



Encontro Internacional sobre Gestão
Empresarial e Meio Ambiente

PAGAMENTO DE DIVIDENDOS E A RESPONSABILIDADE AMBIENTAL: UM ESTUDO EMPÍRICO

FRANCISCO ISIDRO PEREIRA
Universidade Federal do Ceará
fisidro30@hotmail.com

PAGAMENTO DE DIVIDENDOS E A RESPONSABILIDADE AMBIENTAL: UM ESTUDO EMPÍRICO

RESUMO

Motivado pela importância da política de dividendos nas finanças corporativas e a crescente responsabilidade ambiental no âmbito dos negócios o estudo em epígrafe questiona se há relação entre pagamento de dividendos robustos e compromissos ambientais nas bases gerenciais das companhias com negociação na bolsa de valores brasileira que mais pagaram dividendos na janela temporal de 2013. O estudo apresenta uma forte natureza quantitativa e exploratória, mas dado a natureza da problemática há um aspecto qualitativo envolvido. Os artefatos documentais se constituíram essencialmente no campo empírico e o *setting* de pesquisa foi composto de uma amostra de 29 empresas brasileiras de capital aberto. O plano de registros de dados usufruiu de *tablets*, blocos de anotações e instrumentos computacionais. Após foram condensados em planilha de Excel dando origem as tabelas e figuras para fins de condensação e procedimentos analíticos. Ao examinar o desempenho da atuação ambiental no âmbito dos negócios das empresas que pagaram dividendos mais que o dobro do mínimo exigido em lei, os resultados indicam uma relativa aderência quanto uma possível relação entre os altos valores pagos de dividendos com os compromissos ambientais assumidos pelas organizações corporativas

Palavras chaves: política de dividendos, responsabilidade ambiental, payout, gestão ambiental

PAYMENT OF DIVIDENDS AND ENVIRONMENTAL RESPONSIBILITY : AN EMPIRICAL STUDY

ABSTRACT

Motivated by the importance of dividend policy on corporate finance and the growing environmental responsibility within the business the study referred to above questions is whether there is relationship between pay robust dividends and environmental commitments in management bases with trading companies in the Brazilian stock exchange more paid dividends in the time frame of 2013. The study shows a strong quantitative and exploratory nature, but given the nature of the problem there is a qualitative aspect involved. The documentary artifacts essentially constituted the empirical field research and the setting was composed of a sample of 20 Brazilian public companies. The plan data records benefited from tablets, notebooks and computer tools. After they were condensed into Excel spreadsheet resulting tables and figures for purposes of condensation and analytical procedures. By examining the performance of environmental activities within the business of companies that paid dividends more than double the minimum required by law, the results indicate a relative adherence as a possible relation between high paid dividends values with the environmental commitments made by organizations corporate

Key words: dividend policy, environmental responsibility, payout, environmental management

1 INTRODUÇÃO

As questões ambientais têm ganho atenção de pesquisadores, empresas, governos e consumidores em geral em virtude da escassez dos recursos naturais e das mudanças climáticas ocorridas nos últimos tempos. Ressalte que as pesquisas apontam para mudanças drásticas e colapso dos recursos ambientais, colocando em risco a sobrevivência e a qualidade de vida das gerações futuras, caso não haja práticas responsáveis que busque preservar, proteger e repor o que foi extraído do meio ambiente.

As empresas, por sua vez, principal agente econômico geradora de riquezas têm como linha condutora a obtenção de lucros para remunerar seus acionistas, melhorar seu processo operacional entre outros. Para tanto não se pode negar é um dos agentes que mais agridem o meio ambiente, seja extraindo matéria prima ou lançando resíduos poluentes, desperdícios de produtos, ou incentivo de consumo produção e consumo desenfreado muitas vezes ignorando práticas sustentáveis.

Algumas empresas já adotam práticas que revelam seu compromisso com o meio ambiente garantindo o desenvolvimento empresarial implantando programas de recuperação de meio ambiente, projetos de educação ambiental, evitando desperdícios, coletando de resíduos de forma ecológica, ações de reflorestamento, reutilizando a água, em outras palavras seu compromisso com o meio ambiental estar norteado pela gestão ambiental, definido por planejamento, objetivos e metas.

A lógica da contabilidade ambiental é uma ferramenta eficaz no processo de gestão ambiental, uma vez que ela fornece informações eficazes e precisas sobre as ações da empresa e seus impactos no patrimônio das entidades, além de ser um importante mecanismo de prestação de contas com seus envolvidos ou com a sociedade em geral. Permitindo uma visão real da empresa e de seu compromisso socioambiental. Como enfatiza, Merico (2009) a existência de alterações irreversíveis no ambiente deve ser considerada no processo de decisão a ponto de custos ambientais ser permitidos caso haja a certeza de reversibilidade ou que o custo possa ser absorvido pelas próximas gerações.

O desempenho ambiental corporativo tem sido focado na literatura, relacionando-o com o desempenho financeiro corporativo (EPA, 2000, Karlsson, 2006, Morina-Azorín et al., 2009, Iwata e Okada, 2010 e Earnhart e Lizal, 2010) e também envolvendo outros assuntos relevantes como o valor de mercado da empresa (Jacobs, Singhal e Subramian, 2008). Como extensão desta literatura, este texto foca os compromissos ambientais e a política de dividendos, sendo esta uma das maiores decisões financeiras para muitas empresas, conforme Benlemlih (2014). Desde o trabalho provocativo de Miller e Modigliani (1961), extensivas pesquisas teóricas e empíricas tem sugeridas diferentes explicações para o “quebra-cabeça” da política de dividendos: teoria da agência (Kaly, 1982), teoria do “pássaro na mão” (Gordon, 1963; Linter, 1962), teoria da sinalização (Ross, 1977) e teoria do ciclo de vida (Fama e French, 2001). A despeito das substanciais pesquisas, a questão dos dividendos está longe de ser resolvida, mesmo em ambiente americano (Shao, et al., 2010).

Motivado pela importância da política de dividendos nas finanças corporativas e a crescente responsabilidade ambiental no âmbito dos negócios o estudo em epígrafe questiona é se há relação entre pagamento de dividendos robustos e compromissos ambientais nas bases gerenciais das companhias com negociação na bolsa de valores brasileira que mais pagaram dividendos na janela temporal de 2013? O que se pretendeu foi comparar a relação entre pagamento de dividendos robustos e compromissos ambientais nas bases gerenciais das companhias brasileiras de capital aberto. Para fins desta pesquisa, compromissos ambientais está restrito ao “olhar” da companhia empresarial para a base física, química e biológica. Ou seja, para o meio ambiente natural, onde dada a sua fragilidade, os esforços financeiros empreendidos para evitar seus desequilíbrios, as empresas são recompensadas com metas de ganhos líquidos decorrentes do fluxo de receitas. Isso sugere como hipótese, que as empresas

tendem a pagar altos dividendos aos seus acionistas.

A pesquisa justifica-se em virtude da atualidade e relevância do tema, considerando que a relação sustentável empresa versus meio ambiente traz impactos positivos para todo o ecossistema, garantindo que as empresas satisfaçam seus interesses com mínimo possível de efeito colateral negativo ao meio ambiente. Além disso as informações contidas nos pagamentos de dividendos é considerado como um dos maiores problemas de finanças. Os estudos que investigam os dividendos e a política de dividendos são, em grande parte, motivados pela falta de consenso entre os resultados apresentados, quer seja pela não observação de variáveis significantes, quer seja pela utilização de diferentes métodos estatísticos (AL-NAJJAR, 2009 e SANTOS, 2015). Sob a perspectiva de contribuição prática, o estudo contribui para que os investidores tenham uma visão mais clara da política de dividendos e uma melhor interpretação quando houver variação no pagamento dos dividendos em empresas que tem compromissos ambientais. Somado a isso, o estudo contribui em nortear os investidores que priorizam as políticas de dividendos e responsabilidades ambientais como principais critérios na decisão de investimentos em ativos financeiros.

O texto se encontra assim estruturado: na seção 1 suscita o elemento motivador de estudo. Na seguinte apresenta a abordagem conceitual, teórica e fundamentação legal acerca da política de dividendo. A seção 3 trata da responsabilidade e gestão ambiental no cerne dos negócios para em seguida assinalar o ponto de vista teórico do relatório de sustentabilidade e os indicadores do *Global Reporting Initiative* (GRI). A seção 5 aborda a plataforma metodológica adotada e a 6 o enfoque analítico dos achados. Por fim a seção final traceja as considerações finais.

2. A LÓGICA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS.

Ao apurar o lucro de um determinado exercício, a diretoria da empresa deverá como distribuir o lucro. Após a constituição das reservas permitidas por lei a parcela remanescente poderá ser declarada como dividendos ou retido para aumentar os investimentos e consequentemente maximizar a riqueza de seus acionistas.

Para Assaf Neto et al. (2007) e Assaf Neto (2008), a maior complexidade na definição de uma adequada política de dividendos ocorre, fundamentalmente, no momento em que a empresa abre seu capital com reflexo de seu crescimento. Nessa nova posição, as decisões relativas aos dividendos não são mais tomadas por um reduzido (ou, muitas vezes, familiar) números de proprietários; deve-se buscar um consenso mais amplo que envolva as inúmeras e diferentes expectativas do mercado acionário. Nessa situação, ainda, em que as ações sejam negociadas por diversos investidores em Bolsa de Valores, não se verifica o relacionamento mais direto e informal entre as empresas e seus acionistas, sendo praticamente inviável o atendimento indiscriminado de todos os desejos dos proprietários (acionistas). Nesse contexto, reforça Assaf Neto e Lima (2011), tratar-se de umas das principais decisões financeiras tomadas pelas empresas ao definir uma política de distribuição de dividendos. A decisão de pagar lucros pode servir de financiamento aos acionistas, de sinalização positiva ao mercado sobre o desempenho da empresa, e também para ajustar a sua estrutura de capital.

Segundo Frankfurter e Wood (1997) esta política de distribuição de lucros está atrelada a diversos fatores como a realidade econômica, o risco do negócio, a taxa de imposto de renda, o mercado de informações assimétricas, a preferência dos investidores e aos lucros.

Entretanto, um maior entendimento da moderna política de dividendos foi iniciada com o trabalho de Lintner (1956) e obteve contribuições importantes com as discussões sobre a irrelevância dos pagamentos de dividendos para o valor da empresa, sob a perspectiva de um mercado perfeito, proposto por Miller e Modigliani (1961).

Dentre as perspectivas da política de dividendos destaca-se a Teoria da Sinalização pela qual os dividendos dão sinais sobre a qualidade dos projetos das empresas e do caixa por eles gerados no mercado de capitais, permitindo aos gestores sinalizar aos investidores o seu otimismo em relação à qualidade do projeto das empresas, ao declarar um nível sustentável de dividendos, preferencialmente elevado (SPENCE, 1973, 1974; BHATTACHARYA, 1979).

De acordo com Moreira, Tambosi Filho e Garcia (2012), os acionistas, por sua vez, têm acesso apenas às informações públicas da empresa, que podem ou não sintetizar o estágio atual da companhia. Os dividendos serviriam para atenuar essa diferença, na medida em que a política de dividendos passa informação aos acionistas. Alterações nessa política estariam relacionadas com mudanças futuras no ganho da firma. Como os acionistas detêm pouca informação acerca dessas empresas, a política de dividendos passa a ter um papel importantíssimo, pois mune o mercado de informação. Alterações na política de dividendos são traduzidas como sinais ao mercado.

No entendimento de Moreira, Tambosi Filho e Garcia (2009), a política de dividendos é tema de inúmeros estudos em virtude da sua capacidade dupla de atuar ora internamente como instrumento de desenvolvimento da empresa e ora atuando como instrumento de comunicação entre a empresa e o mercado.

Como analisa Hollanda e Coelho (2012), a política de dividendos tem sido tema de ampla investigação nas áreas econômica e financeira, já que nenhuma formulação teórica consegue sobressair às demais, estabelecendo previsibilidade de comportamento de empresas quanto à distribuição de lucros ou estabelecimento de preferência de acionistas que façam com que tal política impacte o valor da firma. Assim, não logram chegar a concordância quanto à influência da política de dividendos na avaliação da firma, como não conseguem estabelecer atributos que discriminem e prevejam políticas de dividendos. Eles insistem que a política de dividendos deve ser sempre tomada visando conciliar os interesses dos acionistas e a necessidade de investimento das empresas para promover o seu crescimento econômico contínuo. Além de ser um instrumento de transparência no sentido de emitir sinais reais para os seus acionistas.

Santos (2015) após descrever da existência de lacuna no conhecimento sobre o pagamento de dividendos como uma sinalização de variação da lucratividade das empresas destaca a não observação da normatização legal dos dividendos. As empresas de capital aberto brasileiras são obrigadas por lei a fazerem pagamento mínimo de dividendos e isso não foi levado em consideração em estudos anteriores. A Lei 6.404/76, nos artigos 201 a 205, diz que as empresas devem indicar no seu estatuto social um percentual mínimo do lucro líquido ajustado, não inferior a 25%, para o pagamento de dividendos. Na ausência, fica estabelecido um percentual mínimo de 50% desse lucro.

As empresas brasileiras também podem adotar o pagamento dos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), que gera benefício tributário para a empresa pagadora. Esta forma de remunerar os acionistas foi instituído no artigo 9º da Lei nº 9.249/95, que altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido. Para fins de imposto de renda, o JSCP é tratado como despesa financeira para a empresa enquanto que para o acionista é tratado como receita financeira. Porém, de acordo com a Deliberação CVM (Comissão de Valores Mobiliários) nº 207/1996, os JSCP são interpretados como dividendos por configurar distribuição de remuneração do capital próprio da empresa.

As referidas normas legais geram uma singularidade à política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto, fazendo necessário adequações das teorias a tais especificidades da legislação brasileira. Nesse aspecto, entende-se que ao buscar investigar a variação do pagamento de dividendos e os fatores a eles relacionados deve-se utilizar a variação do payout em conformidade ao mínimo exigido nos estatutos sociais e não apenas a variação do montante pago ou o dividendo por ação sem a devida referência à legislação. Assim, sob este assunto deve-se investigar se esses fatores estão relacionados ao pagamento de um payout mínimo, um payout acima do mínimo, denominado payout incremental, ou um payout abaixo do mínimo, denominado payout reduzido.

Porém, nos estudos sobre a política de dividendos de empresas brasileiras foi identificado que apenas Vancin (2014) investigaram os fatores relacionados ao pagamento de

dividendos utilizando a variação do payout embasado nas referidas normas. Mas, mesmo observando a singularidade normativa das empresas brasileiras, este estudo limitou-se a abordar uma única variável para os indicadores de lucro, endividamento, investimento, tamanho da empresa, liquidez, instabilidade da receita (risco) e estabilidade da política de dividendos. Dessa forma deixou lacunas tanto na investigação de outras proxies que possam dar robustez e melhores resultados, bem como na ausência indicadores tradicionais como oportunidade de crescimento, ciclo de vida, caixa, governança corporativa, recompra de ações. Além disso, nenhum estudo utilizou a teoria da sinalização sob as bases das referidas normas legais no que tange a obrigatoriedade de pagamento de dividendos mínimos. Ou seja, não foi investigado se ao pagar dividendos acima do mínimo estabelecido, ou seja, um *payout* incremental, os gestores estão enviando sinais sobre a lucratividade das empresas (SANTOS, 2015).

3 RESPONSABILIDADE E GESTÃO AMBIENTAL

A interferência do homem no meio ambiente existe desde a Pré - História, mas foi com a Revolução Industrial que as interferências humanas tornaram-se cada vez mais significativas e desordenadas em virtude da formação das cidades, aumento populacional, extração dos recursos naturais em grandes escalas, e utilização de fontes de energias não renováveis como petróleo e carvão. A globalização, por sua vez, intensificou ainda mais os problemas ambientais causando inúmeros prejuízos ao meio ambiente e à saúde humana, despertando a preocupação em diversos setores da sociedade.

Diante dos problemas ambientais que ficavam cada vez mais nítidos, cientistas, educadores e governos começaram a se articular para discutir e elaborar estratégias para enfrentamento destes problemas. Para Dias (2011b) o ano de 1968 foi o marco das discussões sobre o meio ambiente, em virtude de três encontros que tinham como objetivo discutir e traçar estratégias de enfrentamento aos problemas ambientais: a Assembleia das Nações Unidas marcou para o ano de 1972 a Conferência Mundial sobre o Meio Ambiente Humano na cidade de Estocolmo, na Suécia; surgiu o Clube de Roma, na Itália, formada por pessoas de dez países entre eles educadores, cientistas, industriais e representante do governo, cujo objetivo era entender o sistema global e promover novas iniciativas e plano de ação; e a Organização das Nações Unidas para a Educação, a Ciência e a Cultura (UNESCO) realizou a Conferência sobre a conservação e uso racional dos recursos da biosfera que originaram o Programa Homem e a Biosfera três anos depois.

Em 1987 a Comissão Mundial para o Meio Ambiente e o Desenvolvimento (CMMAD), da Assembleia das Nações Unidas divulgou o documento “Nosso Futuro Comum”, que serviu de referência para as discussões na Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, no Rio de Janeiro em 1992. Desde então o conceito de sustentabilidade foi popularizado, além de meio ambiente e desenvolvimento tornarem – se elementos intrínsecos. (DIAS, 2011a).

As empresas são as maiores responsáveis pelos dilemas ambientais, isto por que seus processos produtivos geram grandes quantidades de resíduos, consomem grandes estoques naturais e geralmente não repõem gerando a escassez destes recursos, além de muitas vezes trazerem danos à saúde humana. Por isso o desenvolvimento sustentável deve nortear suas ações auxiliando – a no alcance de seus objetivos.

Conforme Dias (2011a), a penetração de conceito de desenvolvimento sustentável no meio empresarial tem se pautado mais como um modo de empresas assumirem formas de gestão mais eficientes, como práticas identificadas com a ecoeficiência e a produção mais limpa, do que uma elevação do nível de uma consciência do empresariado em torno de uma perspectiva de um desenvolvimento econômico mais sustentável.

Queiroz *et al.* (2011), catalisa as organizações como geradoras de desenvolvimento que satisfaça às necessidades da geração presente, sem comprometer a capacidade das gerações futuras de suprir suas necessidades. Ao adotarem práticas de responsabilidade ambiental, que

minimizem e reparem seus impactos, as companhias auferem benefícios pra si que fortalecem sua imagem no mercado cada vez mais competitivos, diminuem seus custos produtivos, alavancam sua competitividade no mercado e melhoram a qualidade de seus produtos.

Para Costa (2011): uma empresa ambientalmente responsável significa engajar – se profundamente no novo jeito de ver e fazer as coisas. A integração parcial na perspectiva não se converterá em vantagem competitiva a média e longo prazo, quando muito a curto prazo poderá ocorrer melhoria na convivência social da organização com outros agentes sociais, que será dissipada com o passar do tempo, quando se tornar claro que a intenções foram somente maquiagem a realidade e não transformá-la.

O Sistema de Gestão Ambiental (SGA) torna-se o mecanismo essencial na adequação da manutenção da qualidade ambiental coletiva com os interesses das empresas, o qual permitirá um importante avanço entre estas relações. (LAYRARGUES 2000). Para Layrargues (2000), o SGA representa a estratégia empresarial para a identificação, por meio de planos e programas de caráter preventivo, das possíveis melhorias a serem feitas realizadas com o intuito de conciliar definitivamente a lucratividade empresarial com a proteção ambiental”. Sob o ângulo de Seiffert (2007) na esfera privada (organizacional), caracteriza pela forma pela qual a organização se mobiliza, interna e externamente, para a conquista da qualidade ambiental desejada. Ela consiste em um conjunto de medidas que visam ter controle sobre o impacto ambiental de uma atividade. Dessa forma para que a empresa passe a realmente trabalhar com gestão ambiental, deve, inevitavelmente, passar por uma mudança em sua cultura organizacional e empresarial; por uma revisão de seus paradigmas. Remetendo a Tinoco e Robles (2006), SGA é o sistema que inclui a estrutura organizacional, atividades de planejamento, responsabilidades, práticas, procedimentos, processos e recursos para desenvolver, implementar, atingir, analisar criticamente e manter a política ambiental. Na visão de Silva, *et al.*, (2009), gestão ambiental significa incorporar a temática ambiental ao planejamento estratégico e operacional da entidade, compatibilizando os objetivos ambientais com os demais objetivos d organização, incluindo o econômico. Tal processo deve estabelecer as atividades a serem desenvolvidas, os objetivos e a sequência de tais atividades, assim como os responsáveis pela sua execução. Conforme Queiroz *et al.* (2011), a SGA oferece ordem e consistência para os esforços organizacionais no atendimento às preocupações ambientais através de alocações de recursos, definição de responsabilidade, avaliação corrente das práticas, procedimentos e processo. O principal objetivo do SGA é auxiliar as organizações no alcance de um desempenho ambiental satisfatório, dando importância as questões ambientais na tomada de decisões, nas políticas, e nos planos de ações da empresa. (SILVA, *et al.*, 2009). Ferreira (2011) acrescenta que o objetivo maior da gestão ambiental deve ser o de propiciar benefícios à empresa que superem, anulem, ou diminuam os custos das degradações, causadas pelas demais atividades da empresa.

Infelizmente, a consciência ecológica nem sempre é a razão principal das empresas implantarem SGA. Geralmente, veem na questão ambiental uma oportunidade de alavancarem seus negócios e fortalecer a sua imagem. Outro fator pelo qual as empresas adotam o SGA é apenas para cumprir com a legislação ambiental e estarem livres de multas e processos movidas por órgãos fiscalizadores. Adotam, desta forma, ações de caráter corretivo, nem sempre reparando e compensando os danos ambientais causados, enquanto deveriam adotar ações de caráter de prevenção em todos os seus processos.

Conforme Dias (2011b), no Brasil, há uma disparidade muito grande de comportamento no âmbito empresarial no que diz respeito às questões ambientais. Enquanto algumas organizações demonstram grande preocupação com essa questão, outras não a veem como significativa para ser incluída no seu planejamento estratégico. Além disso, a preocupação revelada por muitas empresas pode ter várias origens, não se constituindo num aumento de consciência ecológica, ou em maior envolvimento quanto a sustentabilidade.

4 RELATÓRIO DE SUSTENTABILIDADE E *GLOBAL REPORTING INITIATIVE* (GRI)

Diante do cenário ambiental, as empresas são cada vez mais instigadas a dar transparência de suas ações de responsabilidade ambiental. Diversos são os interessados nas ações das organizações, entre eles governos e *stakeholders*. O instrumento mais eficiente neste processo de comunicação entre as empresas e os atores da sociedade são através de relatórios sustentáveis.

Na percepção de Gasparino e Ribeiro (2007), discute-se o verdadeiro papel das empresas, não apenas como agente de desenvolvimento econômico de um país, mas também como agente de desenvolvimento social, desse modo a responsabilidade social assume diversas formas, entre as quais se assumem projetos filantrópicos e educacionais, planejamento da comunidade, equidade nas oportunidades de emprego, serviços sociais em geral, de conformidade com o interesse público e também a preocupação com o meio ambiente e o desenvolvimento sustentável.

Conforme Sousa e Lopes (2010), entre as iniciativas que apresentam a sociedade ações empresariais que legitimem a emergência destas novas premissas sociais encontra-se a publicação de relatórios sustentáveis. Estes documentos reportam [...] iniciativas socialmente responsáveis adotadas pela as empresas no intuito de reduzirem os impactos sociais, ambientais e econômicos gerados por suas operações. Nesses relatórios constam inúmeros indicadores de sustentabilidade.

O Relatório de Sustentabilidade é definido como “um demonstrativo que visa a apresentação de informações acerca da interação da empresa com o meio que se encontra inserida”. (CARVALHO; SIQUEIRA, 2007). Estes relatórios têm como objetivo apoiar as questões de sustentabilidade das empresas, tornarem público os riscos e oportunidades, construir uma imagem transparente das empresas, além de atenderem os anseios da sociedade no sentido das empresas demonstrarem suas ações ambientais. (CAMPOS, *et al.*, 2013).

Devido a necessidade de homogeneizar e melhorar as informações dos relatórios de sustentabilidade, surgiu em 1997 a *Global Reporting Initiative* (GRI), uma organização sem fins lucrativos, com o objetivo de contribuir na melhoria dos relatórios de sustentabilidade e estimular a adoção de indicadores com maior qualidade, rigor e aplicação global para tornar tal prática mais harmonizada internacionalmente (OLIVEIRA, *et al.*, 2014).

A GRI busca satisfazer uma necessidade de uma comunicação clara e transparente, em um âmbito global de compartilhamento de estruturas de conceitos apresentados por uma linguagem coerente por meio de uma estrutura confiável (SOUZA e LOPES, 2010). Permitindo que estas estruturas possam ser implantadas em qualquer empresa que se disponha a elaborar o seu relatório de sustentabilidade. As diretrizes da GRI revelam importantes contribuições, oferecendo uma informação abrangente e, por ser um modelo consolidado internacionalmente, oferece as bases para uma maior comparabilidade das informações. (CARVALHO e SIQUEIRA, 2007). A missão da GRI é fazer com que os relatórios de sustentabilidade tenham a mesma importância e qualidade dos relatórios financeiros, criar e aperfeiçoar as diretrizes econômicas, sociais e ambientais, ser uma instituição global permanente na administração das diretrizes formuladas. (CAMPOS *et al.* 2013).

As diretrizes foram sendo melhoradas ao longo destes anos visando ampliar a qualidade, aplicabilidade, padronização e credibilidade dos relatórios divulgados, além de estimular o grau de exigência e de confiança destes relatórios. (OLIVEIRA *et al.* 2014).

O modelo proposto pelo o GRI está centrado em três indicadores de desempenho: a) indicadores de desempenho econômico, b) indicadores de desempenho social e c) indicadores de desempenho ambiental. Limitou-se neste estudos somente os indicadores ambientais, em função da natureza da pesquisa.

A organização deve informar, com base nas diretrizes do GRI, qual forma de gestão ambiental em relação a: materiais, energia, água, biodiversidade, emissões, efluentes e resíduos, produtos e serviços, conformidade, transporte e geral. Os indicadores ainda são classificados em essenciais ou em adicionais.

5 BASES METODOLÓGICAS PROCEDIDAS

O estudo apresenta uma forte natureza quantitativa e exploratória. Não obstante, dado o caráter da questão problema há um aspecto qualitativo envolvido. Conforme Minayo (2001) a diferença entre qualitativo-quantitativo é de natureza. Enquanto cientistas sociais que trabalham com estatística apreendem dos fenômenos apenas a região “visível, ecológica, morfológica e concreta”, a abordagem qualitativa aprofunda-se no mundo dos significados das ações e relações humanas, um lado não perceptível e não captável em equações, médias e estatísticas. (grifos originais)

O universo considerado é todas as empresas brasileiras de capital aberto com negociação na Bolsa de Valores. Como se está tentando medir a relação entre duas variáveis restringe-se a uma amostra de 29 empresas em três categorias: 1) as que mais distribuíram dividendos em relação ao seu patrimônio líquido; 2) as que mais aumentaram o pagamento de dividendos e 3) os maiores pagamentos de dividendos em relação ao preço das ações. Atributos estes em consonância a conteúdo do Anuário Melhores & Maiores 2014.

Dentre os instrumentos de coleta de dados foi utilizada essencialmente a observação. Esta na opinião de Moura, Ferreira e Paine (2011), pode ser considerada como uma técnica de se colher impressões e registros sobre um fenômeno, através do contato direto com as pessoas a serem observadas ou através de instrumentos auxiliares. Tais instrumentos auxiliares constituíram no campo empírico do estudo, ou seja, o *site* da Bolsa de Valores brasileira, mídia impressa especializada, relatório anuais, relatórios de sustentabilidade e os demonstrativos contábeis.

O acesso *on line* na Bolsa de Valores de São Paulo, permitiu identificar o setor de atuação das empresas, identificar o lucro líquido referente ao ano de 2012 e 2013 a fim de constatar seus resultados financeiros, coletar as notas explicativas e o relatório de administração disponíveis no *link* “relatórios financeiros” com o objetivo de identificar a base de cálculo dos dividendos, os valores de dividendos intermediários pagos e os valores proposto, referentes a 2013, além de recolher as informações de caráter ambientais que por ventura estejam evidenciados. A segunda etapa foi acessar no *site* das empresas da amostra o qual por meio do *link* “sustentabilidade” ou “relação com investidores”, foi capturado os relatórios de sustentabilidade com o objetivo de analisar se estes relatórios seguem o padrão do GRI, além de identificar se as empresas publicaram balanço social referente a 2013 evidenciando suas despesas e/ou investimentos relativos ao meio ambiente.

Na terceira etapa, após o levantamento de dados quanto o lucro líquido, o *payout*, elementos de publicidade dos artefatos documentais: balanço social e relatório de sustentabilidade, foi procedida a classificação da amostra quanto a robustez dos dividendos, sendo este enquadrado na categoria de pagamento de dividendo mais do que o dobro do dividendo mínimo constante em lei, constituindo assim em uma subamostra. As empresas integrantes desta, foram submetidas a uma análise de seu desempenho no Guia Exame de Sustentabilidade 2014, na dimensão ambiental, que avalia o compromisso com a preservação ambiental, com medidas como gestão de uso de água e de emissão de resíduos.

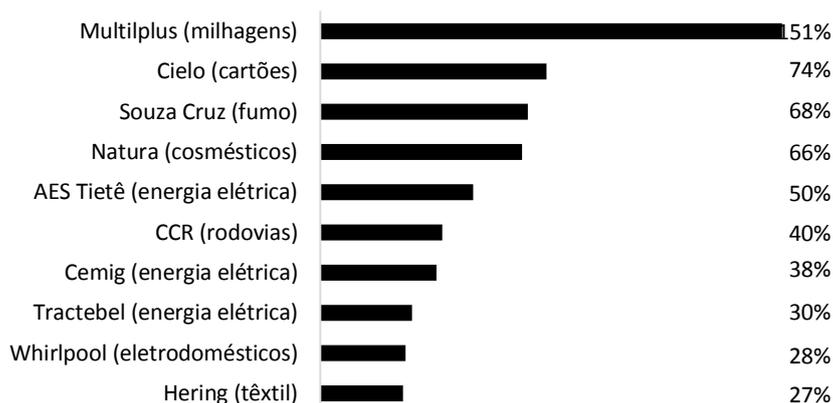
Os dados obtidos na pesquisa foram condensados em planilha de *Excel*, elencando os dados coletados por empresa dando origem às tabelas e figuras para fins de condensação e procedimentos analíticos.

6 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A amostra se constituiu de 29 empresas onde, 34,6% é do setor de energia, 11,54% do segmento de serviços, 7,69% do varejo e o percentual de 3,85% igualmente dos segmentos têxtil, de telecomunicação, eletroeletrônica, siderurgia/metallurgia e indústria da construção civil.

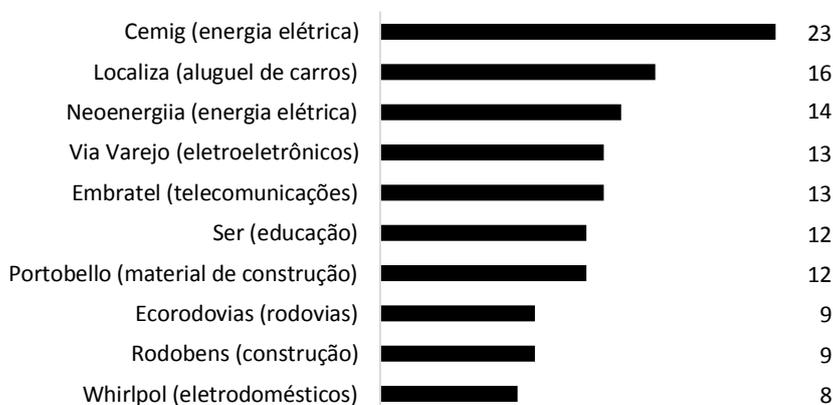
As Figuras 1, 2 e 3 resgatam o perfil característico por qual motivo a amostra do estudo foi selecionada.

Figura 1 – As empresas que mais distribuíram dividendos em 2013 em relação ao seu patrimônio líquido



Fonte: Exame Melhores & Maiores, 2014

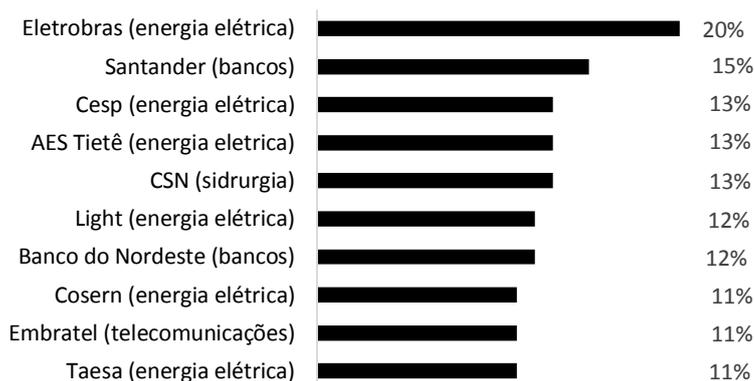
Figura 2 – As companhias que mais aumentaram o pagamento de dividendos em 2013



Fonte: Exame Melhores & Maiores, 2014

A pesquisa analisou o lucro líquido auferido pelas empresas em 2013, no sentido de constatar o resultado financeiro como exposto na Tabela 3. Os valores encontrados demonstraram que 14% da amostra apresentaram lucro líquido, no período, superior a 2 bilhões de reais enquanto 72% das empresas apresentaram lucro líquido, inferior a 1 bilhão de reais. Observou-se também a variação do lucro líquido de 2013 em relação ao ano de 2012. Os resultados encontrados evidenciaram que cerca 39% das empresas auferiram em 2013 lucro líquido inferior ao obtido no ano anterior.

Figura 3 – Os maiores pagamentos de dividendos em relação ao preço das ações das empresas



Fonte: Exame Melhores & Maiores, 2014

Tabela 3- Análise do Lucro Líquido de 2013

Lucro Líquido	Quantidades de Empresas	%
Até 1 bilhão	21	72
De 1 bilhão a 2 bilhões	4	14
Acima de 2 bilhões	4	14

Fonte: Pesquisa de campo.

A Tabela 4 explicita o *payout* definido na política de dividendo de cada empresa. Primeiramente analisou-se os percentuais mínimos de remuneração aos acionistas através de dividendos. Os resultados encontrados demonstraram que 66% das empresas declararam que a remuneração mínima aos seus acionistas é pelo menos 25% do Lucro Líquido Ajustado (LLA), enquanto 3% das empresas adotam como política de dividendo no mínimo a metade do LLA apurado no exercício.

Tabela 4 - Análise do percentual do Dividendo Mínimo obrigatório

Dividendo Mínimo	Quantidades de Empresas	%
25%	19	66
30%	2	7
35%	1	3
40%	6	21
50%	1	4
Total	29	100

Fonte: Pesquisa de campo

A Tabela 5 expõe os percentuais de empresas cujos dos fluxos de dividendos compuseram a saída de caixa em 2013. Conforme os resultados apreendidos, 65% das empresas em estudo remuneraram seus acionistas por meio de dividendos “generosos”: 31% maior que o mínimo e 34% configuraram mais que o dobro do dividendo mínimo. Os resultados demonstraram também que 24% declararam dividendos referente a 2013 valores menor que o seu mínimo obrigatório, isto em função destas empresa terem adotado maior preferência por

remunerar seus acionistas a título de Juros sobre Capital Próprio.

Tabela 5 - Análise de Dividendo declarado referente ano de 2013 x Dividendo Mínimo

Variáveis	Quantidades Empresas	% de Empresas
Menor que o mínimo	7	24
Igual ao mínimo	3	10
Maior que o mínimo	9	31
Mais que o dobro	10	34
Total	29	100

Fonte: Pesquisa de campo

Identificou-se que das 29 companhias, 10 delas apresentaram *payout* com valores superiores a 50% do LLA. Por outro lado um quantitativo de igual número de empresas, perfazendo um percentual de 34,1%, não ultrapassaram o *payout* mínimo constante em lei. Os resultados foram obtidos através do levantamento de todos os dividendos pagos de forma intercalar no decorrer de 2013 somado aos dividendos proposto dividido pelo lucro líquido do período em análise. O objetivo foi constatar quanto do lucro líquido foi destinado para distribuição de dividendos.

Tabela 6 - Análise do Dividendo total de 2013/Lucro Líquido

Variáveis	Quantidades de Empresas	%
Até 25%	10	34,5
De 26,1% a 50%	9	31,0
Acima de 50%	10	34,5
Total	29	100

Fonte: Pesquisa de campo

Os achados revelaram que 13 empresas da amostra publicaram relatório de sustentabilidade evidenciando informações de responsabilidade socioambiental. 55% não tornaram pública as suas ações sustentáveis como expõe a Tabela 7.

Tabela 7 - Análise da Publicação de Balanço Social

Variáveis	Quantidade de Empresas	%
Publicaram	13	45
Não Publicaram	16	55
Total	29	100

Fonte: Pesquisa de campo

O Balanço Social referente ao exercício de 2013 foram contempladas por 43% das empresas. Elas evidenciaram este tipo de demonstração em seu Relatório de Sustentabilidade, exceto duas empresas que divulgaram em seu Relatório de Administração.

Do segmento de empresas, 10 divulgaram o Relatório de Sustentabilidade com base nas Diretrizes do *Global Reporting Initiative* – (GRI). A Tabela 8 demonstra a classificação do referido artefato documental.

Uma análise da Tabela 8, fica evidente o tipo de relatório de sustentabilidade de maior aderência: a publicação na versão GRI G3.1. Dentre os relatórios dessa versão o nível de reporte aos indicadores propostos alcançados pela maioria das empresa foi o nível A+. Enquanto para a versão GRI G4 todas as empresas que publicaram seus relatórios declararam ter alcançado o nível Abrangente.

Tabela 8 - Análise do Relatório de Sustentabilidade das empresas 2013

Empresas	Tipo de Relatório	Nível de Reporte
NEOENERGIA	GRI G3	C
CEMIG	GRI G3.1	A+
CCR	GRI G3.1	A+
ECORODOVIAS	GRI G3.1	A+
AES TIÊTE	GRI G3.1	B+
CIELO	GRI G3.1	B+
AMBEV	GRI G3.1	C
MUTIPLUS	GRI G3.1	C
CIA.HERING	GRI G4	ABRANGENTE
NATURA	GRI G4	ABRANGENTE
RENNER	GRI G4	ABRANGENTE
TRACTEBEL	GRI G4	ABRANGENTE
BNB	GRI G3.1	B
CONSER	GRI G3.1	B
ELETROBRAS	GRI G3.1	B+
SANTANDER	GRI G4	ABRANGENTE
VIA VAREJO	GRI G3	B+
LIGTH	GRI G4	ABRANGENTE

Fonte: Relatório de Sustentabilidade das empresas.

Ao deter nos valores evidenciados pelas empresas como investimento ou custo ambiental no item indicadores ambientais constantes no balanço social, foi registrado que das 12 empresas que divulgaram tal demonstrativo social, duas não evidenciaram valores dispendidos com investimentos ou custos ambientais. De acordo com a Tabela 9. 54% da amostra informaram o equivalente em até 1% de sua receita líquida apurada no encerramento de 2013 e pouco mais de 15% das empresas evidenciaram valores equivalentes a mais de 50% de suas receitas líquidas de igual período. O mesmo percentual foi igualmente distribuído entre as que aportaram recursos em uma faixa de 1,1% a 50% da receita líquida e as que nada aplicaram.

Ao confrontar as empresas que configuraram a subamostra das que pagaram mais do que o dobro do dividendo mínimo exigido em lei, com o seu desempenho na dimensão ambiental o qual catalisa a gestão de água, biodiversidade, resíduos, mudanças climáticas (incluindo gestão de energia), avaliado e compondo o Guia Exame de Sustentabilidade 2014, a Tabela 10 identifica as empresas, seus desempenhos mensurados, o tipo de relatório de sustentabilidade e o nível de reporte. O que merece inferir é uma correlação nada desprezível da interface entre os pagamentos robustos de dividendos e o desempenho de responsabilidade ambiental.

Tabela 9 - Análise do investimentos e custos ambientais evidenciados nos Balanços sociais

Variáveis	Quantidades Empresas	%
Até 1% da Receita Líq.	7	54

De 1,1% a 50% da Receita Líq.	2	15
Acima de 50% da Receita Líq.	2	15
Não tem investimento ambiental	2	15
Total	13	100

Fonte: Pesquisa de campo

Tabela 10 – Pagamento de dividendos robustos versus responsabilidade ambiental

Empresas	Desempenho de Dimensão Ambiental	Tipo de Relatório	Nível de Reporte
AES Tiete	86,5	GRI G3.1	B+
Natura	82,4	GRI G4	ABRANGENTE
Ecorodovias	75,1	GRI G3.1	A+
CCR	72,8	GRI G3.1	A+
Light	71,6	GRI G4	ABRANGENTE

Fonte: Pesquisa de campo

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo delineou como questão norteadora se há relação entre pagamento de dividendos robustos e compromissos ambientais nas bases gerenciais das companhias com negociação na bolsa de valores brasileira que mais pagaram dividendos no espaço temporal de 2013. Foi constituída uma amostra de 29 empresas com base em três categorias das maiores pagadoras de dividendos. As empresas integrantes da amostra atuam, em sua maioria, em atividades que exigem alta intervenção no meio ambiente e no consumo significativo quantidades de recursos naturais como, por exemplo, geração e distribuição de energia elétrica, transporte e exploração de rodovias e no setor de vestuário e calçados.

Os dados obtidos indicam que mais da metade das empresas deste estudo adotam como política de dividendos um valor acima do percentual de 25% do lucro líquido ajustado, o mínimo permitido pela Lei das Sociedades por Ações.

Os resultados sugerem ainda que as empresas demonstram assumir um compromisso ambiental. Uma destas ações que tornam este compromisso evidente é a publicação do relatório de sustentabilidade com base nos padrões internacionais da GRI referente ao ano de 2013. Ressalte que 6 empresas publicaram seus relatórios com base no GRI 4, versão mais atual existente. Embora seja uma quantidade insignificante, é sem dúvidas um avanço importante, se levar em consideração que não existe uma obrigatoriedade da publicação deste relatório no Brasil. Entende-se então como uma ação voluntária, motivado por objetivos diversos por parte das empresas. Configura-se uma prestação de contas com seus investidores, governo, organizações sem fins lucrativos e sociedade em geral que estão cada vez mais atentas e exigentes a postura mais sustentável por parte das organizações. O relatório de sustentabilidade publicado pelas empresas em estudo tem como ponto comum destacar suas benfeitorias em seus processos operacionais, projetos sociais/ambientais e em alguns casos relatar os resultados alcançados como redução da poluição, redução no consumo dos recursos naturais, tratamento dos resíduos, entre outros.

Ao examinar o desempenho da atuação ambiental no âmbito dos negócios das empresas que pagaram dividendos mais que o dobro do mínimo exigido em lei, os resultados indicam uma relativa aderência quanto uma possível relação entre os altos valores pagos de dividendos com os compromissos ambientais assumidos pelas organizações corporativas. É um achado interessante principalmente se levar em conta o cenário de uma economia emergente. E isso suscita despendar mais esforços investigativos no tocante a ampliação da amostra e a janela temporal.

REFERÊNCIAS

AL-NAJJAR, B. Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26 Iss 3, 2009.

ASSAF NETO, A., AMBROZINI, M. A. e LIMA, F. G., *Dividendos: teoria e prática*. Ribeirão Preto, SP: Inside Books, 2007.

ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ASSAF NETO, A. e LIMA, F. G. *Curso de administração financeira*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BENLEMLIH, M. Why do socially responsible firms pay more dividends? *Thesis*. Grenoble University, apr.2014.

BERNARDO, H. P., IKEDA, A. A.. O enigma dos dividendos e o risco sistemático. *Blumenal*, v. 9, n. 1, p. 104-120, jan./mar. 2013. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/9666/o-enigma-dos-dividendos-e-o-riscosistemático>. Acessado em: 20 de jan. 2015.

BATTACHARYA, S. Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘The Bird in the Hand Fallacy’. *Bell Journal of Economics* 10, 1979.

CAMPOS, L. M. de S.. *et al.*, Relatório da sustentabilidade: perfil das organizações brasileiras e estrangeiras segundo o padrão da Global Reporting Initiative. São Carlos, v. 20, n. 4, 2013. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/gp/v20n4/aop_gp0954_ao.pdf>. Acessado em 21 jan. 2015.

CARNEIRO, J. E. Análise das informações Ambientais evidenciadas nas demonstrações Contábeis das Empresas Petroquímicas Brasileiras listadas na Bovespa. 2007. *Monografia* (Graduação em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração, Atuarias e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará Fortaleza, 2007.

CARVALHO, F. de M., SIQUEIRA, J. R. M. de. Análise da Utilização de Indicadores Essenciais da Global Reporting Initiative nos Relatórios Sociais e Empresas Latino-Americanas. Rio de Janeiro, v. 9, n. 38, 2007. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/pensarcontabil/article/view/113>>. Acessado em 22 jan. 2015.

DIAS, R. *Gestão Ambiental*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2011a.

DIAS, R. *Gestão Ambiental: responsabilidade social e sustentabilidade*. São Paulo: Atlas, 2011b.

EARNHART, D. e LIZAL, L. The effect of corporate environmental performance on financial outcomes – profits, revenues, and costs: evidence from the Czech transition economy. *Working Papers*, DRUID, Copenhagen Business School, Department of Industrial Economics and Strategy/Aalborg University, Department of Business Studies, DRUID, 2010.

EPA. *Green dividends? The relationship between firms environmental performance and financial performance*. may,2000.

FAMA, E. F. e FRENCH, K. R., Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, n. 60, 2001.

FERREIRA, A. C. de S. *Contabilidade ambiental: uma informação para o desenvolvimento sustentável*. São Paulo: Atlas,2011.

FRANKFURTER, G. M. e WOOD, B. G. Jr. The Evolution of Corporate Dividend Policy *Journal of Financial Education* , v. 23, 1997.

GASPARINO, M. F. e RIBEIRO, M. de S. Análise dos Relatórios de Sustentabilidade, com ênfase na GRI: comparação entre empresas de papel e celulose dos EUA e do Brasil. São Paulo, v. 1, n. 1, p. 102-115, jan./abr. 2007. Disponível em: <<http://revistargsa.org/rgsa/article/view/18/8>>. Acessado em 22 jan. 2015.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*. n. 18, 1963

HOLANDA, A. P. e COELHO, A. C. D. Dividendos e o Efeito Clientela. São Paulo, v. 52, n. 4, p. 448-463, jul/ago. 2012. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/7910/dividendos-e-efeito-clientela--evidencias-no-mercado-brasileiro>>. Acessado em: 20 jan. 2015.

IWATA, H. e OKADA, K. How does environmental performance affect financial performance? Evidence from Japanese manufacturing firms. *MPRA Paper n° 27721*. Faculty of Socio-Environmental Studies, Fukuoka Institute of Tecnology, Japan, Graduate School of Economics, Kyoto University, Japan, Dec.2010.

JACOBS, B. W., SINGHAL, V. R. e SUBRAMANIAN, R. An empirical investigation of environmental performance and the Market value of the firm. *SSRN*, nov.2008.

KALAY, A. Signaling information content and the reluctance to cut dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n. 15, 1980.

KARLSSON, M. The link between corporate environmental and finance performance: a study on scandinavian firms. *Master's Thesis in Finance*. Stockholm School of Economics, 2006

LAYRARGUES, P. P. Sistemas de Gerenciamento ambiental, tecnologia limpa e consumidor verde: a delicada relação empresa – meio ambiente no eco capitalismo. São Paulo, v. 40, n. 2, abr./jun. 2000. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v40n2/v40n2a09> >. Acessado em 08 mar. 2015.

LINTNER, J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, v. 46 no. 2, 1956.

LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, n. 64, 1962.

MERICO L.F. K. *Economia e sustentabilidade: o que é, como faz*. 2 ed. São Paulo: Loyola, 2009.

MILLER, M. MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of business*. v. 34, 1961.

MINAYO, M. C. S. Ciência, técnica e arte: o desafio da pesquisa social. In: MINAYO, Maria. C. S (Org.). *Pesquisa social: teoria, método e criatividade*. Petrópolis, RJ: Vozes, 2001.

MOREIRA, L. M. F. TAMBOSI FILHO, E. GARCIA, F. G. Dividendo e informação assimétrica: análise do novo mercado. São Paulo, v. 47, n. 4, p. 671-682, out./nov./dez. 2012. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rausp/v47n4/a12v47n4.pdf>>. Acessado em: 16 de jan. 2015.

MOREIRA, L. M. F. TAMBOSI FILHO, E. GARCIA, F. G. Propensão a pagar dividendos no Brasil. Blumenau, v. 14, n. 2, p. 31–51, abr./Jun. 2009. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/5641/propensao-a-pagar-dividendos-no-brasil>>. Acessado em: 20 de jan. 2015.

MORINA-AZORÍN, J. F., CLAVER-CORTÉS, E., PEREIRA-MOLINER, J. e TARÍ, J. J. Environmental practices and firm performance: na empirical analysis in the Spanish hotel Industry. *Journal of Cleaner Production*. n. 17, 2009.

MOURA, M.L.S.; FERREIRA, M.C.; PAINE, P. A. Manual de elaboração de projetos de pesquisa. Rio de Janeiro: EdUERJ, 2011.

OLIVEIRA FILHO, M. L. de. A auditoria ambiental como ferramenta de apoio para o desempenho empresarial e a preservação do meio ambiente: uma abordagem contábil e gerencial em indústrias químicas. *Dissertação* (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

OLIVEIRA, M. de A. S.. *et al.*, Relatório de Sustentabilidade segundo a *Global Reporting Initiative* (GRI): uma análise de correspondência entre os setores econômicos brasileiros. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/prod/v24n2/aop_t6_0009_0635.pdf>. Acessado em 21 jan. 2015.

QUEIROZ, A. P. de. et al. Gestão ambiental e desenvolvimento sustentável. In: BRAGA, C. Contabilidade Ambiental: Ferramenta para a Gestão da Sustentabilidade. São Paulo: Atlas, 2011.

ROSS, S., Determination of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*, n. 8, 1977.

SAO, L., CHUCK, C. Y. K., GUEDHAMI, O., National culture and dividend policy. *Journal*

of International Business Studies. n. 41, 2010.

SANTOS, J. F. dos. Política de Dividendos e a Teoria da Sinalização: uma investigação sobre os fatores relacionados ao pagamento do *payout* incremental e a lucratividade das empresas. Projeto de Pesquisa. Recife: UFPE/CCSA/DCA, abr. 2015.

SCHERE, L. M. MARTINS, E. Manutenção de capital e distribuição de dividendos. Curitiba, v. 6, n. 2, p. 65-83, maio/dez. 2003. Disponível em: http://www.unifae.br/publicacoes/pdf/revista_da_fae/fae_v6_n2/06_Luciano%20e%20Elis.pdf. Acessado em: 13 jan. 2015.

SEIFFERT, M. E. B. *Gestão ambiental: instrumentos, esfera de ação e educação ambiental*. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVA, F. R. C. da. *et al.*, A auditoria ambiental como instrumento gerencial de apoio à preservação do meio ambiente. Rio de Janeiro, v. 4, n. 2, jul./dez. 2009. Disponível em: <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/ufrj/article/viewFile/767/776>. Acessado em 08 mar. 2015.

SOUZA, R. B. LOPES, P. da C. Indicadores da sustentabilidade em simulações de negócios: uma proposição no contexto do jogo de empresas SEE. Fortaleza, v. 8, n. 2, p. 7-18, jul./dez. 2010. Disponível em: <http://www.contextus.ufc.br/index.php/contextus/article/view/264/91>. Acessado em 21 jan.2015.

SPENCE, A. M. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 83, n. 3, 1973.

SPENCE, A. M. *Market signaling: informational transfer in hiring and related screening processes*. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1974.

TINOCO, J. E. P. ROBLES, L. T. A contabilidade da gestão ambiental e sua dimensão para a transparência empresarial: estudo de caso de quatro empresas brasileiras com atuação global. Rio de Janeiro, v. 40, n. 6, p. 1077-1096, nov./dez. 2006.

VANCIN, D. F. Dividendos: a vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto. *Dissertação* (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2014