), tendo, assim, políticas de dividendos menos estáveis. Esta conclusão é concordante com a de Verga Matos et al. (2020), um estudo sobre estabilidade das políticas de dividendos de empresas europeias cotadas.

O TPR pode ser definido como a percentagem dos lucros de uma empresa que os gestores pretendem pagar em forma de dividendos aos acionistas (Mitchell, 2022). Um TPR elevado pode significar insustentabilidade da política de dividendos, por ser um objetivo difícil de alcançar, e um valor baixo pode significar que a empresa está a optar por investir os seus resultados em determinados projetos em vez de distribuir dividendos (Mitchell, 2022). As empresas com nível inferior de RSE apresentam um TPR mais elevado, o que pode indicar que estas empresas sofrem mais conflitos de agência.

Os acionistas não apreciam alterações no retorno dos seus investimentos, pelo que os gestores, por considerarem que uma boa relação com estes *stakeholders* e uma redução dos conflitos de agência são vitais para o bom desempenho da empresa, optam por um pagamento de dividendos mais estável. Assim, a Hipótese 3 é validada.

4.5. ANÁLISE DE ROBUSTEZ

Dado que o Reino Unido representa quase um terço da amostra (31,98%), possuindo mais do dobro de empresas do que o segundo país com mais expressão, de forma a testar a robustez dos modelos, as empresas britânicas foram retiradas da amostra.

A análise de robustez do primeiro e segundo modelos está representada nos anexos VII e VIII, respetivamente. Os valores obtidos relativamente ao primeiro modelo confirmam os resultados obtidos na análise principal, ao apresentar uma relação positiva e significativa entre a pontuação ESG e o pagamento de dividendos. Também os valores obtidos no âmbito do segundo modelo são concordantes com os obtidos na análise inicial, ao demonstrar que as empresas com níveis superiores de RSE têm políticas de dividendos mais estáveis. Deste modo, os resultados são robustos à exclusão das empresas do país com maior representação na amostra.

5. CONCLUSÕES

O presente estudo tem como principal objetivo analisar a influência que a RSE tem nas políticas de dividendos das empresas europeias cotadas, nomeadamente a nível de quantidade de dividendos pagos e estabilidade do seu pagamento, tendo, para o efeito, sido estudada uma amostra de 419 empresas durante um período de 7 anos.

As razões pelas quais as empresas investem em RSE nem sempre são claras, contudo é sabido que, para ter sucesso, as empresas têm de se reger pelos valores e operar de acordo com as normas da sociedade (Gray et al., 2009). Determinados estudos argumentam que os investimentos em RSE, ao contribuírem positivamente para a relação das empresas com as suas partes interessadas, proporcionam legitimidade às mesmas (Cao et al, 2023). Seja por preocupações com reputação e legitimidade, para reduzir conflitos de agência com os seus acionistas, para satisfazer as necessidades dos *stakeholders* devido à noção de que os mesmos são vitais para a sua operação, para cumprir a lei, por motivações puramente financeiras ou simplesmente para seguir os passos dos seus pares ou concorrentes, a realidade é que cada vez mais o tema sustentabilidade faz parte do dia-a-dia das organizações e cada vez mais organizações apostam em ser socialmente responsáveis.

Cheung et al. (2018) enunciam dois pontos de vista concorrentes relativamente à relação entre a RSE e a política de dividendos: o "canal dos resultados", que prevê uma relação positiva devido ao aumento de rendimentos proporcionado pelas atividades de RSE, e o "canal do custo do capital próprio", que defende uma relação negativa, devido ao facto de atividades de RSE poderem causar uma redução do custo do capital próprio, o que incentiva as empresas a reter lucros em detrimento de pagar dividendos.

À semelhança de Benlemlih (2019), os resultados do presente estudo demonstram que, no contexto europeu, a RSE está relacionada com pagamento de dividendos, verificando-se o "canal dos resultados" proposto por Cheung et al. (2018), o que valida a primeira hipótese enunciada. Este resultado pode significar que os acionistas confiam nos dividendos para resolver os conflitos de agência, dado que o pagamento dos mesmos dificulta a alocação, por parte da gestão, de recursos a atividades de RSE não controladas (Naeem & Khurram, 2020). É também verificado que as empresas que pagam mais dividendos têm menor dimensão, menos lucros retidos, um fluxo de caixa livre superior, um crescimento de vendas inferior e uma rendibilidade do ativo superior. Os resultados são robustos a uma modificação da amostra, tendo sido retirados os dados do país com mais expressão na mesma.

A segunda hipótese do estudo não se verifica porque as categorias Funcionários, Emissões, e Direitos Humanos apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa com o pagamento de dividendos, contudo tal não se verifica para as categorias Comunidade e Gestão.

Por fim, relativamente à estabilidade do pagamento de dividendos, foi possível concluir que as empresas com níveis mais elevados de RSE têm políticas de dividendos mais estáveis, verificando-se, à semelhança de Benlemlih (2019), a terceira hipótese do estudo. O pagamento de dividendos de forma mais estável contribui para a redução de conflitos de agência, ao minimizar a possibilidade de reações adversas por parte dos acionistas (Rakotomavo, 2012). Esta opção é também a mais segura e sustentável para uma empresa, pelo que é natural que as empresas mais preocupadas com a sustentabilidade do seu negócio escolham a opção que tem mais probabilidade de beneficiar os seus *stakeholders*.

Como principal limitação deste estudo, é possível apontar a falta de dados disponíveis, principalmente a nível da informação sobre a RSE das empresas. A falta de informação relativamente a uma determinada variável ou ano fez com que algumas empresas não pudessem ser consideradas no estudo, o que levou a que a amostra final fosse mais reduzida do que a inicialmente esperada. Por outro lado, a escassez de informação a nível de determinados indicadores financeiros levou à impossibilidade de utilizar variáveis de controlo consideradas na literatura, nomeadamente o rácio dos custos com I&D relativamente ao ativo total.

Para investigação futura, poderá ser realizado um estudo que englobe empresas dos vários continentes, com características institucionais distintas, para que o possível impacto das questões culturais na relação entre a responsabilidade social e as políticas de dividendos possa ser estudado de uma forma mais significativa. Seria também interessante que nos estudos que são realizados sobre a relação entre determinados indicadores financeiros e a RSE, fosse também analisada a relação entre o indicador e as diferentes categorias ESG e não apenas a pontuação total.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Dividend policy and the organization of capital markets. *Journal of Multinational Financial Management* 13(2), 101-121.
- Al-Hares, O., AbuGhazaleh, N. & Haddad, A. (2012). Value relevance of earnings, book value and dividends in an emerging capital market: Kuwait evidence. *Global Finance Journal* 23(3), 221-234.
- Amin, A., Chourou, L., Kamal, S., Malik, M., & Zhao, Y. (2020). It's who you know that counts: Board connectedness and CSR performance. *Journal of Corporate Finance* 64, 101662.
- Bae, K., Kang, J. & Wang, J. (2011). Employee treatment and firm leverage: A test of the stakeholder theory of capital structure. *Journal of Financial Economics* 100(1), 130–153.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics* 97, 71–86.
- Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance* 47, 114-138.
- Bhattacharya, B. & Sen, S. (2004). Doing better at doing good: When, why, and how consumers respond to corporate social initiatives. *California Management Review*, 47(1), 9–25.
- Bigelli, M., Mengoli, S. & Sandri, S. (2023). ESG score, board structure and the impact of the non-financial reporting directive on European firms. *Journal of Economics and Business*, 106133.
- Bilyay-Erdogan, S., Danisman, G. & Demir, E. (2023). ESG performance and dividend payout: A channel analysis. *Finance Research Letters* 55, 103827.
- Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management* 35(3), 97-116.
- Branco, M. & Rodrigues, L. (2006). Corporate Social Responsibility and Resource-Based Perspectives. *Journal of Business Ethics* 69, 111-132.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C. & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77(3), 483–527.
- Burlea-Schiopoiu, A. & Popa, I. (2013). *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility*. Berlin: Springer-Verlag.
- Byrne, J., & O'Connor, T. (2017). Creditor rights, culture and dividend payout policy. *Journal of Multinational Financial Management* 39, 60–77.

- Cao, S., Yao, H., & Zhang, M. (2023). CSR gap and firm performance: An organizational justice perspective. *Journal of Business Research* 158, 113692.
- Chatterji, A., Levine, D. & Toffel, M. (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility?. *Journal of Economics & Management Strategy* 18(1), 125-169,.
- Chay, J., & Suh, J. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics* 93(1), 88–107.
- Chen, J., Sun, C., Liu, J. & Huo, Y. (2020). The optimal level of corporate social responsibility based on the duopoly model. *Managerial and Decision Economics* 42(1), 177-184.
- Cheung, A., Hu, M. & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. *Accounting & Finance* 58(3), 787-816.
- Comissão das Comunidades Europeias (2001). *Livro Verde* [online]. Disponível em: https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/empl/20020416/doc05a_pt.pdf
- Comissão Europeia (2011). *Responsabilidade social das empresas: uma nova estratégia da UE para o período de 2011-2014* [online]. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0681>
- Dahiya, M., Singh, S. & Chaudhry, N. (2023). Corporate social responsibility and dividend policy in India. *Management Decision* 61.
- Davaadorj, Z. (2019). Does social capital affect dividend policy?. *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 22, 116–128.
- Denis, D. & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics* 89(1), 62–82.
- Deshmukh, S., Goel, A. & Howe, K. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation* 22(3), 440–463.
- Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, A. & Yang, Y. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review* 86(1), 59-100.
- Dowling, J. & Pfeffer, J. (1975). Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behavior. *The Pacific Sociological Review* 18(1), 122-136.
- Drempetic, S., Klein, C. & Zwergel, B. (2020). The Influence of Firm DIM on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics* 167, 333-360

- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review* 74(4), 650-659.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. & Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking and Finance* 35(9), 2388–2406.
- Falck, O. & Heblich, S. (2007). Corporate social responsibility: Doing well by doing good. *Business Horizons* 50(3), 247-254.
- Fama, E. & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics* 60(1), 3-43.
- Fernández-Guadaño, J., & Sarria-Pedroza, J. H. (2018). Impact of Corporate Social Responsibility on value creation from a stakeholder perspective. *Sustainability* 10(6), 2062.
- Fidrmuc, J. & Jacob, M. (2010). Culture, agency costs, and dividends. *Journal of Comparative Economics* 38(3), 321–339.
- Frankfurter, G. & Lane, W. (1992). The Rationality of Dividends. *International Review of Financial Analysis* 1(2), 115-129.
- Frankfurter, G. & Wood, B. (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis* 11(2), 111-138.
- Freeman, R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, MA, USA: Pitman.
- Galema, R., Plantinga, A. & Scholtens, B. (2008). The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment. *Journal of Banking & Finance* 32(12), 2646-2654.
- García-Feijóo, L., Hossain, M. & Javakhadze, D. (2021). Managerial social capital and dividend smoothing. *Journal of Corporate Finance* 66, 101811.
- Gerged, A., Kuzey, C., Uyar, A. & Karaman, A. (2023). Does investment stimulate or inhibit CSR transparency? The moderating role of CSR committee, board monitoring and CEO duality. *Journal of Business Research* 159, 113762.
- Glegg, C., Harris, O., & Ngo, T. (2018). Corporate social responsibility and the wealth gains from dividend increases. *Review of Financial Economics*, 36(2), 149-166.
- Godfrey, P. (2005). The Relationship Between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective. *The Academy of Management Review* 30(4), 777-798.
- Gras-Gil, E., Palacios Manzano, M., & Hernández Fernández, J. (2016). Investigating the relationship between corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Spain. *Business Research Quarterly*, 19(4), 289–299.

- Gray, R., Owen, D. & Adams, C. (2009). Some theories for social accounting?: A review essay and a tentative pedagogic categorisation of theorisations around social accounting. *Sustainability, Environmental Performance and Disclosures* 4, 1-54.
- Holder, M., Langrehr, F. & Hexter, J. (1998). Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management* 27(3), 73-82.
- Hong, H. & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics* 93(1), 15-36.
- Hummel, K. & Schlick, C. (2016). The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure – Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory. *Journal of Accounting and Public Policy* 35(5), 455-476.
- International Financial Reporting Standards Foundation (2021). *IFRS Foundation Trustees' Feedback Statement on proposed amendments to the IFRS Foundation's Constitution* [online]. Disponível em: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/sustainability-reporting/feedback-statement-constitution-sustainability-nov2021.pdf>
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review* 76(2), 323-329.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Jung, M., Horgen, F., Orski, S., Rodriguez, V., Beers, K., Balazs, G., Jones, T., Work, T., Brignac, K., Royer, S., Hyrenbach, K., Jensen, B. & Lynch, J. (2018). Validation of ATR FT-IR to identify polymers of plastic marine debris, including those ingested by marine organisms. *Marine Pollution Bulletin* 127, 704–716.
- Karpoff, J., Lott, J. & Wehrly, E. (2005). The Reputational Penalties for Environmental Violations: Empirical Evidence. *The Journal of Law & Economics* 48(2), 653-675.
- Kilincarslan, E. (2021). Smoothed or not smoothed: The impact of the 2008 global financial crisis on dividend stability in the UK. *Finance Research Letters* 38, 101423.
- Kim, Y., Park, M & Wier, B. (2012). Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility?. *The Accounting Review* 87(3), 761-796.
- Kong, D., Ji, M., & Zhang, F. (2022). Individual investors' dividend tax reform and corporate social responsibility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 78, 101542.
- Lee, P., Lou, A. & Cheng, T. (2013). Employee rights protection and financial performance. *Journal of Business Research* 66(10), 1861-1869.

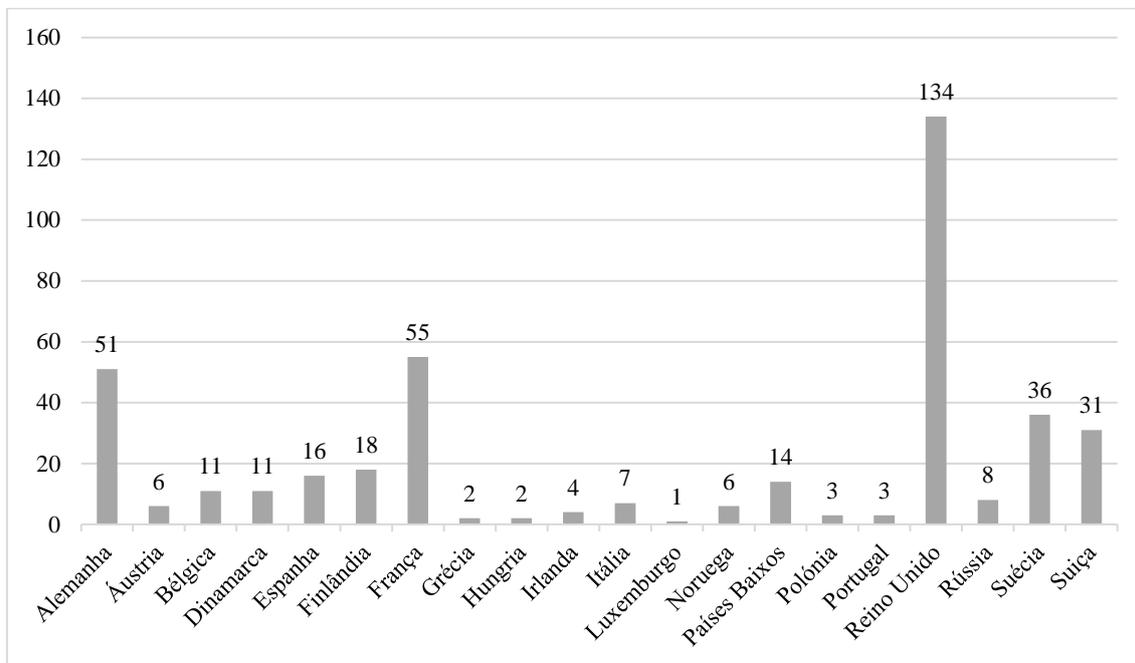
- Lee, M. & Raschke, R. (2023). Stakeholder legitimacy in firm greening and financial performance: What about greenwashing temptations?. *Journal of Business Research* 155(B), 113393.
- Leary, M. & Michaely, R. (2011). Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence. *The Review of Financial Studies* 24(10), 3197-3249.
- Li, C., & Wang, X. (2022). Local peer effects of corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance* 73, 102187.
- Li, O., Liu, H., Ni, C. & Ye, K. (2017). Individual Investors' Dividend Taxes and Corporate Payout Policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52(3), 963-990.
- Lins, K., Servaes, H. & Tamayo, A. (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance* 72(4), 1785-1823.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review* 46(2), 97-113.
- Liu, S. & Wu, D. (2016). Competing by conducting good deeds: The peer effect of corporate social responsibility. *Finance Research Letters* 16, 47-54.
- Lu, H., Oh, W., Kleffner, A. & Chang, Y. (2021). How do investors value corporate social responsibility? Market valuation and the firm specific contexts. *Journal of Business Research* 125, 14-25.
- Lyon, T. & Maxwell, J. (2011). Greenwash: Corporate Environmental Disclosure under Threat of Audit. *Journal of Economics & Management Strategy* 20(1), 3-41.
- Mitchell, C. (2022). Target Payout Ratio. *Investopedia* [online]. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/t/target-payout-ratio.asp>
- Mitnick, B. (1973). Fiduciary rationality and public policy: The theory of agency and some consequences. Paper presented at the 1973 Annual Meeting of the American Political Science Association, New Orleans, LA.
- Naeem, M., & Khurram, S. (2020). Does a CEO's culture affect dividend policy? *Finance Research Letters* 35, 101302.
- Ni, X., & Zhang, H. (2019). Mandatory corporate social responsibility disclosure and dividend payouts: evidence from a quasi-natural experiment. *Accounting & Finance* 58(5), 1581–1612.

- Nishitani, K., Unerman, J., & Kokubu, K. (2021). Motivations for voluntary corporate adoption of integrated reporting: A novel context for comparing voluntary disclosure and legitimacy theory. *Journal of Cleaner Production* 322, 129027.
- Oikonomou, I., Brooks, C. & Pavelin, S. (2012). The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis. *Financial Management* 41(2), 483-515.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. & Rynes, S. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies* 24(3), 403-441.
- Phan, D., Tran, V., Ming, T. & Le, A. (2022). Carbon risk and corporate investment: A cross-country evidence. *Finance Research Letters* 46(B), 102376.
- Preston, L. & O'Bannon, D. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis. *Business & Society* 36(4), 419-429.
- Qin, W., Liang, Q., Jiao, Y., Lu, M., & Shan, Y. (2022). Social trust and dividend payouts: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal* 72, 101726.
- Rakotomavo, M. (2012). Corporate investment in social responsibility versus dividends?. *Social Responsibility Journal* 8(2), 199–207.
- Refinitiv (2022). *Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv* [online]. Disponível em: https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf
- Renneboog, L., Horst, J. & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking and Finance* 32(9), 1723-1742.
- Ross, S. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review* 63(2), 134-139.
- Saeed, A. (2021). The impact of employee friendly practices on dividend payments: Evidence from emerging economies. *Journal of Business Research* 135, 592–605.
- Salah, O. & Amar, A. (2022). Does corporate social responsibility affect dividend policy? Empirical evidence in the French context. *Journal of Global Responsibility* 13(3), 268-289.
- Samet, M. & Jarboui, A. (2017). Corporate social responsibility and payout decisions. *Managerial Finance* 43(9), 982-998.
- Seth, R., & Mahenthiran, S. (2022). Impact of dividend payouts and corporate social responsibility on firm value – Evidence from India. *Journal of Business Research* 146, 571–581.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics* 87(3), 355-374.

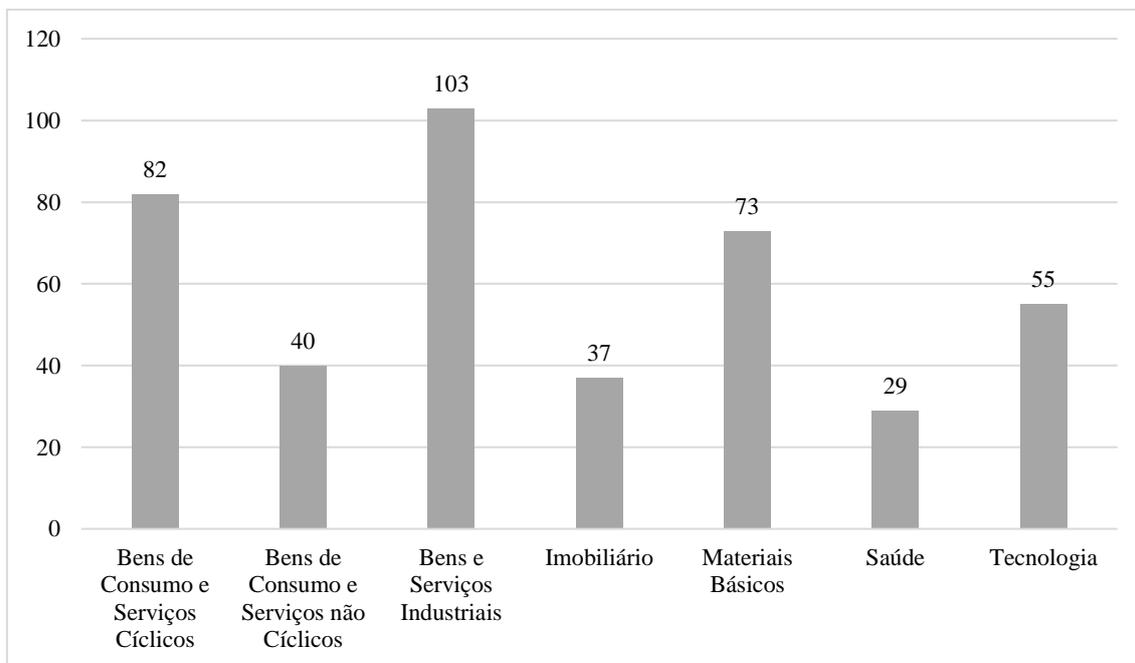
- Suchman, M. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review* 20(3), 571-610.
- Trinh, Q., Haddad, C., & Tran, K. (2022). Financial reporting quality and dividend policy: New evidence from an international level. *International Review of Financial Analysis* 80, 102026.
- United Nations (2015). *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development* [online]. Disponível em: <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N15/291/89/PDF/N1529189.pdf?OpenElement>
- Verga Matos, P., Barros, V. & Miranda Sarmento, J. (2020). Does ESG Affect the Stability of Dividend Policies in Europe?. *Sustainability* 12(21), 8804.
- Wu, X., Dluhošová, D. & Zmeškal, Z. (2023). The moderating role of a corporate life cycle with the impact of economic value-added on corporate social responsibility: Evidence from China's listed companies. *Emerging Markets Review* 55, 101021.
- Xu, J. & Huang, H. (2021). Pay more or pay less? The impact of controlling shareholders' share pledging on firms' dividend payouts. *Pacific-Basin Finance Journal* 65, 101493.
- Yang, B., Chou, H. & Zhao, J. (2020). Innovation or dividend payout: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance* 68, 180–203.
- Yang, Y. & Jiang, Y. (2023). Buyer-supplier CSR alignment and firm performance: A contingency theory perspective. *Journal of Business Research* 154, 113340.
- Ye, K. & Zhang, R. (2011). Do Lenders Value Corporate Social Responsibility? Evidence from China. *Journal of Business Ethics* 104(2), 197-206.
- Zahid, R., Taran, A., Khan, M. & Chersan, I. (2023). ESG, dividend payout policy and the moderating role of audit quality: Empirical evidence from Western Europe. *Borsa Istanbul Review* 23(2), 350-367

7. ANEXOS

Anexo I - Distribuição da Amostra por País



Anexo II - Distribuição da Amostra por Setor de Atividade



Anexo III - Subcategorias da Pontuação ESG

Pilar	Categoria	Subcategoria
Ambiental	Emissões	Emissões de Gases
		Resíduos
		Biodiversidade
		Sistemas de Gestão Ambiental
	Inovação	Inovação de Produto
		Receitas Verdes, I&D e Despesas de Capital
	Utilização de Recursos	Água
		Energia
		Embalamento Sustentável
		Cadeia de Abastecimento Ambiental
Social	Comunidade	Comunidade
	Direitos Humanos	Direitos Humanos
	Responsabilidade do Produto	Marketing Responsável
		Qualidade do Produto
		Privacidade de Dados
	Funcionários	Diversidade e Inclusão
		Desenvolvimento de Carreira e Formação
		Condições de Trabalho
Saúde e Segurança no Trabalho		
Governance	Estratégia de RSE	Estratégia de RSE
		Reporte ESG e Transparência
	Gestão	Estrutura (Independência, Diversidade, Comitês)
		Remuneração
	Acionistas	Direitos dos Acionistas
		Defesas contra <i>Takeovers</i>

Anexo IV - Ponderação das Categorias da Pontuação ESG

Pilar	Categoria	Ponderação
Ambiental	Emissões	10%
	Inovação	16%
	Utilização de Recursos	8%
Social	Comunidade	8%
	Direitos Humanos	15%
	Responsabilidade do Produto	9%
	Funcionários	10%
Governance	Estratégia de RSE	3%
	Gestão	16%
	Acionistas	5%
Total		100%

Anexo V - Correlação entre as Categorias Individuais da Pontuação ESG

	EMI	INAM	UREC	COM	DHUM	PRO	FUN	ERSE	GES	ACI
EMI	1									
INAM	0,343***	1								
UREC	0,714***	0,424***	1							
COM	0,419***	0,317***	0,494***	1						
DHUM	0,476***	0,345***	0,586***	0,522***	1					
PRO	0,360***	0,273***	0,389***	0,344***	0,381***	1				
FUN	0,653***	0,258***	0,604***	0,426***	0,411***	0,375***	1			
ERSE	0,513***	0,301***	0,527***	0,412***	0,416***	0,283***	0,417***	1		
GES	0,240***	0,135***	0,228***	0,293***	0,217***	0,140***	0,236***	0,411***	1	
ACI	0,036*	0,044**	0,059***	0,101***	0,070***	0,041**	0,100***	0,117***	0,240***	1

Nota: *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1 %, respetivamente.

Variáveis: As variáveis correspondem às pontuações das 10 categorias da pontuação ESG. EMI: Emissões; INAM: Inovação Ambiental; UREC: Utilização de Recursos; COM: Comunidade; DHUM: Direitos Humanos; PRO: Responsabilidade do Produto; FUN: Funcionários; ERSE: Estratégia de RSE; GES: Gestão; ACI: Acionistas.

A RELAÇÃO ENTRE A RESPONSABILIDADE SOCIAL EMPRESARIAL E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Anexo VI - Resultados das Regressões Lineares para as Restantes Categorias da Pontuação ESG

	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Constante	0,081*** (7,577)	0,071*** (6,697)	0,075*** (7,010)	0,078*** (7,353)	0,072*** (6,932)	0,072*** (6,673)	0,073*** (6,998)
EMI	0,000094*** (3,563)	-	-	-	-	-	-
INAM	-	-0,000005 (-0,279)	-	-	-	-	-
UREC	-	-	0,000033 (1,344)	-	-	-	-
DHUM	-	-	-	0,000065*** (3,066)	-	-	-
PRO	-	-	-	-	0,000028 (1,369)	-	-
ERSE	-	-	-	-	-	0,000006 (0,258)	-
ACI	-	-	-	-	-	-	-0,000032* (-1,646)
DIM	-0,004*** (-8,553)	-0,003*** (-7,315)	-0,004*** (-7,601)	-0,004*** (-8,348)	-0,004*** (-7,880)	-0,003*** (-7,181)	-0,003*** (-7,672)
FCVIDA	-0,005*** (-3,748)	-0,005*** (-3,614)	-0,005*** (-3,692)	-0,005*** (-3,844)	-0,005*** (-3,701)	-0,005*** (-3,616)	-0,005*** (-3,661)
FDISP	0,018** (2,454)	0,021*** (2,746)	0,020*** (2,688)	0,020*** (2,661)	0,021*** (2,831)	0,020*** (2,734)	0,020*** (2,704)
OPCR	-0,034*** (-9,574)	-0,034*** (-9,676)	-0,034*** (-9,591)	-0,034*** (-9,610)	-0,034*** (-9,637)	-0,034*** (-9,652)	-0,034*** (-9,706)
ROA	0,414*** (39,666)	0,417*** (40,054)	0,417*** (39,952)	0,417*** (40,052)	0,418*** (40,098)	0,418*** (40,072)	0,417*** (40,086)
END	0,009** (2,241)	0,009** (2,334)	0,009** (2,356)	0,009** (2,374)	0,009** (2,300)	0,009** (2,335)	0,009** (2,318)
EF País, Setor e Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	2933	2933	2933	2933	2933	2933	2933
R ²	0,512	0,509	0,510	0,511	0,510	0,509	0,510
R ² Ajustado	0,505	0,503	0,503	0,505	0,503	0,503	0,503
Teste F	79,781	79,105	79,197	79,605	79,201	79,104	79,246
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Estatística Durbin-Watson	1,990	1,996	1,996	2,003	2,000	1,997	1,995

Nota: *, **, e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

A estatística do teste t (entre parêntesis) baseia-se nos erros padrão robustos ajustados ao nível da empresa.

Variáveis: DIV: rácio entre os dividendos pagos e o ativo total; EMI: pontuação na categoria Emissões; INAM: pontuação na categoria Inovação Ambiental; UREC: pontuação na categoria Utilização de Recursos; DHUM: pontuação na categoria Direitos Humanos; PRO: pontuação na categoria Responsabilidade do Produto; ERSE: pontuação na categoria Estratégia de RSE; ACI: pontuação na categoria Acionistas; DIM: logaritmo natural do ativo total; FCVIDA: rácio entre os lucros retidos e o capital próprio; FDISP: rácio entre a rubrica "caixa e equivalentes de caixa" e o ativo total; OPCR: variação no volume de vendas entre o ano t e o ano t-1; ROA: rácio entre o resultado líquido do período e o ativo total; END: rácio entre o passivo total e o ativo total.

Anexo VII - Resultados da Análise de Robustez do Modelo 1

	DIV
Constante	0,058*** (4,925)
ESG	0,000110*** (2,629)
DIM	-0,003*** (-4,602)
FCVIDA	-0,003** (-2,157)
FDISP	-0,016* (-1,935)
OPCR	-0,035*** (-8,851)
ROA	0,429*** (33,674)
END	-0,001 (-0,175)
Efeitos Fixos País Efeitos Fixos Setor Efeitos Fixos Ano	Sim
Observações	1995
R ²	0,553
R ² Ajustado	0,544
Teste F	65,407
<i>p-value</i>	0,000
Estatística Durbin-Watson	1,903
<p>Nota: *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1 %, respetivamente.</p> <p>A estatística do teste t (entre parêntesis) baseia-se nos erros padrão robustos ajustados ao nível da empresa.</p> <p>Variáveis: <u>DIV</u>: rácio entre os dividendos pagos e o ativo total; <u>ESG</u>: pontuação ESG; <u>DIM</u>: logaritmo natural do ativo total; <u>FCVIDA</u>: rácio entre os lucros retidos e o capital próprio; <u>FDISP</u>: rácio entre o valor da rubrica “caixa e equivalentes de caixa” e o ativo total; <u>OPCR</u>: variação no volume de vendas entre o ano t e o ano t-1; <u>ROA</u>: rácio entre o resultado líquido do período e o ativo total; <u>END</u>: rácio entre o passivo total e o ativo total.</p>	

Anexo VIII - Resultados da Análise de Robustez do Modelo 2

	$\Delta Div_{t,t-1}$		$\Delta Div_{t,t-2}$	
	RSE Baixa	RSE Alta	RSE Baixa	RSE Alta
Constante	-0,003 (-0,375)	-0,001 (-0,695)	-0,004 (-0,354)	-0,005*** (-2,696)
Div_{t-1}	-0,542*** (-9,586)	-0,368*** (-21,161)	-	-
Div_{t-2}	-	-	-0,725*** (-12,002)	-0,484*** (-25,254)
EBIAT	0,428*** (9,911)	0,164*** (14,537)	0,543*** (11,659)	0,192*** (14,950)
Efeitos Fixos País				
Efeitos Fixos Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos Fixos Ano				
Observações	228	1482	190	1235
R ²	0,426	0,278	0,577	0,415
R ² Ajustado	0,362	0,263	0,521	0,400
Teste F	6,595	18,031	10,358	28,446
<i>p-value</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
Estatística Durbin-Watson	2,189	2,289	2,016	1,552
SOA	0,542	0,368	0,725	0,484
TPR	78,97	44,57	74,90	39,67

Nota: *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1 %, respetivamente.

A estatística do teste t (entre parêntesis) baseia-se nos erros padrão robustos ajustados ao nível da empresa.

Variáveis: $\Delta Div_{t,t-1}$: variação entre os dividendos pagos no ano t-1 e t; $\Delta Div_{t,t-2}$: variação entre os dividendos pagos no ano t-2 e t; Div_{t-1} : valor dos dividendos pagos no ano t-1; Div_{t-2} : valor dos dividendos pagos no ano t-2; **EBIAT**: resultado antes de juros mas depois de impostos no ano t; **SOA** = $-\beta_1$; **TPR** = $-(\beta_2/\beta_1) \times 100$.