



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ – UFC**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E**  
**CONTABILIDADE – FEAAC**

**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E**  
**CONTROLADORIA**  
**MESTRADO ACADÊMICO**

ALAN DIÓGENES GÓIS

**REPUTAÇÃO CORPORATIVA: CONSTRUCTOS E IMPLICAÇÕES PARA A**  
**CRIAÇÃO DE VALOR**

FORTALEZA

2015

ALAN DIÓGENES GÓIS

**REPUTAÇÃO CORPORATIVA: CONSTRUCTOS E IMPLICAÇÕES PARA A  
CRIAÇÃO DE VALOR**

Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Administração e Controladoria.

Orientadora: Profa. Márcia Martins Mendes De Luca,  
Dra.

FORTALEZA

2015

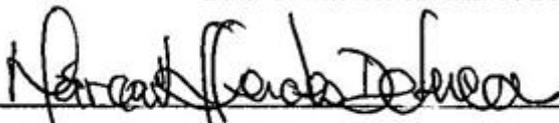
ALAN DIÓGENES GÓIS

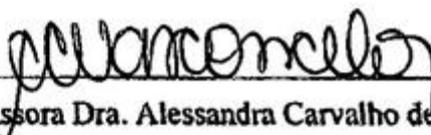
**REPUTAÇÃO CORPORATIVA: CONSTRUCTOS E IMPLICAÇÕES PARA A CRIAÇÃO DE VALOR**

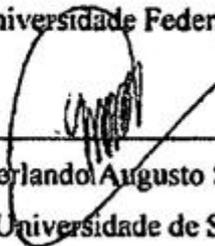
Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, da Universidade Federal do Ceará, como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Administração e Controladoria.

Aprovada em 21/01/2015

**BANCA EXAMINADORA**

  
\_\_\_\_\_  
Professora Dra. Márcia Martins Mendes De Luca (Orientadora)  
Universidade Federal do Ceará

  
\_\_\_\_\_  
Professora Dra. Alessandra Carvalho de Vasconcelos  
Universidade Federal do Ceará

  
\_\_\_\_\_  
Professor Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima  
Universidade de São Paulo

## AGRADECIMENTOS

A Deus por me dar a vida e me proporcionar diversos momentos de alegria, por me dar suporte nos momentos difíceis e por realizar os meus sonhos.

Aos meus pais, Maria José e Marcilon José, pela educação, pelo amor, pela lição de vida, pelo suporte e pelo apoio na realização dos meus sonhos. Amo vocês!

Às minhas irmãs, Ilana e Alana, pelo carinho e apoio, e em especial à minha irmã Diana, por ser a conselheira, a segunda mãe, e pelo apoio incondicional, pois sem você eu não estaria aqui!

Aos meus familiares, que comemoram a cada vitória minha e torcem para que outras sejam alcançadas.

A minha orientadora e professora Márcia De Luca, por ser fonte de inspiração, pelos conselhos, ensinamentos e orientações que me engrandeceram, e por me apoiar na realização de um sonho.

À professora Alessandra Vasconcelos, por um conselho dado na graduação, por ter sido a minha orientadora na graduação, pelos primeiros ensinamentos da vida acadêmica, por participar da Banca Examinadora e pelas valiosas contribuições no desenvolvimento da pesquisa.

Ao professor Gerlando Lima, por participar da Banca Examinadora, pelas valiosas contribuições no desenvolvimento da pesquisa e pelo suporte nos testes estatísticos.

Aos meus amigos de graduação e agora da vida (Annelise Gadelha, Debora Cardoso, Elias Antônio, Emanuel Mamede, Fátima Cristina, Jônatas Pessoa, Lahis Muriel, Mariana Ferreira e Whelber Lemos), pelo companheirismo, pelos momentos felizes, por todas as nossas confraternizações, pelas nossas brincadeiras. Vocês são a minha segunda família “negada”.

Aos meus amigos José Glauber e Paulo Parente, pela grande amizade, por me ajudar no processo seletivo do mestrado, pelo auxílio na vida acadêmica e por toda a torcida que me deram.

Aos outros amigos, que em algum momento me ajudaram, proporcionando momentos felizes, e que torcem sempre pelo meu sucesso. Em especial: Ilze Paris, Thalita Calfope, Tatiana Aquino, Rosiane Oliveira, Franciane Monteiro e Hannower Monteiro.

A todos os professores e funcionários do Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria (PPAC) pela atenção e apoio.

À Universidade Federal do Ceará (UFC), à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) e à Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade (FEAAC) pelo apoio acadêmico.

*A reader lives a thousand lives before he dies.*

*The man who never reads lives only one.*

George R. R. Martin

## RESUMO

A reputação corporativa pode ser entendida pela reunião das diversas perspectivas que os *stakeholders* possuem da empresa atribuindo-lhe a característica de um recurso estratégico capaz de gerar visibilidade, credibilidade e valor para as organizações que a possuem, com suporte na Teoria da Sinalização e na Visão Baseada em Recursos. Por sua vez, a literatura (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; DUNBAR; SCHWALBACH, 2000; ROBERTS; DOWLING, 2002; BRITO, 2005; SÁNCHEZ; SOTORRÍO, 2007; HORIUCHI, 2010; THOMAZ; BRITO, 2010; CARDOSO *et al.*, 2013; TISCHER; HILDEBRANDT, 2013) versa que quanto maior for a reputação corporativa, maior é a capacidade da empresa de criar valor aos seus acionistas e produzir desempenho superior em relação aos seus concorrentes. Nesse contexto, o presente estudo tem o objetivo de investigar a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor nas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para tanto, considera-se que a reputação corporativa é construída a partir da percepção do mercado (*stakeholders*), com base nos seguintes sinais emitidos pelas empresas: *disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização e reputação do diretor executivo (gestão) e do acionista majoritário (controle). O estudo se justifica na medida em que busca contribuir para a ampliação da discussão sobre a temática reputação corporativa. Além disso, apresenta diferencial por discutir aspectos da construção da reputação corporativa e os seus reflexos nas organizações. Trata-se de uma pesquisa descritiva, de natureza quantitativa, utilizando-se o procedimento documental, no qual foram aplicados os testes estatísticos: Análise Fatorial, Teste de Correlação, Regressão Linear Múltipla e Teste de Diferenças entre Médias. Para a análise dos sinais construtivos da reputação corporativa foi analisado o período de 2010 a 2012, a reputação corporativa se refere ao exercício de 2012 e a criação de valor leva em conta o exercício de 2013. Por meio da Análise Fatorial, foi construído o fator reputação corporativa composto pelos sinais: *disclosure* socioambiental, inovação, internacionalização e reputação do acionista majoritário. O Teste de Correlação permitiu validar a reputação corporativa por sinais (gerada pela Análise Fatorial), pois apresentou relação positiva e significativa com a reputação corporativa por *rankings*. Com a execução da Regressão Linear Múltipla, pode-se verificar que a reputação corporativa por sinais influencia positivamente a criação de valor (MVA e EVA); e, a reputação corporativa por *rankings* está relacionada positivamente com a criação de valor na perspectiva de mercado (MVA). Além disso, verificou-se que a intangibilidade e a oportunidade de crescimento colaboram na criação de valor (MVA e EVA) e o tamanho da empresa favorece a criação de valor somente quando é analisado em conjunto com a reputação corporativa por sinais. A realização do Teste de Diferenças entre Médias apontou que as empresas com reputação corporativa criam maior valor aos acionistas considerando a perspectiva de mercado (MVA). Portanto, conclui-se que, considerando a amostra do estudo, a reputação corporativa é um recurso estratégico gerado por meio de sinais emitidos ao mercado, conforme a Teoria da Sinalização, que, quando percebidos pelos diversos *stakeholders*, reflete em vantagem competitiva, sendo capaz de influenciar na criação de valor das empresas, de acordo com os preceitos da Visão Baseada em Recursos.

**Palavras-chave:** Reputação corporativa. Criação de valor. Teoria da Sinalização. Teoria da Visão Baseada em Recursos.

## ABSTRACT

The corporate reputation can be understood by the combination of different perspectives that stakeholders have of the company, giving it the character of a strategic resource capable of generating visibility, credibility and value to organizations that have it with support in the Signaling Theory and in Resource-Based View). In turn, the literature (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; DUNBAR; SCHWALBACH, 2000; ROBERTS; DOWLING, 2002; BRITO, 2005; SÁNCHEZ; SOTORRÍO, 2007; HORIUCHI, 2010; THOMAZ; BRITO, 2010; CARDOSO *et al.*, 2013; TISCHER; HILDEBRANDT, 2013) reasons that the bigger the corporate reputation, the greater company's capacity to create value for its shareholders and produce superior performance compared to its competitors. In this context, the present study aims to investigate the relationship between corporate reputation and value creation in public companies listed on the BM&FBovespa. Thus, it is considered that corporate reputation is built from the perception of the market (stakeholders), based on the following signals emitted by the companies: socio-environmental disclosure, adoption of best practices of corporate governance, innovation, internationalization and reputation of the CEO (management) and the majority shareholder (control). The study is justified because it seeks to contribute to the expansion of the discussion on the topic corporate reputation. In addition, it provides differential for discuss aspects of building of corporate reputation and its impact on organizations. This is a descriptive research, of quantitative nature, using the documentary procedure, in which statistical tests were applied Factor Analysis, Correlation Test, Multiple Linear Regression and Differences between Means Test. For the analysis of constructive signs of corporate reputation was analyzed the period 2010 to 2012, corporate reputation refers to the year 2012 and the creation of value to the year 2013. Through Factor Analysis, it was created a corporate reputation factor composed by signals: socio-environmental disclosure, innovation, internationalization and reputation of the majority shareholder. The correlation test allowed validating corporate reputation by signals (generated by Factor Analysis), it showed a positive and significant relationship with the corporate reputation by rankings. By means the Multiple Linear Regression, it can be verified that the corporate reputation by signals positively influences the value creation (MVA and EVA); and corporate reputation by rankings is positively related with the value creation in the market perspective (MVA). In addition, it was found that the intangibility and the growth opportunity collaborate on value creation (MVA and EVA) and the firm size favors the value creation only when it is analyzed together with the corporate reputation by signals. The realization of the Differences between Means Test showed that companies with corporate reputation create greater value its shareholders considering the market perspective (MVA). Therefore, it is concluded that, considering the study sample, corporate reputation is a strategic resource generated by signals emitted to the market according to Signaling Theory, which, when it is perceived by various stakeholders, reflect in competitive advantage, and able to influence in the value creation of the companies, according to the precepts of the Resource-Based View.

**Keywords:** Corporate Reputation. Value Creation. Signaling Theory. Resource-Based View Theory.

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DISC – *Disclosure* socioambiental

END – Endividamento

EVA<sup>®</sup> - *Economic Value Added*

Fator\_REP – Reputação corporativa por sinais

GOV – Governança Corporativa

GRI – Grau de Intangibilidade

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

INOV – Inovação

INTER – Internacionalização

KMO - Estatística Kayser-Meyer-Olkin

Merco - *Monitor Empresarial de Reputación Corporativa*

MVA<sup>®</sup> - *Market Value Added*

OECD - *Organization for Economic Co-operation and Development*

QTobin – Oportunidade de crescimento (Q de Tobin)

RAM – Reputação do Acionista Majoritário

RDE – Reputação do Diretor Executivo

REP – Reputação corporativa por *rankings*

TAM – Tamanho da empresa

VBR – Visão baseada em recursos

VIF - *Variance Inflation Factor*

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Áreas do conhecimento e os conceitos de reputação corporativa .....	17
Quadro 2 – Índice de reputação do diretor executivo.....	57
Quadro 3 – Variáveis que compõem a reputação corporativa.....	58
Quadro 4 – Variáveis que compõem o custo de capital próprio.....	63
Quadro 5 – Variáveis da pesquisa .....	64
Quadro 6 – Testes estatísticos, objetivos e resultados.....	112
Quadro 7 – Hipóteses de pesquisa.....	113

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da amostra por setor de atuação da BM&FBovespa.....	52
Tabela 2 – Composição da amostra por segmento de listagem da BM&FBovespa.....	53
Tabela 3 – Categorias e indicadores de <i>disclosure</i> socioambiental divulgados pelas empresas .....	70
Tabela 4 – Questões do grau de adoção de melhores práticas de governança corporativa .....	75
Tabela 5 – Matriz de correlações.....	89
Tabela 6 – Estatística KMO e teste de esfericidade de Bartlett.....	89
Tabela 7 – Matriz anti-imagem .....	90
Tabela 8 – Comunalidades .....	91
Tabela 9 – Variância explicada .....	91
Tabela 10 – Matriz de correlações sem a variável RDE.....	92
Tabela 11 – Estatística KMO e teste de esfericidade de Bartlett, excluindo a variável RDE ..	93
Tabela 12 – Matriz anti-imagem .....	93
Tabela 13 – Comunalidades .....	94
Tabela 14 – Variância explicada .....	94
Tabela 15 – Matriz de componente .....	95
Tabela 16 – Matriz de correlações sem as variáveis RDE e GOV .....	95
Tabela 17 – Estatística KMO e teste de esfericidade de Bartlett sem as variáveis RDE e GOV .....	96
Tabela 18 – Matriz anti-imagem .....	97
Tabela 19 – Comunalidades .....	97
Tabela 20 – Variância explicada .....	98
Tabela 21 – Teste de normalidade de Shapiro-Francia .....	100
Tabela 22 – Correlação de Pearson .....	100
Tabela 23 – Estatística descritiva .....	101

Tabela 24 – Regressão Linear Múltipla.....	102
Tabela 25 – Teste de normalidade de Shapiro-Francia .....	104
Tabela 26 – <i>Variance Inflation Factor</i> .....	104
Tabela 27 – Correlação de Pearson .....	105
Tabela 28 – Teste de Breusch-Pagan.....	106
Tabela 29 – Regressão Linear Múltipla robusta pelos mínimos quadrados ponderados.....	106
Tabela 30 – Teste de normalidade de Shapiro-Francia .....	110
Tabela 31 – Estatística descritiva dos dados dos dois grupos de empresas.....	110
Tabela 32 – Teste de amostras independentes.....	111

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo Teórico da pesquisa .....	50
Figura 2 – Tratamento dos dados da pesquisa .....	69
Figura 3 – <i>Disclosure</i> socioambiental das empresas, por setor econômico (2010-2012) .....	73
Figura 4 – Adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas, por setor econômico (2010-2012).....	77
Figura 5 – Adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas, por segmento de listagem (2010-2012) .....	78
Figura 6 – Representatividade e composição dos ativos intangíveis de inovação .....	79
Figura 7 – Ativos Intangíveis de Inovação das empresas, por setor econômico .....	80
Figura 8 – Internacionalização das empresas, por setor econômico.....	82
Figura 9 – Aspectos que compõem a reputação do acionista majoritário .....	84
Figura 10 – Reputação do diretor executivo das empresas, por setor econômico.....	85
Figura 11 – Reputação do acionista majoritário das empresas, por setor econômico .....	87
Figura 12 – Reputação do acionista majoritário das empresas, por setor econômico, exceto o setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis .....	88
Figura 13 – Modelo Teórico após os resultados.....	113

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	<b>16</b>
1.1. Contextualização.....	16
1.2. Problema, Hipótese e Objetivo da Pesquisa.....	21
1.3. Breve descrição metodológica.....	22
1.4. Justificativa da pesquisa .....	23
1.5. Estrutura do trabalho .....	24
<b>2. REVISÃO DA LITERATURA</b> .....	<b>26</b>
2.1. Teorias relacionadas à Reputação Corporativa .....	26
2.2. Sinais Construtivos da Reputação Corporativa .....	30
2.2.1. <i>Disclosure</i> Socioambiental .....	30
2.2.2. Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa .....	33
2.2.3. Inovação .....	35
2.2.4. Internacionalização .....	38
2.2.5. Reputação do diretor executivo e do acionista majoritário.....	41
2.3. Reputação Corporativa e Criação de Valor.....	43
2.4. Modelo Teórico da Pesquisa .....	47
<b>3. MÉTODO DE PESQUISA</b> .....	<b>51</b>
3.1. Tipologia da Pesquisa.....	51
3.2. População e Amostra da Pesquisa.....	51
3.3. Coleta e Operacionalização dos Dados .....	54
3.3.1. Variáveis da pesquisa.....	55
3.3.2. Tratamento dos dados .....	65
<b>4. RESULTADOS DA PESQUISA</b> .....	<b>70</b>
4.1. Análise descritiva dos sinais que compõem a reputação corporativa.....	70
4.1.1. <i>Disclosure</i> socioambiental.....	70
4.1.2. Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa .....	74
4.1.3. Inovação.....	79
4.1.4. Internacionalização .....	81
4.1.5. Reputação do Diretor Executivo e do Acionista Majoritário .....	83
4.1.5.1. Diretor Executivo .....	83
4.1.5.2. Acionista Majoritário .....	86
4.2. Análise fatorial dos sinais da reputação corporativa .....	88
4.3. Análise da correlação entre a reputação corporativa por sinais e a reputação corporativa por <i>rankings</i> .....	99
4.4. Análise da influência da reputação corporativa na criação de valor .....	101

<b>4.5. Semelhanças e divergências na criação de valor em empresas com e sem reputação corporativa .....</b>	<b>109</b>
<b>4.6. Síntese dos resultados.....</b>	<b>112</b>
<b>5. CONCLUSÃO .....</b>	<b>114</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>120</b>
<b>APÊNDICE .....</b>	<b>138</b>

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1. Contextualização

Em um ambiente de competitividade no mercado e maior exigência dos consumidores, torna-se cada vez mais difícil para as empresas maximizar os resultados e a riqueza da organização. Para tanto, as empresas recorrem a diversas atitudes capazes de as diferenciarem das demais, seja por meio da inovação, seja pela adoção de melhores práticas de governança e/ou de práticas socioambientais, dentre outras. Essas ações têm o intuito de atingir os diversos *stakeholders*, pois são estes que atribuirão, por intermédio de experiências diretas e/ou indiretas, características distintas às empresas, tornando-as diferentes uma das outras (GOTSI; WILSON, 2001; EINHORN, 2005; CASTRO; LÓPEZ, 2006; DALMÁCIO, 2009). Nesse contexto, a disponibilização de informações de maior qualidade pelas empresas reduz a assimetria informacional (BERGH; GIBBONS, 2011) e pode ser considerada como uma das principais ferramentas utilizadas para se fazer perceber pelos *stakeholders*.

Com base na teoria da sinalização, essas informações são denominadas de sinais que, segundo Spence (1973), representam atividades ou atributos que, planejados ou acidentais, alteram crenças ou transmitem informações para outros, sendo uma fonte de comunicação confiável para os *stakeholders* (SPENCE, 2002). Destarte, a teoria da sinalização trata sobre a transparência, em que os sinais emitidos pelas empresas buscam reduzir a assimetria informacional, conduzindo a uma credibilidade para as empresas.

A emissão de sinais pelas empresas, ao longo do tempo, é convertida em determinado prestígio dado pelos *stakeholders* por meio de suas percepções, constituindo-se na sua reputação corporativa (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; THOMAZ; BRITO, 2010).

De acordo com Gotsi e Wilson (2001), a reputação corporativa é multidisciplinar, sendo que cada área do conhecimento apresenta um conceito de reputação corporativa. Desse modo, pode-se dizer que não há conceito conclusivo e universalmente aceito sobre a temática (GOTSI; WILSON, 2001). O Quadro 1 apresenta os conceitos de reputação corporativa por área do conhecimento, segundo Fombrun e Van Riel (1997).

Quadro 1 – Áreas do conhecimento e os conceitos de reputação corporativa

Área do conhecimento	Conceito de Reputação Corporativa
Economia	Indícios ou sinais que descrevem o provável comportamento de uma empresa em uma determinada situação.
Estratégia	Atributos intangíveis de uma empresa, difíceis de serem imitados, adquiridos ou substituídos pela concorrência e, assim, criam barreiras de acesso que lhe traz vantagens competitivas sustentáveis.
Contabilidade	Atributos intangíveis que são difíceis de mensurar, mas criam valor para as empresas.
<i>Marketing</i>	Associações corporativas que os indivíduos fazem ao nome da empresa.
Comunicação	Sinais derivados dos relacionamentos que a empresa desenvolve com seus diversos públicos.
Teoria das organizações	Representações cognitivas de uma empresa desenvolvidas à medida que os <i>stakeholders</i> compreendem as atividades da empresa.
Sociologia	Construções sociais derivadas das relações que as empresas estabelecem com seus <i>stakeholders</i> no ambiente institucional e de onde derivam os <i>rankings</i> de reputação.

Fonte: Adaptado de Fombrun e Van Riel (1997).

Nesse contexto, o estudo do conceito da reputação corporativa pode ser dividido em três tipos de abordagem: ativo, avaliação e percepção. Barnett, Jermier e Lafferty (2006) explicam que:

- i) a reputação é um ativo, sendo este um dos ativos intangíveis das organizações;
- ii) a reputação consiste em um produto da avaliação moral dos *stakeholders*; e
- iii) a reputação surge a partir da percepção dos *stakeholders*, mais especificamente dos clientes das empresas.

Destaca-se que, no presente estudo, considera-se a reputação corporativa sob a abordagem de um ativo.

Uma das dificuldades em definir reputação corporativa se relaciona com a associação desta com os construtos de imagem e identidade (MONTARDO; CARVALHO, 2012). Chun (2005) afirma que a imagem e a identidade são partes integrantes da reputação, correspondendo às perspectivas dos *stakeholders* externos e internos. Por sua vez, Markwick

e Fill (1997) definem a imagem corporativa como o conjunto da percepção dos *stakeholders* do modo como uma empresa se apresenta. A identidade corporativa é representada pelas manifestações concretas, geralmente visuais, da realidade das empresas, incluindo nomes, marcas, símbolos e, mais importante, a visão da empresa (ARGENTI; FORMAN, 2002).

Davies *et al.* (2003) defendem que a reputação corporativa é constituída por meio da soma da imagem corporativa e da identidade corporativa, sendo esse somatório o conjunto das percepções internas e externas, respectivamente. E, quanto mais próxima estiver a imagem da identidade, melhor será a reputação corporativa (HATCH; SCHULTZ, 1997).

Em outras palavras, Zabala *et al.* (2005) definem a reputação como o prestígio ou o reconhecimento dos *stakeholders* de que uma empresa executa boas práticas em sua gestão de recursos. Já para Barnett, Jermier e Lafferty (2006), a reputação se refere aos julgamentos coletivos dos observadores sobre uma empresa com base em avaliações dos impactos financeiros, sociais e ambientais atribuídos a uma empresa ao longo do tempo. Para Roberts e Dowling (2002), a reputação corporativa consiste no conjunto de atributos organizacionais, desenvolvidos ao longo do tempo, que influencia a forma como os *stakeholders* percebem a empresa com boa conduta corporativa.

Devido a essa diversidade de abordagens e conceitos, a reputação, também, pode ser explicada por meio de diversas teorias, sendo as principais a Teoria da Sinalização e a Visão Baseada em Recursos (VBR). Pela Teoria da Sinalização, a reputação corporativa é percebida pelos *stakeholders* por meio dos diferentes sinais que estas emitem (SPENCE, 1973; TOMS, 2002; BERGH *et al.*, 2010; WALKER, 2010). Por sua vez, para a VBR, a reputação é um recurso estratégico que cria heterogeneidade, gera valor, é difícil de ser duplicada, comprada ou transferida (TOMS, 2002; BERGH *et al.*, 2010; RINDOVA; WILLIAMSON; PETKOVA, 2010). No contexto dos preceitos da VBR, Barney (1991) assevera que a inserção de uma estratégia empresarial diferente das estratégias praticadas pela concorrência e incapaz de ser repetida, gera uma vantagem competitiva e cria valor aos acionistas. Destarte, a reputação corporativa é fonte de vantagem competitiva e criação de valor, mensurado por meio de diversos indicadores empresariais (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; HALL, 1993; ROBERTS; DOWLING, 2002; THOMAZ; BRITO, 2010; CAIXETA *et al.*, 2011).

Dessa forma, considerando a importância que o tema reputação corporativa tem para as empresas, para fins desse estudo, a reputação corporativa reúne as diversas perspectivas que os *stakeholders* possuem da empresa (com suporte na teoria da sinalização),

atribuindo-lhe a característica de um recurso estratégico capaz de gerar visibilidade, credibilidade e valor para as organizações que a possuem (sob os preceitos da VBR).

Caruana (1997) argumenta que a reputação corporativa não está somente relacionada a um bom desempenho da organização, devendo-se assim, ampliar o conjunto de atributos para a sua avaliação. Segundo Montardo e Carvalho (2012, p. 173), “determinar a medida da reputação corporativa é um desafio, pois esta depende do mapeamento de vários fatores que influenciam a percepção dos *stakeholders* de uma organização”.

Nessa perspectiva, o *Reputation Institute* criou o RepTrak, que mensura a reputação corporativa por meio de sete dimensões: desempenho; produtos e serviços; inovação; ambiente de trabalho; governança; cidadania (sustentabilidade); e liderança (REPUTATION INSTITUTE, 2014). Cravens, Oliver e Ramamoorti (2003) desenvolveram um índice de reputação corporativa que verifica nove componentes: produtos e serviços; empregados; relações externas; inovação; criação de valor; força financeira; estratégia; cultura; e passivos intangíveis. Ressalta-se, ainda, o estudo de Fombrun (2007) que compilou as temáticas mais abordadas nos *rankings* de reputação ao redor do mundo: lugar de trabalho, cidadania, desempenho, liderança, inovação, governança e produtos.

A pesquisa de Fombrun (2007) aponta no Brasil oito *rankings* de reputação, a saber: As empresas mais admiradas, da revista Carta Capital; as 500 melhores empresas, da revista Exame; o Guia de boa cidadania corporativa, da revista Exame; As melhores empresas para as mulheres trabalhar no Brasil, da revista Exame; As melhores empresas para trabalhar no Brasil, da revista Exame; As marcas mais valiosas do Brasil, da revista IstoÉ Dinheiro; e As 50 melhores empresas para executivos no Brasil, da revista Você S/A. Outros *rankings* surgiram no país como: Os proprietários do Brasil, do Instituto MAIS e EITA; As melhores empresas do Brasil, da revista Época Negócios; As melhores empresas para você trabalhar, da revista Você S/A; As empresas com melhor reputação no Brasil, da revista Exame; As multinacionais brasileiras com maior presença lá fora, da Fundação Dom Cabral; e As empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa, da revista Exame.

As medidas de reputação e suas relações com atributos empresariais têm sido apresentadas pela literatura de diversas formas. Identificam-se vários estudos que investigaram a relação de determinado atributo (sinal) com algum aspecto de mensuração da reputação corporativa, destacando-se dentre esses sinais: o desempenho empresarial (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; ROBERTS; DOWLING, 2002; CARDOSO *et al.*, 2013); o *disclosure* socioambiental (MACHADO FILHO; ZYMBERSZTAJN, 2004; CRUZ; LIMA,

2010; ALMEIDA-SANTOS *et al.*, 2012); a governança corporativa (GORGA; 2004; NARDI; NAKAO, 2008; DALMÁCIO, 2009; OLIVEIRA NETO, 2010); a inovação (ZABALA *et al.*, 2005; TEH; KAYO; KIMURA, 2008; JIMÉNEZ-JIMÉNEZ; SANZ-VALLE, 2011), a reputação do diretor executivo da empresa (HALL *et al.*, 2004; NIAP; TAYLOR, 2012) e a internacionalização (BURT; SPARKS, 2002; ZYGLIDOPOULOS, 2004; CASSANO *et al.*, 2013).

Destarte, com base na literatura, o presente estudo adota como sinais construtivos da reputação corporativa: o *disclosure* socioambiental, a adoção de melhores práticas de governança corporativa, a inovação, a internacionalização e a reputação do diretor executivo e do acionista majoritário.

Quanto ao primeiro sinal, ou seja, o *disclosure* socioambiental, vale mencionar que os *stakeholders* pressionam cada vez mais as empresas a divulgarem informações sobre o cariz sustentável de suas atividades (ALMEIDA-SANTOS *et al.*, 2012), e quanto mais ações sustentáveis são realizadas pelas organizações e seus resultados forem evidenciados, mais bem vistas são essas empresas (ROVER *et al.*, 2008; CRUZ; LIMA, 2010; MICHELON, 2011).

A adoção de melhores práticas de governança corporativa, segundo sinal considerado no estudo, tem o intuito de reduzir as possíveis ações oportunistas por parte dos gestores e acionistas controladores (SILVA; NARDI; PIMENTA JUNIOR, 2012), assegurando, assim, o bem-estar de todos os *stakeholders* envolvidos com as empresas – principalmente os investidores. Dessa forma, a partir da adoção de boas práticas de governança, surge o sentimento de confiança que desencadeia a reputação corporativa (GORGA; 2004; NARDI; NAKAO, 2008; DALMÁCIO, 2009; OLIVEIRA NETO, 2010).

No que tange ao terceiro sinal, destaca-se que as empresas investem em inovação com o objetivo de auferir vantagem competitiva e como consequência a criação de valor (TEH; KAYO; KIMURA, 2008; JIMÉNEZ-JIMÉNEZ; SANZ-VALLE, 2011; SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2013). Desse modo, a inovação busca destacar as empresas perante as demais, e quando os investimentos em inovação são concretizados, as empresas se tornam atrativas por conseguir criar valor (TEH; KAYO; KIMURA, 2008).

Ainda sob a perspectiva de obter vantagem competitiva, as empresas chegam a um ponto em que o mercado doméstico não é suficiente para as suas atividades. Por conseguinte, a eficiência em outros mercados pode proporcionar retornos superiores (STAL, 2010;

MACHADO; CARVALHO, 2013; SPERS; WRIGHT, 2013). Portanto, assim como a inovação, a internacionalização é uma das estratégias das empresas que gera prestígio quando bem sucedida, sendo, portanto, considerada como sinal nesse estudo.

O último sinal construtivo da reputação corporativa objeto do presente estudo, é a reputação do diretor executivo e do acionista majoritário, respectivamente, representada pela combinação complexa das mais importantes características pessoais e realizações, assim como pelo comportamento demonstrado e imagens projetadas, apresentadas durante algum período de tempo (HOCHWARTER *et al.*, 2007). Essa reputação serve para reduzir a incerteza em relação ao comportamento futuro esperado do indivíduo ou entidade, sendo tal definição atrelada ao conceito de confiança (HALL *et al.*, 2004). Assim, os gestores e os acionistas com melhor reputação tendem a garantir credibilidade às empresas, tornando-as distintas no mercado.

Destarte, considerando todos esses sinais de forma positiva, a empresa obtém prestígio e cria valor a partir do sucesso das suas estratégias, diferenciando-se das demais. Para tanto, importa a evidenciação do resultado desses sinais, na medida em que os *stakeholders* os utilizam para perceber e avaliar as empresas, gerando um ativo intangível para a organização, no caso, a reputação corporativa.

## **1.2. Problema, Hipótese e Objetivo da Pesquisa**

Levando em conta a definição de reputação corporativa na abordagem de ativo intangível e dos sinais que a compõem no presente estudo, apresentam-se os seguintes questionamentos: i) Quais sinais influenciam na construção da reputação corporativa?; e ii) Qual a importância da reputação corporativa na criação de valor nas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa?

A partir desses questionamentos e com base nas recomendações da literatura (FOMBRUN, 2007; NARDI; NAKAO, 2008; DALMÁCIO, 2009; CRUZ; LIMA, 2010; KHAUAJA; TOLEDO; 2011; MICHELON, 2011), apresentam-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H<sub>1</sub>: Os sinais considerados no estudo, *disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização, reputação do diretor executivo e do acionista majoritário, constroem a reputação corporativa; e

H<sub>2</sub>: A reputação corporativa influencia positivamente a criação de valor das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa.

O objetivo geral deste estudo, portanto, consiste em investigar a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor nas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para o alcance do objetivo geral, apresentam-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Descrever o perfil das empresas com reputação corporativa;
- b) Analisar a associação entre os sinais construtivos da reputação corporativa considerados no estudo;
- c) Verificar a relação entre a reputação corporativa mensurada por *rankings* e a reputação corporativa mensurada pelos sinais.
- d) Inquirir semelhanças e diferenças entre as empresas com e sem reputação corporativa quanto à criação de valor.

### **1.3. Breve descrição metodológica**

Quanto aos procedimentos metodológicos, este estudo se classifica como quantitativo, assumindo um caráter descritivo quanto aos seus objetivos. Para a sua consecução, são utilizados os procedimentos de pesquisa documental.

Os dados das empresas da amostra referentes aos sinais construtivos da reputação corporativa são coletados dos Relatórios Anuais e/ou de Sustentabilidade, e Estatutos Sociais, obtidos nos *sites* institucionais das empresas; Formulários de Referência, Demonstrações Financeiras Padronizadas e Notas Explicativas, ambos encontrados no *site* da BM&FBovespa, referentes aos exercícios findo em 31/12/2010, 31/12/2011 e 31/12/2012; e no portal eletrônico da Revista Exame e do Jornal Valor Econômico. Para identificar a reputação corporativa das empresas são utilizados sete *rankings* de reputação (As melhores empresas do Brasil, da revista Época Negócios; As melhores empresas para você trabalhar, da revista Você

S/A; As empresas com melhor reputação no Brasil, da revista Exame; As marcas mais valiosas do Brasil, da revista IstoÉ Dinheiro; As multinacionais brasileiras com maior presença lá fora, da Fundação Dom Cabral; As mais admiradas no Brasil, da revista Carta Capital; e As empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa, da revista Exame) com base em dados do exercício de 2012. Os dados acerca da criação de valor são obtidos na base de dados Economática® e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas, encontrados no *site* da BM&FBovespa, do exercício findo em 31/12/2013. Frisa-se que no estudo adotou-se a defasagem temporal, no qual a reputação corporativa é de um exercício anterior, 31/12/2012, e a criação de valor, em 31/12/2013, de um exercício posterior. Desataca-se ainda que os sinais construtivos da reputação corporativa apresentam também defasagem temporal em relação à criação de valor.

A escolha das empresas para compor a amostra inicial foi feita a partir do total de companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa, devido a importância destas no cenário econômico brasileiro, e que apresentam o seu valor de mercado no banco de dados Economática®.

#### **1.4. Justificativa da pesquisa**

Acredita-se na contribuição desta pesquisa na medida em que se analisa o contexto das empresas listadas no mercado de capitais brasileiro, em que, segundo Lopes e Martins (2012), existem problemas de assimetria informacional, imperfeições quanto à informação contábil. Desse modo, a reputação corporativa auxiliaria as empresas quanto a esses problemas, uma vez que, por meio de uma boa reputação corporativa, as empresas obtêm credibilidade e, assim, conseguem se destacar no mercado, obtendo novos clientes, fornecedores e investidores, e esse rol de interações contribui para que estas alcancem um desempenho empresarial superior aos de seus concorrentes.

A relevância do estudo está representada, também, por abordar sinais da reputação corporativa levando em conta a estratégia (inovação e internacionalização) e a transparência (*disclosure* socioambiental e adoção de melhores práticas de governança corporativa) das empresas, sendo que cada sinal possui relevância na literatura e cada um, individualmente, tem a capacidade de influenciar o desempenho das empresas e auferir vantagem competitiva.

Outro aspecto importante e diferencial do estudo é a abordagem da reputação do diretor executivo e do acionista majoritário como sinal construtivo da reputação corporativa. Esse sinal relaciona-se com o conceito de credibilidade, em que a gestão tem um importante papel na empresa, pois é ela que conduz a cultura corporativa e é, também, responsável pela consecução da missão e visão da empresa, além de ter participação ativa em todo o processo de tomada de decisão. Logo, a atribuição de uma boa reputação à gestão significa o reconhecimento de suas atitudes e esta deveria estar alinhada à reputação da empresa para, assim, mantê-la junto ao mercado.

Ressalta-se ainda o caráter diferencial do estudo, pois na literatura muitos estudos verificam a influência separadamente de cada sinal na reputação corporativa, sendo que o presente estudo, busca verificar que sinais formam a reputação corporativa, além de verificar o reflexo da reputação corporativa na criação de valor.

É pertinente ainda, expor que, no contexto brasileiro, há poucos trabalhos que estudam os sinais construtivos da reputação e a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor.

## **1.5. Estrutura do trabalho**

O presente trabalho está estruturado em cinco seções. A primeira trata dos aspectos introdutórios, contextualização do tema, apresentação dos problemas de pesquisa, das hipóteses de estudo, definição dos objetivos geral e específicos do estudo, além de apresentar uma breve descrição da metodologia e justificativa da pesquisa.

Na seção dois é apresentado o referencial teórico do estudo, dispendo as teorias que embasam o estudo, dos sinais construtivos da reputação corporativa e da relação entre a reputação corporativa e a criação de valor. Nessa seção também é apresentado o modelo teórico do estudo.

A terceira seção descreve os procedimentos metodológicos utilizados na execução do estudo, tipologia da pesquisa, definição da amostra e procedimentos de coleta e tratamento dos dados.

Na quarta seção são demonstrados os resultados obtidos pela análise descritiva, assim como, os resultados obtidos com os testes estatísticos. Apresenta-se também a discussão dos resultados comparando-os com os resultados de estudos anteriores.

Finalmente, a seção cinco dispõe a conclusão da pesquisa e as considerações finais sobre os seus principais achados a partir da aplicação dos testes estatísticos, bem como apresenta sugestões para futuras pesquisas relacionadas com a temática.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1. Teorias relacionadas à Reputação Corporativa

Assim como a reputação corporativa é conceituada por diversas áreas do conhecimento (FOMBRUN; VAN RIEL, 1997), a mesma é explicada por diversas teorias (BERGH *et al.*, 2010), sendo as principais a Teoria da Sinalização e a Teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR) explicitadas a seguir.

#### 2.1.1. Teoria da Sinalização

No contexto organizacional, a Teoria da Sinalização tem por base a redução da assimetria informacional, na qual os gestores possuem informações sobre as empresas que os investidores não conhecem (VIEIRA; NOVO, 2010; DALMÁCIO *et al.*, 2013). Para reduzir a assimetria informacional, as empresas disponibilizam mais informações para seus *stakeholders* (BERGH; GIBBONS, 2011) e essas informações são denominadas de sinais que, segundo Spence (1973), são atividades ou atributos que, planejados ou acidentais, alteram crenças ou transmitem informações para outros, sendo uma fonte de comunicação confiável para os *stakeholders* (SPENCE, 2002).

Teixeira, Nossa e Funchal (2011) afirmam que um sinal seria aquilo que um indivíduo pratica e que se torna visível, com o objetivo de comunicar à outra parte, de certa forma, buscando alterar esses atributos de modo crível. Por sua vez, Bergh e Gibbons (2011) reconhecem que um sinal é quando um comprador, para reduzir os seus riscos, identifica as características observáveis e alteráveis que afetam o desempenho do vendedor. Dessa forma, os sinais funcionam como mecanismos discricionários, num ambiente de assimetria informacional, capazes de alterar as crenças e transmitir informações a outros indivíduos (SPENCE, 1973; DALMÁCIO *et al.*, 2013).

Nesse contexto, Toms (2002) afirma que a Teoria da Sinalização sugere que sempre que estejam reunidas certas condições, os sinais verdadeiros serão aceitos e os falsos rejeitados. Isso se deve ao fato de que a gestão deve ter um incentivo apropriado a divulgar,

em que o sinal deve ser difícil de imitar, deve haver uma relação observável e ele deve ser rentável.

Segundo Connelly *et al.* (2011), existe um aspecto temporal no processo da sinalização envolvendo dois atores, o sinalizador e o receptor. Em que o sinalizador emite um sinal para algum receptor e, esse, por sua vez, capta e interpreta o sinal, fornecendo um retorno ou *feedback* ao sinalizador. Por meio desse processo as empresas atraem novos investidores, captam recursos e oferecem retornos, destacando boas oportunidades de investimento, além de comunicar e assegurar aos interessados sua qualidade, credibilidade informacional, minimizando as falhas de agência (FREITAS *et al.*, 2013).

Destarte, a sinalização se torna essencial em um mundo com assimetria de informações, em que os participantes procuram por sinais que lhes indiquem a melhor decisão a ser tomada (MATOS, 2001; DALMÁCIO *et al.*, 2013). A assimetria informacional pode ser reduzida se uma empresa oferece um número maior de informações do que outras, sugerindo, assim, que os gestores de companhias de alta qualidade desejam se diferenciar de empresas com baixa qualidade por meio de sinais (KLANN; BEUREN, 2011). Nessa perspectiva, Dainelli, Bini e Giunta (2013) postulam que as empresas mais lucrativas sinalizam sua força competitiva, comunicando mais e melhor informação para o mercado.

Dessa forma, as empresas com alta qualidade seriam percebidas pelos *stakeholders* e, portanto, estes atribuiriam a essas empresas uma melhor reputação com base nos sinais emitidos. Bergh e Gibbons (2011) reforçam tal afirmação, admitindo que a reputação reduz a assimetria informacional, fornecendo *insights* sobre qualidade e integridade da empresa.

Então, pode-se perceber que a reputação corporativa, à luz da Teoria da Sinalização, representa um conjunto de sinais, estes positivos ou negativos, que as empresas emitem ao mercado e que os *stakeholders* assimilam e formam suas próprias opiniões sobre as empresas. Portanto, a reputação corporativa sob a perspectiva da Teoria da Sinalização compara-se ao conceito da Comunicação, em que a reputação é o conjunto de sinais derivados dos relacionamentos que a empresa desenvolve com seus diversos públicos (FOMBRUN; VAN RIEL, 1997).

Dentre as teorias que explicam o conceito de reputação adotado neste estudo, a Teoria da Sinalização possui destaque, pois é a partir dos sinais emitidos pela empresa ao mercado que as partes interessadas atribuem reputação à empresa. Nesse contexto, essa teoria

justifica o *disclosure* como sinal construtivo da reputação, na medida em que a divulgação de informações contribui para definir a opinião dos *stakeholders* sobre a empresa. Frisa-se, ainda, que a Teoria da Sinalização, em sua forma mais abrangente, colabora na formação da reputação corporativa assumida no estudo.

### 2.1.2. Visão Baseada em Recursos

A teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR) está relacionada com a estratégia da empresa (LOCKETT; THOMPSON; MORGENSTERN, 2009), sendo que a estratégia pode ser vista como a escolha de uma posição, na qual a empresa se coloca em um ambiente competitivo em busca de seus objetivos (DAL-SOTO; SANTOS, 2004).

Por sua vez, a análise desse ambiente competitivo deve estar focada em fatores internos à firma, que sejam particulares, difíceis de serem copiados ou imitados, destarte, fonte de vantagem competitiva (BARNEY, 1991). Tais fatores (recursos) da empresa associados a um ajuste no seu comportamento estratégico com a finalidade de obter vantagem competitiva, caracterizam-se, portanto, nos pressupostos da VBR (RIBEIRO; ROSSETTO; VERDINELLI, 2011).

Na perspectiva de Barney (1991), esse contexto está centrado na análise SWOT (*Strenghts*, *Weaknesses*, *Opportunities* e *Threats*), dividindo-se em análise interna, forças (*Strenghts*) e fraquezas (*Weaknesses*), e em análise externa, oportunidades (*Opportunities*) e ameaças (*Threats*), em que a eficiente gestão dos recursos estratégicos (análise interna) poderá desencadear em uma vantagem competitiva (análise externa).

Segundo Ribeiro, Rossetto e Verdinelli (2011), mais do que possuir recursos estratégicos, a empresa deve ter clareza de que comportamento estratégico adotar para usufruir de todos os benefícios que eles podem gerar, pois o alinhamento de recursos e comportamento estratégico torna-se importante para a construção de vantagem competitiva (RIBEIRO; ROSSETTO; VERDINELLI, 2011). Assim, as organizações devem observar, em conjunto, as análises internas e externas para terem como fruto a vantagem competitiva.

Peteraf (1993) versa que a vantagem competitiva está relacionada a um desempenho superior, que é obtido pela limitada oferta de recursos e por situações que lhes atribui às características de raros, valiosos e de difícil imitação. Por conseguinte, a utilização

de determinados recursos que obedecem aos pressupostos da VBR podem conferir as empresas desempenho superior às concorrentes.

Os recursos utilizados pelas organizações podem se dividir em tangíveis e intangíveis, dentre os quais, destacam-se os recursos estratégicos que estão relacionados aos ativos intangíveis (SANCHES; MACHADO, 2013), pois há uma falta de materialidade, uma difícil mensuração e comercialização, sendo necessária a utilização eficiente dos mesmos, como, por exemplo, a reputação corporativa, a cultura organizacional, a marca, o conhecimento, entre outros (BARNEY, 1991; COLAUTO *et al.*, 2009; SANCHES; MACHADO, 2013).

A reputação corporativa é, portanto, um dos recursos estratégicos das organizações que deve ser observado e monitorado, e obedece aos pressupostos da teoria da VBR, pois a reputação corporativa é valiosa, rara e difícil de ser copiada ou imitada (BOYD; BERGH; KETCHEN JR., 2010; PONZI; FOMBRUN; GARDBERG, 2011; CARDOSO *et al.*, 2013). Bergh *et al.* (2010) consideram a reputação valiosa, pois a reputação como ativo intangível tem efeitos sobre o desempenho da organização. Segundo os autores, a reputação não é binária, assim, todas as empresas possuem algum tipo de reputação, e o que a torna rara é que somente uma minoria possui melhor reputação que as ajudam em momentos de crises se permanecerem estáveis.

A reputação corporativa é, portanto, difícil de ser copiada ou imitada, pois esta é subjetiva e envolve diversas perspectivas dos *stakeholders* (BERGH *et al.*, 2010), além de ser um recurso que se constrói no tempo e é fácil de ser perdido (ROBERTS; DOWLING, 2002; DAVIES *et al.*, 2003). Por ser valiosa e difícil de ser copiada, a reputação corporativa torna-se um fator capaz de gerar vantagem competitiva (BOYD; BERGH; KETCHEN JR., 2010), que desencadeia a criação de valor (BRITO; BRITO, 2012a, 2012b).

Destarte, para este estudo, a teoria da Visão Baseada em Recursos é tratada como uma das abordagens da reputação corporativa, alinhando-se ao conceito da estratégia, em que a reputação corporativa é um ativo intangível valioso da empresa, difícil de ser imitado, adquirido ou substituído pela concorrência, e traz vantagens competitivas sustentáveis (FOMBRUN; VAN RIEL, 1997).

Após a descrição das teorias da Sinalização e da Visão Baseada em Recursos, percebe-se que seus focos são diferentes quanto à reputação corporativa, em que, em geral, a primeira teoria explica os antecedentes da reputação – os sinais que a formam –, e a segunda

teoria define reputação como um recurso estratégico capaz de gerar vantagem competitiva e criar valor, explicando, portanto, os resultados ou efeitos / reflexos da reputação.

A seção seguinte apresenta mais detalhadamente os sinais construtivos da reputação corporativa adotados no presente estudo.

## **2.2. Sinais Construtivos da Reputação Corporativa**

Fundamentada nas duas teorias expostas anteriormente – Sinalização e Visão Baseada em Recursos – a reputação é definida como um recurso estratégico que gera vantagem competitiva, formado a partir da percepção dos *stakeholders* por meio dos sinais emitidos pelas empresas. Dessa forma, as empresas tomam determinadas atitudes que são evidenciadas – sinais – ao mercado, e este, por sua vez, assimila as informações e concede prestígio a determinada empresa, compondo assim, a sua reputação.

Destarte, a partir dos sinais que são emitidos pelas empresas ao mercado, constrói-se um produto de avaliação moral dos *stakeholders* – a reputação corporativa (BARNETT; JERMIER; LAFFERTY, 2006), que cria valor para os acionistas. Para o presente estudo, com base na literatura até aqui apresentada, os seguintes sinais são considerados como responsáveis pela construção da reputação corporativa e consequente criação de valor: o *disclosure* socioambiental, a adoção de melhores práticas de governança corporativa, a inovação, a internacionalização, e a reputação do diretor executivo (da gestão) e do acionista majoritário (do controle).

### **2.2.1. *Disclosure* Socioambiental**

O *disclosure* é um dos principais processos da contabilidade e divide-se, em geral, em duas categorias: i) obrigatório, em que as empresas são exigidas por leis e normas a divulgar um conjunto de informações; e ii) voluntário, em que as empresas apresentam informações além das obrigatórias (EINHORN, 2005). Segundo Lopes e Martins (2012), a divulgação deve estar direcionada aos usuários externos para, assim, estes poderem saber o que é feito nas organizações.

De acordo com Michelin (2011), o *disclosure* pode ainda ser classificado em quatro categorias em relação à informação: estratégicas, financeiras, ambientais e sociais. Segundo Cruz e Lima (2010), as informações estratégicas englobam divulgação como metas e objetivos da empresa, estratégias do negócio, principais produtos, ambiente competitivo; as financeiras envolvem a evidenciação de informações econômico-financeiras; as ambientais envolvem a divulgação de informações sobre os impactos ambientais das atividades da empresa e suas políticas ambientais; e as sociais envolvem a divulgação de informações relacionadas a aspectos sociais como, por exemplo, os direitos humanos.

Nesse contexto da divulgação, esta pesquisa trata somente das informações voluntárias de cunho socioambiental, pois esse tipo de *disclosure* permite um melhor relacionamento com os *stakeholders*, além de manter os investidores já existentes e conquistar novos (ALMEIDA-SANTOS *et al.*, 2012). Além disso, para Rover *et al.* (2008, p. 2), “a divulgação de informações voluntárias também pode trazer benefícios às empresas, como, por exemplo, a redução do custo de capital, o aumento da liquidez das ações e a criação de uma imagem ambientalmente correta”.

Diversos estudos (TOMS, 2002; GONÇALVES FILHO *et al.*, 2009; MURCIA, 2009; MACEDO; CORRAR; SIQUEIRA, 2012; MELO; GARRIDO-MORGADO, 2012; CARDOSO, 2013) verificaram a relação do *disclosure* socioambiental com a reputação corporativa, assim como, a criação de valor, sendo esta relacionada ao desempenho empresarial.

Toms (2002) analisou a relação entre o *disclosure* ambiental e a reputação corporativa ambiental. Para tanto, foram analisadas 126 empresas do Reino Unido listadas nas empresas mais admiradas do Reino Unido entre 1996 e 1997. O *disclosure* ambiental foi dividido em seis categorias: monitoramento ambiental, políticas ambientais, desempenho ambiental, políticas específicas, volume de informação e informações não quantificadas. Os resultados sugerem que o monitoramento e as políticas ambientais contribuem para a criação de uma reputação ambiental.

Gonçalves Filho *et al.* (2009) propuseram uma forma de avaliar as ações de responsabilidade social corporativa (RSC) e mensuraram seus impactos na reputação corporativa, na confiança e nas intenções comportamentais das comunidades que abrigam, ou são diretamente afetadas, pelas operações das empresas. Por meio de uma *survey* com 306 entrevistas foi realizado uma modelagem de equações estruturais. Os autores observaram que

as ações de RSC têm forte impacto na reputação corporativa e esta na confiança dos *stakeholders*.

Por sua vez, Murcia (2009) estudou os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas do Brasil. O autor elencou como fatores explicativos as seguintes variáveis: rentabilidade, desempenho no mercado de capitais, endividamento, auditoria, tamanho, governança corporativa, emissão de ações e controle acionário. Os resultados identificaram significância estatística para: rentabilidade, desempenho no mercado de capitais, endividamento e auditoria; e não se encontrou relação significativa entre o nível de *disclosure* e os fatores tamanho, governança corporativa, emissão de ações e controle acionário.

Macedo, Corrar e Siqueira (2012) analisaram comparativamente o desempenho contábil-financeiro de empresas social e ambientalmente responsáveis com outras sem esta característica. Para tanto, realizou-se a Análise Envoltório de Dados (DEA) com as informações do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil no período de 2005-2007. Os resultados demonstraram que as empresas social e ambientalmente responsáveis possuem desempenho contábil-financeiro estatisticamente superior.

Melo e Garrido-Morgado (2012) propuseram que a responsabilidade social corporativa (RSC) é um direcionador da reputação corporativa e potencial para promover vantagem competitiva, criando assim, valor. Para tanto, foram analisadas 320 empresas americanas listadas entre 2003 e 2007 no *ranking* da Fortune. A RSC no referido estudo é dividida em cinco dimensões: relação com empregados, diversidade, produtos, relação com a comunidade e meio-ambiente, além da interação desses com o efeito do setor. Os autores indicaram que as cinco dimensões impactam na reputação corporativa e esse impacto é moderado pelo setor da empresa.

Abordando a reputação corporativa sob a perspectiva da sustentabilidade, Cardoso (2013) investigou a relação entre a reputação corporativa e o desempenho superior e persistente das companhias de capital aberto de vários países. Os resultados demonstraram que a reputação sozinha não é capaz de influenciar o desempenho empresarial das empresas, contudo, quando considerado o endividamento junto à reputação, esses conseguem influenciar no desempenho das empresas.

Dessa forma, a divulgação de informações socioambientais traz diversos benefícios que são cristalizados na reputação corporativa e na criação de valor para as

empresas. Logo, conjectura-se que quanto maior o *disclosure* socioambiental maior será a reputação corporativa das empresas (CRUZ; LIMA, 2010; MICHELON, 2011) e seus indicadores empresariais (MURCIA, 2009; MACEDO; CORRAR; SIQUEIRA, 2012; MELO; GARRIDO-MORGADO, 2012).

### 2.2.2. Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa

A governança corporativa pode ser definida como um rol de princípios e práticas que são incorporados aos modelos de gestão das empresas (TINOCO; ESCUDER; YOSHITAKE, 2011). Silveira, Barros e Famá (2003) consideram a governança corporativa como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle que busca a harmonia na relação acionista-gestor. Os autores subdividem os mecanismos em internos e externos, onde os internos englobam o conselho de administração, o sistema de remuneração e a estrutura de propriedade, enquanto que os externos são compostos pelo mercado de aquisição hostil, pelo mercado de trabalho competitivo e pelos relatórios contábeis.

Com o intuito de auxiliar as empresas a adotar melhores práticas de governança corporativa destacam-se algumas ferramentas como códigos, cartilhas e princípios, publicados por diversos órgãos. No Brasil, tem-se o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009) e a Cartilha de Boas Práticas de Governança Corporativa, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002). A adoção de tais práticas tem o intuito de controlar e monitorar os negócios (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006) e alinhar os interesses entre gestores, acionistas e *stakeholders* (MACEDO; CORRAR, 2012).

Andrade e Rossetti (2009) reúnem os princípios da governança corporativa, observados tanto pelo IBGC como pela CVM: a transparência (*disclosure*), a equidade (*fairness*), a prestação de contas (*accountability*) e a responsabilidade social (*compliance*). Segundo os autores, o primeiro princípio é um dos mais importantes e está relacionado à evidenciação dos fatos, contudo deve ser observada a salvaguarda dos interesses das empresas. A equidade propõe que as empresas observem os conflitos de interesses e busquem a solução dos mesmos, atendendo igualmente as partes (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). A prestação de contas conduz a apresentação de demonstrativos com qualidade, em que os *stakeholders* podem obter informações úteis na tomada de decisão (ANDRADE; ROSSETTI,

2009). E a responsabilidade social orienta as empresas a agirem em conformidade com as normas.

Diversos estudos (GOMES, 2000; MUSTEEN; DATTA; KEMMERER, 2010; LAMEIRA, 2012; MACEDO; CORRAR, 2012; ROSSONI; MACHADO-DA-SILVA, 2013; GIRIOLI *et al.*, 2014) verificaram a relação da governança corporativa com a reputação corporativa, assim como a relação da governança com a criação de valor, conforme breve descrição a seguir.

Gomes (2000) abordou o problema de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários que é comum entre as empresas de capital aberto em muitos países. O autor demonstrou que, mesmo sem quaisquer mecanismos de governança corporativa explícitos que protegem os acionistas minoritários, os acionistas controladores podem implicitamente se comprometer a não expropriá-los. Os preços de tais empresas são significativamente mais elevados e as empresas são mais propensas ao público devido ao efeito da reputação.

Musteen, Datta e Kemmerer (2010) analisaram a relação entre a reputação corporativa e as características do conselho de administração. Para tanto, foram analisadas 324 empresas listadas no *ranking* As empresas mais admiradas, da Fortune, nos Estados Unidos. Os autores demonstram que as características do conselho (composição do conselho, tamanho do conselho, mandato do diretor externo e a estrutura de liderança) influenciam significativamente a avaliação da reputação corporativa. Mais especificamente, os autores constataram que: a) empresas com maior proporção de diretor externo e empresas com maior conselho exibem melhor reputação; b) a média do mandato do diretor externo possui uma relação U invertido com a reputação corporativa; c) a estrutura de liderança independente possui uma relação negativa com a reputação corporativa.

Lameira (2012) procurou estimar a qualidade da governança praticada pelas companhias brasileiras no período de 2002 a 2006 comparando com o risco. Os resultados demonstraram que a governança afeta o risco, sendo esta uma variável que afeta diretamente o valor da empresa. O autor conclui que as empresas devem buscar a melhoria de suas práticas de governança para maximizar o seu valor e aumentar sua competitividade na atração de recursos (reputação) que viabilizem suas operações e diminuam o custo de capital.

Macedo e Corrar (2012) analisaram comparativamente o desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem esta

característica por meio da aplicação da Análise Envoltória de Dados (DEA) às informações do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil no período de 2005-2007. Os autores concluem que as empresas com boas práticas de governança corporativa têm desempenho contábil-financeiro estatisticamente superior.

Rossoni e Machado-da-Silva (2013) avaliaram como as diferentes origens da legitimidade organizacional (formal regulatória, cultural-cognitiva e normativa) condicionam o desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa, com base no seu valor de mercado. Para tanto, foram analisadas 348 empresas entre 2002 e 2007. Os achados mostraram que a adesão ao Novo Mercado, o prestígio dos conselheiros e a reputação da empresa afetam significativamente o valor de mercado.

Girioli *et al.* (2014) investigaram se empresas que possuem um nível de governança corporativa diferenciado criam mais valor (por meio do EVA<sup>®</sup>) do que as empresas que não o possuem. Para tanto, foram analisadas 457 empresas com negociação de ações na BM&FBovespa no período de 2008 a 2012. Os autores encontraram uma superioridade na criação de valor para as empresas que possuem listagem nos segmentos diferenciados de governança corporativa.

Dessa forma, pode-se afirmar que a adoção de melhores práticas de governança corporativa cria um ambiente mais seguro para os acionistas e para os diversos *stakeholders*, em função da redução da assimetria informacional dentre outras, sendo atribuídas credibilidade e confiança às empresas (NARDI; NAKAO, 2008), transformadas ainda, em vantagem competitiva.

Os termos credibilidade e confiança, portanto, estão relacionados à reputação corporativa; destarte, supõe-se que quanto maior for a adoção de práticas de governança corporativa, maior a reputação corporativa, levando em conta que empresas que possuem uma maior aderência às práticas de governança corporativa são mais transparentes, logo, reduz-se o risco e a assimetria de informações (GORGA; 2004; NARDI; NAKAO, 2008; DALMÁCIO, 2009; OLIVEIRA NETO, 2010). Além disso, destaca-se que a adoção de boas práticas de governança corporativa está relacionada à criação de valor (STAUB; MARTINS; RODRIGUES, 2002; ROSSONI; MACHADO-DA-SILVA, 2013; GIRIOLI *et al.*, 2014).

### 2.2.3. Inovação

Os ativos de uma empresa são divididos em tangíveis e intangíveis, sendo este último, segundo Lev (2001), decomposto em ativos de inovação, recursos humanos e ativos organizacionais.

A inovação é um dos mais importantes ativos intangíveis, pois gera vantagem competitiva, além do que, inibe a entrada de concorrentes, cria valor, melhora o desempenho e é fator do sucesso e sobrevivência empresarial (TEH; KAYO; KIMURA, 2008; JIMÉNEZ-JIMÉNEZ; SANZ-VALLE, 2011; SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2013; SILVEIRA; OLIVEIRA, 2013; TANG; PEE; IJIMA, 2013).

A *Organization for Economic Co-operation and Development* – OECD (2005, p. 55) define inovação como “a implementação de um novo produto (bem ou serviço) ou significativamente melhorado, ou um processo, ou um novo método de *marketing*, ou um novo método organizacional nas práticas de negócios, na organização do local de trabalho ou nas relações externas”. Dessa forma, a partir da definição de inovação da OECD (2005), pode-se observar que há quatro tipos de inovação: produto, processo, método de *marketing* e método organizacional.

Desses quatro tipos, as inovações de *marketing* e organizacional estão mais atreladas à reputação corporativa. Atalay, Anafarta e Sarvan (2013) explicam que as inovações de *marketing* são voltadas para satisfazer os clientes, abrindo novos mercados, ou reposicionando os produtos de uma empresa no mercado, com a intenção de aumentar as vendas da empresa. Já as inovações organizacionais têm o objetivo de aumentar o desempenho de uma empresa, reduzindo os custos de transação, além de melhorar a satisfação no local de trabalho, ganhando acesso a bens não comercializáveis ou reduzir os custos de suprimentos (ATALAY; ANAFARTA; SARVAN, 2013). Destarte, esses dois tipos de inovação, buscam trazer satisfação de clientes e empregados, bem como concedem distinção as empresas, sendo esses os sinais observados pelos *stakeholders*.

Por outro lado, as inovações de produtos e processos estão relacionadas também à reputação corporativa, na medida em que esses tipos de inovação referem-se à implementação de novos bens e serviços, assim como à reformulação dos mesmos (OECD, 2005). Muitos dos *rankings* que conferem reputação corporativa às empresas tratam da inovação, sendo mais específica, a de produtos e processos como observado nos seguintes *rankings* As Mais Admiradas no Brasil, da revista Carta Capital; As Melhores Empresas do Brasil, da revista Negócios; e As Empresas Mais Bem Sucedidas, do *Monitor Empresarial de Reputación*

*Corporativa* (Merco). Fombrun (2007) corrobora com tal posicionamento ao afirmar que a inovação é um fator presente nos *ranking* de reputação.

Diversos estudos (CHUN, 2006; KAYO *et al.*, 2006; HENARD; DACIN, 2010; JIMÉNEZ-JIMÉNEZ; SANZ-VALLE, 2011; ATALAY; ANAFARTA; SARVAN, 2013; SILVEIRA; OLIVEIRA, 2013) verificaram a relação da inovação com a reputação corporativa e com a criação de valor, sendo esta relacionada, algumas vezes, ao desempenho empresarial, conforme breve descrição a seguir.

Chun (2006) realizou uma *survey* para investigar a relação entre a inovação e a reputação, representada pela responsabilidade social, confiança, honestidade e sinceridade, além de investigar a relação desses constructos com a satisfação e a coragem. Para tanto, a amostra foi composta de três empresas do setor de serviços, um profissional de contabilidade, um banco e uma rede de alimento. A autora concluiu que há relação entre a reputação e a inovação, assim como, entre a inovação e a coragem e a satisfação.

Kayo *et al.* (2006) desenvolveram uma análise teórica das estratégias que as empresas podem desenvolver em relação aos seus ativos intangíveis, especialmente considerando questões relacionadas ao ciclo de vida do produto. Os autores procuraram analisar como o ciclo de vida pode afetar as estratégias relativas a cada tipo de ativo intangível e, assim, o processo de criação de valor. Os autores sugerem que diferentes ativos intangíveis, sendo um desses a inovação, influenciam o valor da empresa, dependendo da fase do ciclo de vida em que se encontra um produto.

Henard e Dacin (2010) investigaram os efeitos da reputação corporativa para a inovação de produtos e seus impactos nos consumidores. Para tanto, realizou-se uma *survey* em que foram entrevistados 273 consumidores, com base em uma escala de 20 itens. Os resultados indicam que uma alta percepção do consumidor sobre a inovação do produto conduz a uma alta lealdade (reputação) para a empresa inovadora.

Jiménez-Jiménez e Sanz-Valle (2011) analisaram a relação conjunta entre a inovação, o desempenho e a aprendizagem organizacional. Por meio da modelagem de equações estruturais com uma amostra de 451 empresas espanholas os autores mostraram que tanto a aprendizagem organizacional e a inovação contribuem positivamente para o desempenho empresarial, e que a aprendizagem organizacional afeta a inovação.

Atalay, Anafarta e Sarvan (2013) examinaram a relação entre a inovação e o desempenho empresarial. O estudo foi realizado por meio de uma *survey* em que os gestores

de nível superior de 113 empresas que operam no setor fornecedor automotivo na Turquia no ano de 2011 responderam a um questionário de 16 itens. Os resultados demonstraram que a inovação tecnológica (inovação de produtos e processos) impacta positivamente no desempenho empresarial, contudo, a inovação não tecnológica (inovação de *marketing* e organizacional) não demonstrou significância com o desempenho empresarial.

Silveira e Oliveira (2013) analisaram a relação entre as empresas consideradas inovadoras e seu desempenho. A amostra foi composta de três empresas (Braskem, Natura e Embraer) que receberam subsídios da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP). Os autores apontam que há efeitos entre investimento em inovação e crescimento das vendas, contudo, não se verificou relação entre o investimento em inovação e a evolução da margem líquida.

Portanto, como descrito acima, a inovação é um recurso imprescindível para as organizações se diferenciarem das concorrentes e obterem melhor reputação corporativa e assim, auferir os benefícios que essa proporciona.

#### 2.2.4. Internacionalização

A internacionalização é uma das estratégias das empresas (LOUREIRO; SANTOS, 1991; ZEN, 2012). Segundo Stal (2010, p. 122), esta “é uma alternativa para o crescimento das empresas, permitindo sua exposição a padrões internacionais de produtos, tecnologias e métodos de gestão, gerando importantes retornos para as operações domésticas”. Machado e Carvalho (2013) definem ainda a internacionalização como o processo organizacional que as empresas enfrentam com o passar do tempo para se inserir no mercado externo. Assim, a internacionalização seria uma estratégia das empresas para sair de um mercado doméstico, às vezes, sobrecarregado ou estagnado.

Dentre os fatores motivacionais da internacionalização têm-se o crescimento do mercado, a consolidação de atividades, a sobrevivência empresarial, oportunidades para o desempenho internacional, diversificação dos riscos, obtenção de conhecimento, redução do custo de matéria-prima e de mão-de-obra, e incentivos governamentais (MACHADO; CARVALHO, 2013; SPERS; WRIGHT, 2013). Almeida (2007) sintetiza os motivos da internacionalização em três: expansão de mercado, melhoria da eficiência e aprendizagem.

Outro fator ocasionado pela frequente expansão internacional das empresas é a promoção das marcas fortes em um mercado global, em que as empresas estariam tornando os seus produtos ou serviços conhecidos mundialmente pelos clientes (CASSANO *et al.*, 2013). Destarte, a marca, que é um dos constructos da reputação corporativa, estaria associada à internacionalização, onde empresas com melhor reputação corporativa seriam mais internacionalizadas, por conseguinte, aufeririam vantagem competitiva (KHAUAJA; TOLEDO; 2011).

Ramaswamy, Kroeck e Renforth (1996) expressam que há diversas abordagens acerca da internacionalização, dentre essas a do capital social, que é utilizado no presente estudo. Maia, Vasconcelos e De Luca (2013) conceituam a internacionalização do capital social como a participação estrangeira no capital social da própria empresa.

Alguns estudos (ELANGO, 2006; BARCELLOS, 2010; STROBEL, 2010; SEREIA; CAMARA; VIEIRA, 2011; ZEN, 2012; ANDRADE; GALINA, 2013) verificaram a relação da internacionalização com a reputação corporativa assim como com a criação de valor, algumas vezes representada pelo desempenho empresarial.

Elango (2006) analisou a relação entre a internacionalização e o desempenho no contexto do mercado emergente com uma amostra de 719 empresas. O autor ainda incorpora a qualidade da governança do mercado emergente para verificar a influência interativa do contexto do ambiente sobre a relação internacionalização e desempenho. Os resultados indicam uma relação em forma de U invertido entre internacionalização e desempenho para empresas industriais e de uma relação linear positiva para empresas de serviços. Ao explicar a relação entre a internacionalização e o desempenho, a qualidade da governança do país de origem da empresa demonstrou interagir com a internacionalização.

Barcellos (2010) avaliou de que forma a internacionalização tem contribuído para o desempenho financeiro das empresas brasileiras e para o desempenho financeiro das suas operações internacionais. Por meio de uma *survey* realizada no ano de 2006 em 51 empresas de capital nacional, os autores verificaram que o desempenho financeiro geral das multinacionais brasileiras está associado ao grau de internacionalização (GI). Os autores ainda verificaram um efeito negativo inicial da expansão internacional no desempenho financeiro antes de alcançar resultados positivos com a internacionalização.

Strobel (2010) verificou a existência de um processo estruturado de construção de marca corporativa, o seu grau de maturidade e em como a existência, ou não deste,

influenciou no sucesso de internacionalização da empresa. Para tanto, foi realizado um estudo de caso múltiplo com cinco empresas listadas no *ranking* de transnacionalidade. O autor concluiu que apesar de todas as empresas estudadas afirmarem possuir um processo de construção de marca, o mesmo não foi confirmado. Também foi verificado que o nível de maturidade do processo entre as empresas é diverso, assim como a importância no sucesso da internacionalização. Ainda foi verificado que há aderência entre os processos espontâneos de construção de marca corporativa das empresas, existindo peculiaridades na maneira como o processo se estabelece e como a identidade corporativa se expressa.

Sereia, Camara e Vieira (2011) analisaram o processo evolucionário da empresa Perdigão S/A e a formação da Brasil Foods, resultado da fusão com a Sadia S/A. Para tanto, foi realizado um estudo de caso em que foi observada a empresa em estudo, desde a sua criação até o ano de 2009. Os resultados demonstraram que a marca, a criação de novos produtos, a eficiência operacional e a agressividade comercial foram responsáveis pela ampliação das vendas e das receitas líquidas no período de 2004 a 2009.

Zen (2012) examinou o processo de internacionalização e seu impacto nos recursos estratégicos da empresa vinícola Casa Valduga. O autor pressupôs que o processo de internacionalização influencia no desenvolvimento de novos recursos estratégicos necessários para competir no mercado internacional e influencia na estratégia realizada pela empresa no seu mercado doméstico. O autor confirma a proposição levantada e indica que a internacionalização da empresa também influencia positivamente sua competitividade no mercado nacional.

Andrade e Galina (2013) investigaram a relação entre o grau de internacionalização e o desempenho das empresas multinacionais (EMNs) de economias em desenvolvimento. A amostra do estudo corresponde a 33 das 100 EMNs mais internacionalizadas de economias em desenvolvimento, com base em informações de um período de 6 anos (2004-2009). Os autores concluem que há uma relação linear-negativa entre o grau de internacionalização e o desempenho das EMNs de economias em desenvolvimento, indicando que quanto maior o grau de internacionalização, menor tende a ser o desempenho dessas empresas.

Observa-se, portanto, que a internacionalização assemelha-se a inovação, pois ambas são estratégias das empresas que possuem o intuito de obter vantagem competitiva.

### 2.2.5. Reputação do diretor executivo e do acionista majoritário

O crescimento dos mercados provocou a separação entre a propriedade e o controle nas empresas. Nesse cenário, o proprietário concede o controle a um agente (gestor) que deve assumir uma postura para que os interesses dos proprietários (principal) sejam alcançados (COSTA; AZEVEDO; CHADDAD, 2012).

Dessa forma, os gestores (líderes) têm um importante papel nas empresas. Segundo Nascimento e Reginato (2010), são os líderes que formam a cultura corporativa e é esta que explica o comportamento das empresas e tem influência nos problemas, na capacidade de solução dos mesmos, e na prosperidade ou não dos negócios. Ressalta-se que no contexto brasileiro de alta concentração acionária (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999), os gestores possuem as suas ações limitadas, devido ao maior monitoramento e participação dos acionistas majoritários (CLAESSENS *et al.*, 2002). Isto ocorre devido à racionalidade limitada e às possíveis ações oportunistas dos gestores que os fazem diferir quanto aos interesses dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; WILLIAMSON, 1996).

Destarte, os acionistas, ao cederem o controle a um gestor, se utilizam de mecanismos na análise do perfil dos mesmos e, dentre estes mecanismos, está a reputação, sendo esta uma preocupação constante dos gestores (GORGA, 2004). A reputação seria, portanto, um fator decisivo na escolha de um gestor, pois tende a atenuar os incentivos para um comportamento oportunista (CHILES; McMACKIN, 1996).

Contudo, a racionalidade limitada e as possíveis ações oportunistas não estão somente relacionadas ao gestor e ao acionista, mas também aos acionistas majoritários e aos acionistas minoritários, pois quanto maior for o controle de ações de um acionista maior a expropriação de direitos dos acionistas minoritários (CLAESSENS *et al.*, 2002). Sendo a reputação, nesse caso também, um fator observado pelos acionistas minoritários quando estes decidem aplicar recursos em determinada entidade.

Nesse contexto, destaca-se que a reputação dos gestores e dos acionistas majoritários é a combinação complexa das mais importantes características pessoais e realizações, assim como o comportamento demonstrado e imagens projetadas apresentadas ao longo de um período de tempo (HOCHWARTER *et al.*, 2007). Dessa maneira, a reputação dos gestores e dos acionistas majoritários é uma identidade perceptiva de um gestor ou

acionista majoritário observada por outros que serve para reduzir a incerteza em relação ao comportamento futuro esperado do mesmo, sendo tal definição atrelada ao conceito de confiança (HALL *et al.*, 2004).

Alguns estudos, em sua maioria, (MILBOURN, 2003; FRANCIS *et al.*, 2008; DELGADO-GARCÍA; JIAN; LEE, 2011; MEN, 2012; NIAP; TAYLOR, 2012) investigaram a relação da reputação do diretor executivo com a reputação corporativa, assim como com a criação de valor, em geral, representada pelo desempenho empresarial. Contudo, ressalta-se que há poucos estudos (QUEVEDO-FUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010) que verificaram a relação entre a reputação do acionista majoritário com a reputação corporativa e criação de valor.

Milbourn (2003) analisou a relação entre a reputação do diretor executivo e a remuneração baseada em ações. A amostra do estudo é composta por aproximadamente 6000 diretores executivos, entre anos de 1993 e 1998, com base no *ranking* S&P 500. O autor conclui que há uma relação positiva entre a reputação do diretor executivo e a remuneração baseada em ações, além do fato de que a idade do diretor executivo, o tamanho da empresa, a variabilidade do retorno das ações e o setor afetam também a remuneração baseada em ações.

Francis *et al.* (2008) investigaram a relação entre a reputação do diretor executivo e a qualidade dos lucros das empresas. Para tanto, o estudo consiste na análise de 4.239 diretores executivos, em um período de 1992-2001, com base no *ranking* S&P 500 e da base de dados ExecuComp. Os autores constataram que uma maior reputação do diretor executivo está associada a uma menor qualidade nos lucros, e que o desempenho não apresentou influência significativa com a reputação do diretor executivo.

Delgado-García, Quevedo-Puente e Fuente-Sabaté (2010) examinaram a influência da estrutura de propriedade na reputação corporativa. Por meio da análise em painel de empresas espanholas entre os anos de 2000 a 2007, os autores verificaram que: a) a concentração da propriedade nas mãos do maior acionista corrói a reputação corporativa, enquanto a contestação do poder (diferença entre concentração acionária do primeiro maior acionista e do segundo maior acionista) do principal acionista melhora a reputação; b) a propriedade privilegiada (concentração acionária de diretores) mostrou uma relação não linear com a reputação corporativa; c) se o maior acionista é um investidor institucional a reputação corporativa é menor.

Jian e Lee (2011) examinaram a relação entre a reputação do diretor executivo e o investimento de capital corporativo. Os autores encontraram que as respostas do mercado de ações para o anúncio de investimentos de capital são mais favoráveis para as empresas com diretores executivos com mais reputação. Além disso, os autores verificaram que a reputação do diretor executivo atenua a reação negativa de preço e que melhora o desempenho operacional.

Men (2012) explora como a liderança corporativa influencia a eficácia das relações públicas internas vinculadas à credibilidade do diretor executivo, à avaliação dos funcionários sobre a reputação corporativa e ao envolvimento dos funcionários. O autor realizou uma *survey online* com 157 empregados de uma empresa da Fortune 500 e demonstrou haver relação positiva entre a credibilidade do diretor executivo com a percepção da reputação corporativa e o envolvimento dos empregados.

Niap e Taylor (2012) examinaram se a reputação do diretor executivo afeta a sua remuneração durante crises econômicas. Desse modo, foram analisadas as 200 maiores empresas australianas em um período de três anos (2009-2011). Os autores revelam que a reputação do diretor executivo tem um efeito positivo na remuneração total, contudo, a rentabilidade e o fluxo de caixa têm uma influência maior na remuneração do diretor executivo.

A reputação dos gestores e dos acionistas majoritários, portanto, está relacionada com o conceito de confiança e diversos *rankings* que conferem reputação corporativa às empresas possuem como um dos fatores a credibilidade da firma (FOMBRUN, 2007).

Diante do exposto, pode-se afirmar que as variáveis *disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização, reputação do diretor executivo e do acionista majoritário são sinais que colaboram na construção da reputação corporativa. Assim, propõe-se a primeira hipótese da pesquisa:

H<sub>1</sub> – Os sinais considerados no estudo (*disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização, reputação do diretor executivo e do acionista majoritário) constroem o fator reputação corporativa.

### **2.3. Reputação Corporativa e Criação de Valor**

Inicialmente, cabe observar que o conceito de reputação corporativa começou a ser estudado na literatura na década de 1950 (BERENS; VAN RIEL, 2004). Contudo, Chun (2005) afirma que a reputação corporativa é ainda um assunto relativamente novo na academia. Van Riel e Fombrun (2007) asseveram que a popularidade do conceito reputação corporativa na literatura se deve à primeira lista das Empresas Mais Admiradas da América, em 1982, pela revista *Fortune*, que foi desenvolvida a partir de uma pesquisa de opinião quantitativa aos altos executivos e analistas dos Estados Unidos.

De acordo com Gotsi e Wilson (2001), a reputação corporativa possui diversas abordagens de aplicação nas pesquisas científicas, haja vista sua multidisciplinaridade; logo, não há conceito conclusivo e universalmente aceito sobre a temática. Conforme já mencionado, Barnett, Jermier e Lafferty (2006) dividem o estudo do conceito da reputação em três tipos de abordagem: ativo, avaliação e percepção. Para os autores a reputação seria um dos ativos intangíveis das organizações, consistiria em um produto da avaliação moral dos *stakeholders* e é assimilada a partir da percepção dos *stakeholders*, mais especificamente dos clientes das organizações.

Berens e Van Riel (2004) classificaram ainda os estudos sobre reputação em grupos: expectativas sociais, personalidade corporativa e confiança. De acordo com os autores, o primeiro grupo inclui estudos que associam a reputação às expectativas dos *stakeholders* sobre o comportamento da organização na sociedade. O segundo grupo descreve a reputação com o conjunto de traços da personalidade que as pessoas atribuem a uma empresa (BERENS; VAN RIEL, 2004). E o terceiro grupo engloba estudos que associam reputação ao conceito de confiança atrelada a uma empresa (BERENS; VAN RIEL, 2004). Para cada grupo de estudo da reputação há uma forma de mensurá-la.

De acordo com Davies *et al.* (2003), existe o paradigma da reputação corporativa, pois a reputação corporativa é estudada por diversas áreas do conhecimento e, por conseguinte, apresenta uma série de dogmas ou crenças e abordagens. Sob essa perspectiva, os autores apresentam dez princípios que definem o que denominam de paradigma da reputação. São eles: múltiplos *stakeholders* precisam ser considerados; os elementos principais da reputação estão relacionados; reputação é criada a partir de interação múltipla; reputações são valiosas e têm valor; reputações podem ser gerenciadas; reputação e desempenho financeiro estão relacionados; reputação relativa (*ranking*) afeta o desempenho financeiro; reputação pode ser mensurada; reputação pode ser perdida mais facilmente do que

pode ser criada; reputação pode ser melhor estudada aplicando-se uma abordagem interdisciplinar.

Diante do exposto, observa-se que a reputação corporativa é um constructo que possui diversas definições e formas de mensuração e que, dependendo da área e do foco da pesquisa, um conceito e uma métrica da reputação corporativa podem melhor se adequar.

De acordo com Fombrun (1996), a reputação corporativa corresponde a uma representação perceptual das ações passadas e das perspectivas futuras de uma empresa que descrevem a atratividade da firma para todos os seus públicos-chaves em comparação com os principais concorrentes. Nessa mesma linha, para Roberts e Dowling (2002), a reputação corporativa consiste no conjunto de atributos organizacionais, desenvolvidos ao longo do tempo, que influencia a forma como os *stakeholders* percebem a empresa com boa conduta corporativa.

Chun (2005) e Van Riel e Fombrun (2007) definem reputação corporativa como o agrupamento das avaliações globais de organizações por seus *stakeholders*, é a percepção agregada dos atores da capacidade de uma organização para cumprir suas expectativas, se essas partes estão interessadas em comprar os produtos da empresa, trabalhando para a empresa, ou investir em ações da empresa.

A reputação corporativa é importante, pois quando esta é positiva, ela fortalece a atratividade de uma organização, atrai e retém funcionários, além de atrair novas fontes de capital financeiro e, dessa forma, empresas com reputação positiva são menos propensas a encontrar-se em situação de risco (VAN RIEL; FOMBRUN, 2007). A reputação também é considerada importante porque é vista como uma solução para a assimetria informacional (MELO; GARRIDO-MORGADO, 2012).

Van Riel e Fombrun (2007) ainda afirmam que a reputação é importante tanto para os donos da reputação como para os sujeitos que têm essa reputação armazenada em sua memória no longo prazo, pois quando uma empresa possui uma reputação favorável, considera-se a transmissão de sua reputação positiva uma condição prévia essencial para o estabelecimento de uma relação comercial com seus *stakeholders*.

A reputação corporativa, de acordo com Brito (2005, p. 121), é “vista como um recurso, fonte potencial de vantagem competitiva, já que ela cria heterogeneidade entre as empresas, gera valor aos *stakeholders*, é difícil de ser duplicada, comprada ou transferida e pode criar uma reserva de mercado para a empresa”. A afirmação de que a reputação está

associada com a vantagem competitiva é corroborada por Roberts e Dowling (2002), Inglis, Morley e Sammut (2006) e Melo e Garrido-Morgado (2012).

Além da vantagem competitiva, Walker (2010) aponta que a reputação corporativa está associada a numerosos benefícios estratégicos como, por exemplo, desempenho financeiro sustentável, maiores margens e preços, valor percebido, contratação de firmas e reações positivas de investidores.

Para Barney (1991), as empresas possuem vantagem competitiva quando implementam uma estratégia de criação de valor que seus concorrentes ou potenciais concorrentes não podem ou não conseguem implementar de forma semelhante, simultaneamente; logo, essa estratégia cria valor aos acionistas. Vasconcelos e Cyrino (2000, p. 24) sustentam que a vantagem competitiva é “o resultado da capacidade da firma de realizar eficientemente o conjunto de atividades necessárias para obter um custo mais baixo que o dos concorrentes ou de organizar essas atividades de uma forma única, capaz de gerar um valor diferenciado para os compradores”. Destarte, a reputação corporativa é fonte de vantagem competitiva e cria valor para as empresas (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; HALL, 1993; ROBERTS; DOWLING, 2002; THOMAZ; BRITO, 2010; CAIXETA *et al.*, 2011).

Como a criação do valor para o acionista centra-se na geração do lucro empresarial (PADOVEZE, 1999), essa muitas vezes é mensurada por meio dos indicadores financeiros tradicionais. Entretanto, Pace, Basso e Silva (2003) advertem que esses indicadores como, por exemplo, o ROI (*return on investment*), o ROE (*return on equity*) e o ROA (*return on asset*) não conseguem captar a complexidade e os valores contidos no ambiente empresarial. Sob essa perspectiva, Araújo e Assaf Neto (2003) dividem os indicadores econômico-financeiros em tradicionais e baseados no valor.

Os indicadores baseados no valor sinalizam a criação de valor (BASTOS, 1999; PACE; BASSO; SILVA, 2003). Dentre esses, destacam-se os indicadores propostos pela empresa americana de consultoria Stern Stewart & Co.: o EVA<sup>®</sup> (*Economic Value Added*) e o MVA<sup>®</sup> (*Market Value Added*).

O EVA<sup>®</sup> demonstra a riqueza criada num determinado período e mostra que não basta apenas a empresa apresentar lucros se o capital aplicado para chegar aos resultados for, proporcionalmente, elevado (SAURIN; MUSSI; CORDIOLI, 2000). Assim, as empresas somente criam valor para os seus acionistas se conseguirem gerar um resultado superior ao custo do capital investido na empresa (SANTOS; WATANABE, 2005). Enquanto que o

MVA<sup>®</sup> representa o quanto a gestão agrega de valor ao capital investido na empresa (EHRBAR, 1999). Ehrbar (1999), Araújo e Assaf Neto (2003) e Cerqueira, Soares e David (2009) asseveram que essas duas medidas, EVA<sup>®</sup> e MVA<sup>®</sup>, exprimem sobre a criação de valor. Portanto, para o presente estudo, o EVA<sup>®</sup> e o MVA<sup>®</sup> são utilizados como *proxy* da criação de valor para os acionistas.

Com base na literatura já mencionada, considerando que as empresas com boa reputação corporativa são capazes de conseguir vantagem competitiva e criar valor (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; DUNBAR; SCHWALBACH, 2000; ROBERTS; DOWLING, 2002; BRITO, 2005; SÁNCHEZ; SOTORRÍO, 2007; HORIUCHI, 2010; THOMAZ; BRITO, 2010; CARDOSO *et al.*, 2013; TISCHER; HILDEBRANDT, 2013), julga-se que:

H<sub>2</sub>: A reputação corporativa influencia positivamente a criação de valor nas empresas.

## 2.4. Modelo Teórico da Pesquisa

Diante do exposto, para a presente pesquisa a reputação corporativa é conceituada como um ativo intangível, considerado um recurso estratégico, formado ao longo do tempo através do conjunto de percepções dos seus *stakeholders*. A reputação é, portanto, fruto do conjunto de sinais emitidos pelas empresas – *disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização, e reputação do diretor executivo e do acionista majoritário – que são percebidos pelos *stakeholders*, e é capaz de gerar vantagem competitiva e criar valor.

Fombrun e Shanley (1990), Roberts e Dowling (2002), Thomaz e Brito (2010) e Caixeta *et al.* (2011) comentam que empresas com melhor reputação conseguem obter vantagem competitiva, permitindo a criação de valor (DAVIES *et al.*, 2003; BRITO, 2005; BRITO; BRITO, 2012a, 2012b), entretanto, tais trabalhos não demonstram ser conclusivos. Uma das explicações é a heterogeneidade de métodos utilizados para mensurar a reputação corporativa, que, dependendo da área do conhecimento, pode utilizar métricas distintas, tornando difícil a comparação entre os dois constructos.

Rose e Thomsen (2004) versam que as empresas que criam valor devido à reputação corporativa conseguem reter e atrair bons profissionais, diminuir os riscos dos investimentos, cativar os clientes, em que estes estariam dispostos a pagar a mais para obter seus produtos/serviços, e manter a empresa estável, durante um período e até em momentos de crise (ROSE; THOMSEN, 2004).

Dentre os estudos que verificaram a relação da reputação corporativa com a criação de valor, também, considerada como desempenho empresarial, destacam-se os estudos de Roberts e Dowling (2002), Brito (2005), Inglis *et al.* (2006), Sánchez e Sotorrió (2007), Thomaz e Brito (2010), Caixeta *et al.* (2011) e Wang (2014), brevemente descritos a seguir.

Roberts e Dowling (2002) examinaram o impacto da reputação corporativa no desempenho financeiro das empresas participantes do *ranking* As Empresas Mais Admiradas da América, da revista Fortune, durante o período de 1984 a 1998, sendo o desempenho financeiro representado pelo *return on asset* (ROA). Foi constatada uma correlação positiva entre a reputação e o crescimento e a sustentabilidade (desempenho), na medida em que as empresas com boa reputação são mais aptas a conquistar o aumento da lucratividade e a sua sustentabilidade ao longo do tempo.

Brito (2005) avaliou a relação entre a reputação corporativa e seus componentes (imagem e identidade corporativa) e o desempenho econômico de agências de um dos maiores bancos de varejo privado nacional. Para a consecução do estudo, foram entrevistados 595 clientes e 104 funcionários em janeiro e fevereiro de 2005. A autora observou uma baixa correlação entre a percepção da imagem e da reputação das agências pelos clientes e o desempenho econômico dessas, entretanto a percepção da identidade e da imagem das agências pelos funcionários explicou aproximadamente 70% da variação do desempenho econômico das agências em análise.

Inglis *et al.* (2006) buscaram testar a associação entre a reputação corporativa e o desempenho corporativo em 77 empresas australianas listadas no Reputex, em 2003 e 2004. Foram utilizadas quatro medidas para operacionalizar o desempenho corporativo: *return on asset* (ROA), *return on equity* (ROE), *return on investment* (ROI) e *market-to-book* (MTB). Os autores constataram não haver associação entre a reputação corporativa e o desempenho corporativo.

Sánchez e Sotorrió (2007) analisaram a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor. No contexto espanhol, foram analisadas as 100 empresas com maior

prestígio com base no *ranking* da Merco do período de 2004. Os autores concluíram que a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor é não linear, mas é positiva, além do fato de que o processo de criação de valor por meio da reputação é influenciado por uma série de fatores contingenciais, como a estratégia de diferenciação, a intensidade competitiva e o poder dos *stakeholders*.

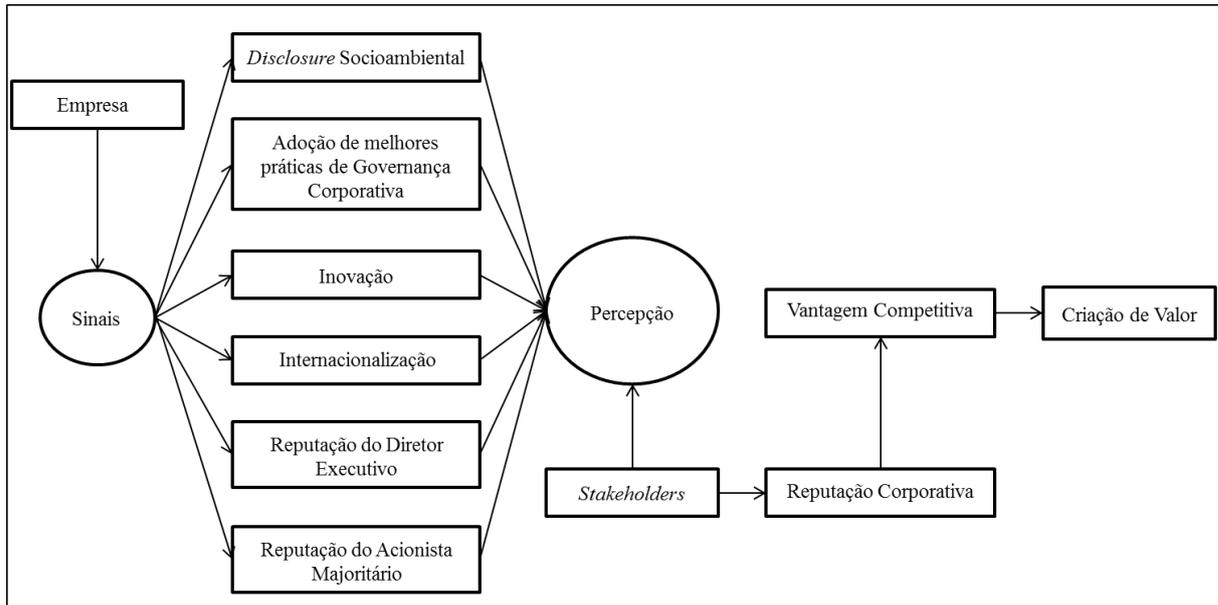
Thomaz e Brito (2010) testaram a relação entre a reputação, identificação, comunicação e desempenho organizacional. Para tanto, foram coletados dados de 12 empresas, resultando numa amostra de 2.139 respondentes (1.025 funcionários e 1.114 clientes), utilizando-se de uma modelagem de equações estruturais. Os resultados da pesquisa mostraram que são significativos os efeitos da comunicação sobre a identificação organizacional e sobre a reputação, assim como, os efeitos da identificação sobre a reputação. Verificou-se também que é elevado o impacto da reputação sobre o desempenho. Os autores concluem que a comunicação e a identificação são fatores críticos para explicar a variabilidade da avaliação da reputação e do desempenho organizacional.

Caixeta *et al.* (2011) estudaram a relação entre a reputação corporativa – que considera as dimensões governança, desempenho e produtos e serviços – e o desempenho econômico-financeiro nos cinco grandes grupos empresariais brasileiros: Embraer, Pão-de-Açúcar, Petrobras, Vale e Votorantim. Como variável de desempenho, foram utilizados os seguintes indicadores: receita operacional bruta, receita operacional líquida, *earnings before income, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA), lucro bruto, lucro operacional, lucro líquido, ativo total, patrimônio líquido e investimentos no período (excluídas as aquisições). Os resultados apontaram não existir uma relação direta entre o desempenho econômico-financeiro e a reputação das empresas.

Wang (2014) investigou como o capital relacional intermedia o impacto da reputação corporativa na vantagem competitiva. No contexto taiwanês, foram analisadas 80 empresas do setor de alta tecnologia durante o período de 2002 a 2011. O autor concluiu que a reputação corporativa afeta o capital relacional, que, por sua vez, afeta positivamente a vantagem competitiva; assim, a reputação não influencia diretamente a vantagem competitiva.

Dessa forma, com base na literatura pesquisada em que se verifica não haver consenso entre os construtos reputação corporativa e criação de valor, o estudo propõe o modelo teórico apresentado na Figura 1 para investigar a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor para os acionistas, utilizando como medida de reputação corporativa alguns *rankings* de reputação, conforme detalhado na seção seguinte.

Figura 1 – Modelo Teórico da pesquisa



Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir da Figura 1, pode-se observar que a reputação corporativa, como um recurso estratégico, é capaz de gerar vantagem competitiva e criar valor a partir da percepção do mercado (*stakeholders*) com base nos sinais emitidos pelas empresas, que nesse estudo são representados pelos: *disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização, e reputação do diretor executivo e do acionista majoritário.

Para comprovar o modelo teórico (Figura 1), bem como testar as hipóteses da pesquisa já apresentadas, a seção seguinte apresenta o método aplicado ao estudo, detalhando as variáveis utilizadas e o tratamento estatístico dos dados.

### **3. MÉTODO DE PESQUISA**

#### **3.1. Tipologia da Pesquisa**

O delineamento desta pesquisa se dá em função do seu objetivo, dos procedimentos e da abordagem do problema. De acordo com Sampieri, Collado e Lucio (2013, p. 102), “a pesquisa descritiva busca especificar propriedades e características importantes de qualquer fenômeno que se analise”. Desse modo, no que tange aos objetivos, esta pesquisa consiste em um estudo descritivo, a fim de investigar os sinais construtivos e implicações da reputação corporativa na criação de valor.

Quanto aos procedimentos, trata-se de pesquisa documental. De acordo com Martins e Theóphilo (2009, p. 85), a pesquisa documental “se assemelha à pesquisa bibliográfica, todavia não levanta material editado – livros, periódicos etc. –, mas busca material que não foi editado”. Assim, na presente pesquisa são analisados os Relatórios Anuais e/ou de Sustentabilidade, os Formulários de Referência, as Demonstrações Financeiras Padronizadas, as Notas Explicativas, o Estatuto Social disponibilizados no endereço eletrônico da BM&FBovespa e nos sites institucionais das empresas, além dos dados da base Economática<sup>®</sup>.

Quanto à abordagem do problema, a pesquisa possui a natureza quantitativa, pois se utiliza da medição numérica dos dados coletados para testar hipóteses por meio de testes estatísticos e, a partir daí, estabelecer padrões de comportamentos (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2013). Dessa forma, verifica-se a associação dos sinais *disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização e reputação do diretor executivo (gestão) e do acionista majoritário (controle) construtivos da reputação corporativa, além da relação entre a reputação corporativa com a criação de valor, por meio de testes estatísticos: Análise Fatorial, Teste de Correlação, Regressão Linear Múltipla e Teste de Diferenças entre Médias.

#### **3.2. População e Amostra da Pesquisa**

A população da pesquisa é composta por todas as empresas listadas na BM&FBovespa em 21 de março de 2014, totalizando 525 companhias de capital aberto. Para a definição da amostra, foram selecionadas as empresas que apresentaram o valor de mercado, referente ao exercício social findo em 31/12/2013, na base de dados Economática<sup>®</sup>, totalizando 305 empresas. A escolha desse critério para definição da amostra justifica-se na medida em que uma das variáveis que representa a criação de valor (MVA<sup>®</sup>), a ser utilizada no presente estudo, é mensurada a partir do valor de mercado da empresa.

Para atender os objetivos propostos, a amostra é dividida em dois grupos de empresas: a) empresas que constam em pelo menos um dos sete *rankings* a seguir: As melhores empresas do Brasil, da revista Época Negócios; As melhores empresas para você trabalhar, da revista Você S/A; As empresas com melhor reputação no Brasil, da revista Exame; As marcas mais valiosas do Brasil, da revista IstoÉ Dinheiro; As multinacionais brasileiras com maior presença lá fora, da Fundação Dom Cabral; As mais admiradas no Brasil, da revista Carta Capital; e As empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa, da revista Exame; e, b) empresas que não constam em nenhum dos sete *rankings* apresentados.

A Tabela 1 apresenta as empresas que compõem a amostra, distribuída pelos dez setores de atuação, conforme classificação da BM&FBovespa, considerando-se os dois grupos de empresas, que possuem e que não possuem reputação.

Tabela 1 – Composição da amostra por setor de atuação da BM&FBovespa

Setor	Amostra		Empresas com reputação corporativa		Empresas sem reputação corporativa	
	Qtde	Proporção (%)	Qtde	Proporção (%)	Qtde	Proporção (%)
Bens Industriais	30	9,8	12	9,2	18	10,3
Construção e Transporte	44	14,4	22	16,8	22	12,6
Consumo Cíclico	50	16,4	16	12,2	34	19,5
Consumo não Cíclico	35	11,5	18	13,7	17	9,8
Financeiro e Outros	56	18,4	20	15,3	36	20,7
Materiais Básicos	34	11,1	15	11,5	19	10,9
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	6	2	1	0,8	5	2,9
Tecnologia da Informação	6	2	4	3,1	2	1,1

Telecomunicações	6	2	5	3,8	1	0,6
Utilidade Pública	38	12,5	18	13,7	20	11,5
<b>Total</b>	<b>305</b>	<b>100</b>	<b>131</b>	<b>100</b>	<b>174</b>	<b>100</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que as empresas que compõem a amostra estão dispersas entre os setores de atuação, sendo os mais expressivos os setores Financeiro e Outros (18,4%), Consumo Cíclico (16,4%), Construção e Transporte (14,4%) e Utilidade Pública (12,5%), que juntos correspondem a mais de 60% da amostra. Os setores menos expressivos são Petróleo, Gás e Biocombustíveis (2%), Tecnologia da Informação (2%) e Telecomunicações (2%), que correspondem a 6% da amostra.

Além da distribuição da amostra por setor de atuação, cabe destacar os segmentos de listagem das empresas na bolsa brasileira. A Tabela 2 apresenta a distribuição da amostra, por critério, entre os segmentos de listagem da BM&FBovespa.

Tabela 2 – Composição da amostra por segmento de listagem da BM&FBovespa

Segmento de Listagem	Amostra		Empresas com reputação corporativa		Empresas sem reputação corporativa	
	Qtde	Proporção (%)	Qtde	Proporção (%)	Qtde	Proporção (%)
Mercado Tradicional	121	39,7	26	19,8	95	54,6
Nível 1	30	9,8	22	16,8	8	4,6
Nível 2	21	6,9	11	8,4	10	5,7
Novo Mercado	126	41,3	71	54,2	55	31,6
Bovespa Mais e BDR	7	2,3	1	0,8	6	3,4
<b>Total</b>	<b>305</b>	<b>100</b>	<b>131</b>	<b>100</b>	<b>174</b>	<b>100</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se que mais de 40% das empresas estão inseridas no segmento de listagem Novo Mercado. Ressalta-se que o Novo Mercado é o segmento da bolsa brasileira que possui o maior nível de exigência de adoção de boas práticas de governança corporativa, seguido dos níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 2 e Nível 1), diferente do Mercado Tradicional que não possui regras de adoção de práticas de governança corporativa.

### 3.3. Coleta e Operacionalização dos Dados

A fonte da coleta dos dados referentes aos sinais construtivos da reputação corporativa considerados na pesquisa é secundária. Os dados referentes ao *disclosure* socioambiental são extraídos dos Relatórios Anuais e/ou de Sustentabilidade referentes aos exercícios sociais findos em 31/12/2010, 31/12/2011 e 31/12/2012, disponibilizados nos sítios institucionais das empresas. Por sua vez, os dados referentes à adoção de melhores práticas de governança corporativa são obtidos a partir dos Formulários de Referência e das Demonstrações Financeiras Padronizadas, disponíveis no endereço eletrônico da BM&FBovespa, referentes ao exercício de 2010, 2011 e 2012, além dos Estatutos Sociais, disponíveis nos sites institucionais das empresas.

Os dados sobre a inovação são extraídos das Notas Explicativas às demonstrações financeiras das empresas referentes aos exercícios sociais findos em 31/12/2010, 31/12/2011 e 31/12/2012, e os dados da internacionalização são extraídos do Formulário de Referência do exercício de 2010, 2011 e 2012, assim como os dados que compõem a reputação do diretor executivo, todos disponíveis no endereço eletrônico da BM&FBovespa. Os dados referentes à reputação do acionista majoritário foram obtidos no portal eletrônico do Jornal Valor Econômico e da Revista Exame, dos anos de 2010, 2011 e 2012.

Cabe observar que os dados das variáveis que compõem o fator reputação corporativa por sinais são referentes aos exercícios sociais findos em 31/12/2010, 31/12/2011 e 31/12/2012, pois a reputação corporativa é um fator construído ao longo do tempo (ROBERTS; DOWLING, 2002). Já a reputação corporativa por *rankings*, que é mensurada por um conjunto de *rankings* (As melhores empresas do Brasil, da revista Época Negócios; As melhores empresas para você trabalhar, da revista Você S/A; As empresas com melhor reputação no Brasil, da revista Exame; As marcas mais valiosas do Brasil, da revista IstoÉ Dinheiro; As multinacionais brasileiras com maior presença lá fora, da Fundação Dom Cabral; e As mais admiradas no Brasil, da revista Carta Capital), utiliza somente um exercício social (2012), pois já considera a característica temporal.

Quanto à criação de valor, os dados para a construção dos indicadores são obtidos na base de dados Económica<sup>®</sup>, referentes aos períodos de 31/12/2013. Ressalta-se que a análise da relação entre os sinais construtivos da reputação corporativa e a criação de valor, assim como a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor utiliza o critério da

defasagem temporal, adotado em outros estudos (HOLANDA *et al.*, 2011; ALVES *et al.*, 2013). A defasagem temporal corresponde ao período de tempo entre a divulgação das informações e a percepção do mercado em relação a esses sinais (JACOBSON; AAKER; 1993). Assim, a reputação corporativa por sinais e a reputação corporativa por *rankings* de exercício anterior impactaria na criação de valor em um exercício posterior – esse período, no presente estudo, é de um exercício social. A utilização desse método para verificar a relação entre reputação corporativa e criação de valor é justificada pelo estudo de Roberts e Dowling (2002), no qual os impactos da reputação corporativa são observados em períodos subsequentes (ROBERTS; DOWLING, 2002).

Já as informações adicionais que são utilizadas na forma de variáveis de controle, como o tamanho, o endividamento, a oportunidade de crescimento e a intangibilidade da empresa, são obtidas na base de dados Económica<sup>®</sup>.

### 3.3.1. Variáveis da pesquisa

As variáveis *disclosure* socioambiental, as melhores práticas de governança corporativa, a inovação, a internacionalização, a reputação do diretor executivo e a reputação do acionista majoritário são utilizadas para compor o fator reputação corporativa por sinais, para o qual se recorre da Análise Fatorial. Para tanto, utiliza-se a técnica de análise de conteúdo que, segundo Bardin (2011), leva em consideração o conteúdo, eventualmente sua forma e a sua distribuição.

O *disclosure* socioambiental é calculado por meio de um índice adaptado de Murcia (2009). Esse índice foi utilizado em outros estudos como o de Souza, Lunkes e Uhlmann (2010), Souza, Murcia e Marcon (2011) e Murcia e Santos (2012), em que as informações de cunho socioambiental são divididas em 11 categorias e 42 itens: informações financeiras sociais (1), produtos e serviços (2), colaboradores (9), políticas ambientais (5), gestão e auditoria ambiental (3), impacto dos produtos e serviços no meio ambiente (7), energia (3), informações financeiras ambientais (4), educação e pesquisa ambiental (2), mercado de créditos de carbono (4) e outras informações ambientais (2) (Apêndice A).

Destarte, é analisado nos relatórios anuais e de sustentabilidade palavras-chave referente aos 42 itens mencionados anteriormente. A análise do *disclosure* socioambiental é expressa de forma binária, atribuindo-se a nota “0” a cada item não divulgado pela empresa, e

a nota “1” em cada caso positivo. Uma vez atribuídos valores aos indicadores, o nível de *disclosure* socioambiental de cada empresa é o somatório dos itens observados nos relatórios anuais e de sustentabilidade dividido pelo número de itens possíveis (42 itens). No presente estudo, o *disclosure* socioambiental é definido pela variação do nível de *disclosure* do período, ajustado pelo Ativo Total do exercício seguinte. Assim como no estudo de Campos (2011), as empresas da amostra são de diferentes ramos de atividades, portes e possuem uma quantidade de colaboradores que varia conforme outras especificidades, sendo, dessa forma, ajustadas pelo Ativo Total para reduzir o efeito da especificidade das empresas. A Equação 1 apresenta o cálculo do *disclosure* socioambiental.

$$\text{DISC} = \Delta \text{DISC}_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013} \quad (\text{Equação 1})$$

A adoção de melhores práticas de governança corporativa é um grau baseado no trabalho de Lameira (2007), utilizado em estudos como o de Lameira *et al.* (2011), Kawakami (2012) e Lameira (2012), em que as informações estão divididas em 5 categorias e 18 questões (Apêndice B): estrutura de propriedade e controle (4 questões), nível de *disclosure* das informações e benefícios privados de controle (1 questão), auditoria e conselho fiscal (3 questões), conselho de administração e política de remuneração (6 questões), e relacionamento com investidores (4 questões).

Destarte, são analisadas nos Formulários de Referência, nos Estatutos Sociais e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (Balanço Patrimonial) as 18 questões adaptadas de Lameira (2012). O grau de adoção de melhores práticas de governança corporativa é determinado de forma binária. Assim, quando verificado a existência da informação de determinada questão atribui-se o valor “1” e caso negativo, o valor “0” (zero). O grau de adoção de melhores práticas de governança é o somatório das questões observadas nos Formulários de Referência, nos Estatutos Sociais e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (Balanço Patrimonial), dividido pelo número de questões possíveis (18 questões) (Apêndice B). A adoção de melhores práticas de governança corporativa é definida pela variação do grau de adoção de melhores práticas de governança no período, ajustado pelo Ativo Total do período seguinte, conforme a Equação 2.

$$\text{GOV} = \Delta \text{GOV}_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013} \quad (\text{Equação 2})$$

A variável inovação corresponde à proporção de ativos intangíveis de inovação pelo total de ativos intangíveis das empresas, em que os ativos de inovação obedecem à classificação de Brooking (1996), Lev (2001) e Kayo (2002) representados, no estudo, por

marcas e patentes e ativos intangíveis em desenvolvimento. Os dados dos ativos intangíveis das empresas são extraídos das Notas Explicativas às demonstrações contábeis. A inovação é definida pela variação da proporção de ativos intangíveis de inovação pelo total de ativos intangíveis no período, ajustado pelo Ativo Total do período seguinte, conforme a Equação 3.

$$\text{INOV} = \Delta \text{INOV}_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013} \quad (\text{Equação 3})$$

Por sua vez, a internacionalização é caracterizada pela internacionalização do capital social, que, de acordo com Arantes e Furquim (2011), é um dos primeiros passos para a internacionalização dos negócios. Portanto, a internacionalização é mensurada pela porcentagem de capital estrangeiro entre os principais acionistas das empresas (LOUREIRO; SANTOS, 1991; MAIA; VASCONCELOS; DE LUCA, 2013; SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2013), divulgada no Formulário de Referência das empresas. Neste estudo, a internacionalização é definida pela variação da porcentagem de capital estrangeiro entre os principais acionistas das empresas no período, ajustado pelo Ativo Total do período seguinte, conforme a Equação 4.

$$\text{INTER} = \Delta \text{INTER}_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013} \quad (\text{Equação 4})$$

A reputação do gestor, que no estudo analisa a reputação do diretor executivo, é representada por um índice baseado no trabalho de Niap e Taylor (2012), que leva em conta quatro aspectos: qualificação, participação em conselhos, mandato e experiência anterior, conforme demonstrado no Quadro 2.

Quadro 2 – Índice de reputação do diretor executivo

Aspecto	Operacionalização
Qualificação	1 = ensino médio ou inferior; 2 = grau de bacharel; 3 = pós-graduações.
Participação em conselhos	1 = nenhuma; 2 = participação em outro conselho de administração; 3 = participação em mais de um conselho de administração.
Mandato	1 = até dois anos; 2 = não mais de três anos; 3 = mais de três anos.
Experiência anterior	1 = tinha experiência prévia de trabalho gerencial, mas não como um diretor de qualquer empresa; 2 = tinha experiência de trabalho anterior como diretor de uma empresa não listada em bolsa; 3 = era um diretor de uma empresa listada em alguma bolsa.

Fonte: Adaptado de Niap e Taylor (2012).

Dessa forma, o índice de reputação do gestor, ou diretor executivo, é mensurado conforme segue: primeiro, somam-se os pontos de cada aspecto (qualificação, participação em

conselhos, mandato e experiência anterior) do diretor executivo; depois, divide-se o somatório obtido pela quantidade de pontos possíveis, no caso, 12 pontos. Logo, se um diretor executivo obtiver pontuação 3 (três) em cada aspecto, este obterá o resultado de valor 1 (hum), o que equivale ao índice de 100% . Tais informações são coletadas no Formulário de Referência. A reputação do gestor é definida pela variação do índice de reputação do diretor executivo no período, ajustado pelo Ativo Total do período seguinte, conforme a Equação 5.

$$RDE = \Delta RDE_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013} \quad (\text{Equação 5})$$

Para a reputação do acionista majoritário é utilizado o critério da exposição desse acionista na mídia. A variável exposição na mídia foi adotada nos estudos de Fombrun e Shanley (1990), Aerts e Cormier (2009), Brammer, Millington e Pavelin (2009) e Cho *et al.* (2012) e representa a popularidade do acionista majoritário mensurada pela quantidade de vezes que seu nome é citado em jornais e revistas especializadas. Para tanto, a presente pesquisa utiliza dois meios eletrônicos: o jornal Valor Econômico (<http://www.valor.com.br>) e a revista Exame (<http://exame.abril.com.br>). Assim, a reputação do acionista majoritário é composta pelo somatório do número de citações em jornal e em revista em cada período analisado. A reputação do acionista majoritário é definida pela variação do total de citações na mídia no período, ajustado pelo Ativo Total do período seguinte, conforme a Equação 6.

$$RAM = \Delta RAM_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013} \quad (\text{Equação 6})$$

O Quadro 3 apresenta um resumo das variáveis que compõem a reputação corporativa e que serão utilizadas na Análise Fatorial.

Quadro 3 – Variáveis que compõem a reputação corporativa

Variável		Operacionalização	Fundamentação Teórica
Disclosure Socioambiental	DISC	DISC: somatório dos itens socioambientais observados nos relatórios anuais e de sustentabilidade dividido pelo número de itens possíveis (42 itens).  $DISC = \Delta DISC_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013}$	Murcia (2009), Souza, Lunke e Uhlmann (2010), Souza, Murcia e Marcon (2011) e Murcia e Santos (2012)
Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa	GOV	GOV: somatório das questões sobre práticas de governança, observadas nos Formulários de Referência, nos Estatutos Sociais e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (Balanço Patrimonial),	Lameira (2007), Lameira <i>et al.</i> (2011), Kawakami (2012) e Lameira (2012)

		dividido pelo número de questões possíveis (18 questões). $GOV = \Delta GOV_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013}$	
Inovação	INOV	INOV: proporção de ativos intangíveis de inovação pelo total de ativos intangíveis das empresas. $INOV = \Delta INOV_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013}$	Brooking (1996), Lev (2001) e Kayo (2002)
Internacionalização	INTER	INTER: percentual de capital social estrangeiro entre os principais acionistas. $INTER = \Delta INTER_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013}$	Arantes e Furquim (2011) e Santos, Vasconcelos e De Luca (2013).
Reputação do Diretor Executivo	RDE	RDE: soma aritmética simples das pontuações do diretor executivo para os seguintes aspectos: qualificação, associação profissional, mandato e experiência anterior. $RDE = \Delta RDE_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013}$	Niap e Taylor (2012).
Reputação do Acionista Majoritário	RAM	RAM: somatório do número de citações em jornal e em revista. $RAM = \Delta RAM_{2012-2010} \times \text{Ativo Total}_{2013}$	Fombrun e Shanley (1990), Aerts e Cormier (2009), Brammer, Millington e Pavelin (2009) e Cho <i>et al.</i> (2012).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por sua vez, a reputação corporativa atribuída por *rankings* é mensurada a partir da participação da empresa em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação, ano de referência 2012, que envolve empresas no Brasil (As melhores empresas do Brasil, da revista Época Negócios; As melhores empresas para você trabalhar, da revista Você S/A; As empresas com melhor reputação no Brasil, da revista Exame; As marcas mais valiosas do Brasil, da revista IstoÉ Dinheiro; As multinacionais brasileiras com maior presença lá fora, da Fundação Dom Cabral; As mais admiradas no Brasil, da revista Carta Capital; e As empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa, da revista Exame).

O *ranking* As melhores empresas do Brasil, da revista Época Negócios, avalia as empresas em seis dimensões: desempenho financeiro, governança corporativa, práticas de recursos humanos, inovação, visão de futuro e responsabilidade socioambiental. A avaliação em seis dimensões é feita com base em questionário enviado às empresas, sob a

responsabilidade da fundação Dom Cabral que seleciona previamente as empresas a partir do critério das maiores empresas do país por receita líquida.

O *ranking* As melhores empresas para você trabalhar, da revista Você S/A, avalia o índice de felicidade do trabalho. O índice é calculado por meio de três notas: a primeira corresponde aos empregados, a segunda corresponde aos responsáveis pelo Recursos Humanos (RH) e a última corresponde aos jornalistas da Você S/A. Para tanto, após a inscrição da empresa para participar do *ranking*, funcionários são escolhidos aleatoriamente para responder a um questionário de 80 questões relativas ao ambiente de trabalho (primeira nota). O responsável pelo RH preenche outro questionário, que aborda temáticas relacionadas à cidadania empresarial, estratégia e gestão, carreira, desenvolvimento, liderança, saúde e remuneração (segunda nota). Uma equipe da Você S/A confirma as instalações das companhias pré-selecionadas a partir dos questionários respondidos, e entrevistam profissionais de RH e representantes dos níveis operacional e gerencial (terceira nota). Posteriormente, o índice de felicidade do trabalho é definido com a soma das notas, e assim, são definidas as 150 melhores empresas do ano.

O *ranking* As empresas com melhor reputação no Brasil, da revista Exame, revela quais as empresas têm a melhor imagem no mercado brasileiro. Para chegar aos nomes que compõem o *ranking* de reputação, a Merco, em parceria com o Ibope, compila dados econômicos das empresas e consulta 450 executivos, 259 analistas de mercado, além de mil consumidores. A pesquisa é auditada pela consultoria KPMG. Para a construção do *ranking*, altos executivos e especialistas de mercado avaliam os resultados econômico-financeiros, a qualidade da informação econômica, a qualidade do produto e serviços, o respeito aos direitos do consumidor, o compromisso com a comunidade, a responsabilidade socioambiental e a qualidade laboral. Também é consultada a população em geral e realizada uma avaliação direta da empresa, *in loco*, por meio de “questionário de mérito”.

O *ranking* As marcas mais valiosas do Brasil, da revista IstoÉ Dinheiro, considera duas dimensões no processo de valoração: a financeira, em que é avaliado o valor dos ativos intangíveis obtido pela diferença entre o valor econômico e o valor contábil dos ativos tangíveis, e a de mercado, que é a contribuição da marca, representada por uma parcela do resultado da dimensão financeira.

O *ranking* As multinacionais brasileiras com maior presença lá fora, da Fundação Dom Cabral, avalia quais são as empresas brasileiras que atuam no exterior a partir de unidades próprias. Para participar desse *ranking*, as empresas têm que ter capital e controle

majoritariamente brasileiro; ser grupos empresariais e empresas individuais não controladas majoritariamente por outros grupos; possuir presença física no exterior a partir de escritórios comerciais, depósitos e centrais de distribuição, montagem, manufatura, prestação de serviços, agências bancárias, centros de P&D e franquias. Empresas em estágios iniciais de internacionalização que apenas exportam ou atuam no exterior através de representantes comerciais não se qualificam para o *ranking*. A mensuração da presença das empresas no mercado externo é verificada por meio do índice de transnacionalidade, calculado pelo somatório dos seguintes itens: a razão entre os ativos no exterior e os ativos no país, a razão entre a receita no exterior e a receita no país e a razão entre o número de funcionários no exterior e o número de funcionários no país.

O *ranking* As mais admiradas no Brasil, da revista Carta Capital, utiliza um conjunto de fatores-chave que representa a admiração: a ética, a inovação, a qualidade de produtos e serviços, respeito pelo consumidor, solidez financeira, qualidade de gestão, desenvolvimento sustentável, compromisso com RH, responsabilidade social, notoriedade, capacidade com o país e as mais presentes nas redes sociais. Para a construção do *ranking*, são realizadas entrevistas, por telefone, com executivos no Brasil.

O *ranking* As empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa, da revista Exame, revela as empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa no Brasil. Para obter o *ranking*, a Merco, em parceria com o Ibope, compila dados econômicos com as empresas e consulta 450 executivos, 259 analistas de mercado, além de mil consumidores. A pesquisa é auditada pela consultoria KPMG. O *ranking* observa itens como comportamento ético da empresa, transparência, responsabilidade com funcionários, compromisso com meio ambiente e contribuição à comunidade. Ressalta-se que os *rankings* As empresas com melhor reputação do Brasil e As empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa são elaborados a partir das mesmas empresas, contudo, o foco de análise é diferente: o primeiro *ranking* tem um cariz mais financeiro, enquanto o segundo *ranking* tem uma abordagem voltada para a ética, transparência, credibilidade e ações socioambientais.

A reputação de cada empresa é mensurada a partir dos seguintes procedimentos, adotados nessa ordem: a) verifica-se a classificação da empresa no *ranking*; b) a classificação é invertida de acordo com a quantidade de posições no *ranking*; c) os pontos obtidos pela empresa correspondem a sua classificação invertida; d) devido à diferença de posições nos *rankings*, os pontos são ajustados para compreender um intervalo de 0 a 100, de forma que os

*rankings* possuam o mesmo peso; e) soma-se a quantidade de pontos obtidos em cada *ranking*; f) divide-se o somatório por sete; e g) aplica-se o exponencial para normalizar o valor da reputação da empresa.

Para melhor entendimento, apresenta-se o seguinte exemplo: em um *ranking* de 100 empresas, o primeiro passo (a) é verificar a classificação da empresa no *ranking*. Supondo-se que a empresa esteja em 1ª posição, o segundo passo (b) é inverter a classificação de acordo com a quantidade de posições no *ranking*, ou seja, a nova posição, com a classificação inversa da empresa, é a 100ª posição. O terceiro passo (c) é pontuar de acordo com a classificação invertida: essa empresa tem então, 100 pontos. Em seguida (d), esse processo deverá ser feito para cada um dos demais *rankings* em que a empresa constar; depois somar a quantidade de pontos obtidos em cada *ranking* (e); e, por último, dividir o somatório da pontuação por sete (f). Como o *ranking* desse exemplo é de 100 posições não há necessidade do quarto passo (d). A seguir, exemplifica-se quando a empresa participar de um *ranking* com mais de 100 posições.

Supondo um *ranking* de 250 empresas, verifica-se a classificação da empresa no *ranking* (a). Sua posição é a 50ª e, portanto, deve-se inverter a classificação de acordo com a quantidade de posições no *ranking* (b). Nesse caso, a classificação inversa da empresa é a 200ª. No terceiro passo (c), pontua-se a empresa de acordo com a classificação invertida, ou seja, essa empresa tem 200 pontos. Levando em conta que o *ranking* é de 250 posições, é necessário ajustar a pontuação para o intervalo de 0 a 100. Dessa forma, o quarto passo (d) é fazer uma regra de três simples, em que 250 pontos equivalem a 100 pontos, logo, 200 pontos equivalem a 80 pontos, que são os pontos que a empresa obteve nesse *ranking*. Faz-se procedimento semelhante nos demais *rankings* em que a empresa participa. O passo seguinte é a soma da quantidade de pontos obtidos em cada *ranking* (e). Se a empresa tiver totalizado, por exemplo, 480 pontos no somatório de todos os *rankings*, o último passo (f) é dividir o somatório dos pontos por sete (número de *rankings* adotados no estudo). Assim, a empresa totaliza, supostamente, 68,57 pontos, sendo, por último, aplicado a função exponencial.

A criação de valor é mensurada a partir dos seguintes indicadores: o EVA<sup>®</sup> e o MVA<sup>®</sup>. O EVA<sup>®</sup> considera o lucro líquido (LL), o patrimônio líquido e o custo de capital próprio (CC).

O custo de capital próprio, estimado por meio do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM), é calculado com base na taxa livre de risco (RF), no beta de mercado do ativo ( $\beta$ ), no retorno da carteira de mercado (RM) e no prêmio pelo risco do país

(RP), em que o retorno da carteira de mercado menos a taxa de livre de risco (RM – RF) é igual ao prêmio de risco de mercado (ALBANEZ, 2012). Segundo Albanez (2012), o custo de capital próprio é mensurado conforme mostra a Equação 7.

$$CC_i = RF + \beta_i \times (RM-RF) + RP \quad (\text{Equação 7})$$

A operacionalização das variáveis que compõem o custo de capital próprio é descrita no Quadro 3, com base no estudo de Albanez (2012).

Quadro 4 – Variáveis que compõem o custo de capital próprio

Variável		Operacionalização	Fonte de Dados
Taxa Livre de Risco	RF	Taxa de remuneração nominal do título do tesouro norte americano (T-Bond) com maturidade de 10 anos como taxa livre de risco	Damodaran <i>Online</i>
Beta de Mercado do Ativo	$\beta$	Para obter o beta alavancado: 1) Classificação de cada empresa em um dos setores americanos; 2) Obtenção do beta desalavancado médio do setor americano de referência para cada empresa da amostra; 3) Alavancagem do beta obtido no passo "2" pela alavancagem de cada empresa brasileira, da seguinte forma: $Beta_{Alav} = Beta_{Desalav} \times [1 + PO/PL] \times (1 - IR)$ , no qual $Beta_{Alav}$ é Beta alavancado; $Beta_{Desalav}$ é Beta desalavancado; PO é Passivo Oneroso; PL é Patrimônio Líquido e IR é alíquota de impostos aproximada em 34% (25% de Imposto de Renda e 9% de Contribuição Social)	Damodaran <i>Online</i> e Economática®
Prêmio de Risco de Mercado	RM-RF	Média móvel histórica do retorno <i>ex-post</i> da carteira de mercado S&P500 menos o retorno do T-Bond, considerando um longo período de tempo (1928-ano atual)	Damodaran <i>Online</i>
Risco País	RP	Índice de Títulos de Mercados Emergentes - Brasil (Embi+Br), desenvolvido pelo banco JP Morgan	Acionista.com.br

Fonte: Elaborado a partir de Albanez (2012).

Com base nos estudos de Ehrbar (1999), Santos e Watanabe (2005) e Cerqueira, Soares e David (2009), o EVA® é calculado conforme a Equação 8.

$$EVA = LL - (PL \times CC) \quad (\text{Equação 8})$$

Por sua vez, o MVA® considera o valor de mercado (VM) e o patrimônio líquido (PL). Com base nos estudos de Frezatti (1998), Ehrbar (1999) e Cerqueira, Soares e David (2009), o MVA® é calculado conforme a Equação 9.

$$\text{MVA} = \text{VM} - \text{PL} \quad (\text{Equação 9})$$

O estudo, também, se utiliza de outras variáveis, que não são sinais emitidos pelas empresas, mas que, em conjunto, colaboram para a reputação corporativa e para a criação de valor, que, no caso, são o tamanho, o endividamento, a oportunidade de crescimento e a intangibilidade. O tamanho é mensurado pelo logaritmo natural do Valor Adicionado das empresas; o endividamento é medido pelo logaritmo do quociente entre o Passivo (Circulante e Não Circulante) e o Ativo Total; a oportunidade de crescimento utiliza como *proxy* o Q de Tobin ajustado de Chung e Pruitt (1994), em que é calculado pela soma do Valor de Mercado e Passivo (Circulante e Não Circulante) dividido pelo Ativo Total; e a intangibilidade é mensurada pelo quociente entre o Valor de Mercado e o Patrimônio Líquido.

Levando em conta os objetivos da pesquisa, o Quadro 4 apresenta as variáveis utilizadas para testar as hipóteses, a sua operacionalização bem como a fundamentação teórica.

Quadro 5 – Variáveis da pesquisa

Variável		Operacionalização	Fundamentação Teórica
Criação de Valor	EVA	Lucro Líquido – (Patrimônio Líquido x Custo de Capital Próprio)	Ehrbar (1999), Santos e Watanabe (2005) Kayo <i>et al.</i> (2006), Perez e Famá (2006), Bastos <i>et al.</i> (2009) e Cerqueira, Soares e David (2009)
	MVA	Valor de mercado – Patrimônio Líquido	Frezatti (1998), Ehrbar (1999), Kayo <i>et al.</i> (2006), Bastos <i>et al.</i> (2009) e Cerqueira, Soares e David (2009)
Reputação Corporativa	REP	A reputação corporativa é obtida pela participação da empresa em um dos sete <i>rankings</i> de reputação utilizados no estudo.	Fombrun e Shaleuy (1990), Roberts e Dowling (2002), Inglis, Morley e Sammut (2006), Caixeta <i>et al.</i> (2011), Melo e Garrido-Morgado (2012) e

	Fator_REP	A reputação corporativa por sinais é obtida por meio do resultado da Análise de Fatorial que utiliza as variáveis descritas no Quadro 3.	Cardoso <i>et al.</i> (2013)
Tamanho	TAM	Logaritmo natural do Valor Adicionado	Claessens <i>et al.</i> (2002), Roberts e Dowling (2002), Rose e Thomsen (2004) e Klann e Beuren (2011).
Endividamento	END	Logaritmo natural do quociente entre o Passivo (Circulante e Não Circulante) e o Ativo Total	Horiuchi (2010), Michelin (2011) e Rossoni e Machado-da-Silva (2012)
Oportunidade de Crescimento	QTobin	$[\text{Valor de Mercado} + \text{Passivo (Circulante e Não Circulante)}] / \text{Ativo Total}$	Chung e Pruitt (1994), Koch e Shenoy (1999) e Santos, Vasconcelos e De Luca (2013).
Intangibilidade	GRI	Valor de Mercado / Patrimônio Líquido	Perez e Famá (2006) e Santos, Vasconcelos e De Luca (2013).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Após definidas as variáveis da pesquisa mostradas no Quadro 4, a subseção seguinte apresenta como essas variáveis são tratadas estatisticamente.

### 3.3.2. Tratamento dos dados

Para alcançar os objetivos do presente estudo são aplicados uma análise descritiva e os seguintes testes estatísticos: a Análise Fatorial, o Teste de Correlação, a Regressão Linear Múltipla e o Teste de Diferenças entre Médias. Para a análise descritiva, a Análise Fatorial, o Teste de Correlação e a Regressão Linear Múltipla são utilizados o grupo de empresas que estão listadas em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação utilizados na pesquisa, que

totaliza 131 empresas. Por sua vez, para o Teste de Diferença entre Médias, faz-se uso do total de empresas da amostra da pesquisa, ou seja, 305 empresas, divididas em dois grupos: empresas com reputação corporativa (131 empresas) e empresas sem reputação corporativa (174 empresas).

Para o primeiro objetivo específico – descrever o perfil das empresas com reputação corporativa –, apresentam-se as características das empresas com reputação corporativa com base nos sinais *disclosure* socioambiental, adoção de boas práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização e reputação do diretor executivo e acionista majoritário.

Para o segundo objetivo específico – analisar a associação entre os sinais construtivos da reputação corporativa (*disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização e reputação do diretor executivo e do acionista majoritário –, é aplicada a Análise Fatorial, que, segundo Fávero *et al.* (2009, p. 235), “é uma técnica multivariada de interdependência que busca sintetizar as relações observadas entre um conjunto de variáveis interrelacionadas, buscando identificar fatores comuns”. Para esse objetivo, as variáveis – *disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização e reputação do diretor executivo e do acionista majoritário da empresa – descritas no Quadro 3 são utilizadas com o propósito de criar uma variável (fator) intitulada reputação corporativa por sinais.

Para atingir o terceiro objetivo específico – verificar a relação entre a reputação corporativa mensurada por *rankings* e a reputação mensurada pelos sinais –, aplica-se o Teste de Correlação (paramétrico, de Pearson, ou não paramétrico, de Spearman, cuja definição depende do resultado do teste de Shapiro-Francia), que, de acordo com Moore (2007), demonstra a relação, positiva ou negativa, e o grau dessa relação entre duas variáveis quantitativas. Quanto ao grau de relação entre as variáveis, Dancey e Reidy (2006) versam que, se o coeficiente for até 0,30 considera-se uma relação fraca, se for entre 0,40 até 0,60 é considerado uma relação moderada, e se for maior que ou igual 0,70 é considerado uma relação forte. Para tanto, utiliza-se a variável reputação corporativa por *rankings* (REP) e a reputação corporativa por sinais (Fator\_REP).

Para o quarto objetivo específico – inquirir semelhanças e diferenças entre as empresas com e sem reputação corporativa quanto à criação de valor – faz-se uso do Teste de Diferenças entre Médias paramétrico (*t* de Student) ou não paramétrico (Mann-Whitney), cuja definição depende do resultado do teste de Shapiro-Francia. Para aplicação do teste, a amostra

utiliza os dois grupos distintos da amostra: grupo 1, representando as empresas com reputação corporativa; e grupo 2, empresas sem reputação corporativa, conforme a Tabela 1. Destarte, a aplicação do Teste de Diferenças entre Médias tem como objetivo verificar se existe diferença significativa na criação de valor entre as empresas com reputação corporativa e as empresas sem reputação corporativa.

Para responder o questionamento da pesquisa e atingir o objetivo geral – investigar a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor nas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa –, aplica-se a Regressão Linear Múltipla. Para tanto, a variável dependente é a criação de valor (EVA e MVA) e a variável independente é a reputação corporativa [reputação corporativa por *rankings* (REP) e reputação corporativa por sinais (Fator\_REP)], além das variáveis de controle – tamanho (TAM), endividamento (END), oportunidade de crescimento (QTobin) e intangibilidade (GRI) como demonstrado nas Equações 10 a 13.

$$EVA_i = \beta_0 + \beta_1 REP_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 END_i + \beta_4 QTobin_i + \beta_5 GRI_i + \varepsilon_i$$

(Equação 10)

$$EVA_i = \beta_0 + \beta_1 Fator\_REP_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 END_i + \beta_4 QTobin_i + \beta_5 GRI_i + \varepsilon_i$$

(Equação 11)

$$MVA_i = \beta_0 + \beta_1 REP_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 END_i + \beta_4 QTobin_i + \beta_5 GRI_i + \varepsilon_i$$

(Equação 12)

$$MVA_i = \beta_0 + \beta_1 Fator\_REP_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 END_i + \beta_4 QTobin_i + \beta_5 GRI_i + \varepsilon_i$$

(Equação 13)

Para a validação dos resultados da Análise Fatorial e da Regressão Linear Múltipla é necessário a verificação do atendimento de alguns pressupostos. Assim, inicialmente, para que os resultados da Análise Fatorial sejam adequados, deve-se efetuar a matriz de correlações; a estatística Kayser-Meyer-Olkin (KMO) e o teste de esfericidade de Bartlett; e a matriz anti-imagem (FÁVERO *et al.*, 2009).

A matriz de correlação verifica a relação linear entre as variáveis com base no coeficiente de correlação de Pearson. Para a Análise Fatorial ser apropriada, o coeficiente deve ser superior a 0,3 (FÁVERO *et al.*, 2009).

A estatística KMO inquirir a adequação da amostra quanto ao grau de correlação parcial entre as variáveis, sendo que possui valores entre 0 (zero) e 1 (um). Quanto mais próximo de 1 (um) mais adequada é a Análise Fatorial, no qual valores iguais ou inferiores a 0,6 indicam que o teste pode ser inadequado (FÁVERO *et al.*, 2009). Já o teste de esfericidade de Bartlett investiga “a hipótese de que a matriz das correlações pode ser a matriz de identidade com determinante igual a 1” (FÁVERO *et al.*, 2009, p. 241). Se a matriz de correlações for igual à matriz identidade, as inter-relações entre as variáveis são iguais a 0, podendo-se recorrer a Análise Fatorial (FÁVERO *et al.*, 2009).

A matriz de correlações anti-imagem apresenta os valores negativos das correlações parciais, além de indicar indícios sobre a necessidade de eliminar alguma variável da Análise Fatorial (FÁVERO *et al.*, 2009). Por meio da diagonal é identificada a *Measure of Sampling Adequacy* (MSA), em que variáveis com baixo valor – inferior a 0,5 – devem ser excluídas da Análise Fatorial.

Para a aplicação do teste Regressão Linear Múltipla, é necessário verificar o atendimento de três pressupostos básicos: normalidade dos resíduos, homocedasticidade dos resíduos e multicolinearidade.

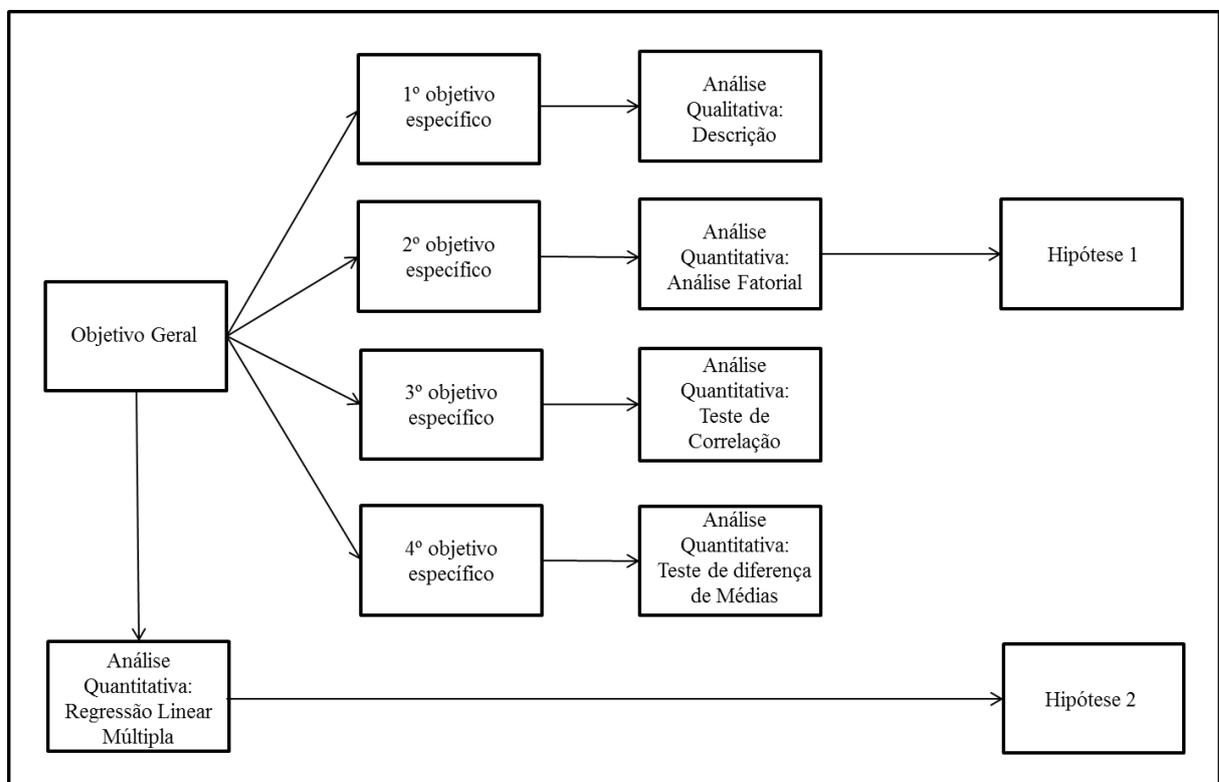
Para a normalidade dos resíduos, é utilizado o teste de Shapiro-Francia em que são observadas duas hipóteses; a hipótese nula de que a distribuição dos resíduos é normal e a hipótese alternativa de que a distribuição dos resíduos não é normal (CUNHA; COELHO, 2009). Para que o pressuposto seja verificado é necessário que a significância do teste seja maior que 5%, aceitando-se, assim, a hipótese nula de que a distribuição dos resíduos é normal.

Para a homocedasticidade, é utilizado o teste de Breusch-Pagan em que são observadas duas hipóteses: a hipótese nula de que os resíduos são homocedásticos e a hipótese alternativa de que os resíduos são heterocedásticos (FÁVERO *et al.*, 2009). Para que o pressuposto seja verificado é necessário que a significância do teste seja maior que 5%, aceitando-se, assim, a hipótese nula de que os resíduos são homocedásticos. Caso o resultado do teste Breusch-Pagan demonstre que os resíduos são heterocedásticos, utiliza-se a regressão robusta pelos mínimos quadrados ponderados, pois, de acordo com Fávero *et al.* (2014), a regressão robusta é um modelo alternativo à regressão pelo método dos mínimos quadrados, quando se decide permanecer com os *outliers* na amostra, além de ser um modelo que corrige o problema de heterocedasticidade.

O último pressuposto é a multicolinearidade e, segundo Fávero *et al.* (2014), não há um teste amplamente aceito para a verificação de tal pressuposto. Para tanto, aplica-se o *Variance Inflation Factor* (VIF) e o teste de Correlação de Pearson. Por meio do VIF, não há problema de multicolinearidade quando o seu valor se encontra no intervalo entre 0 e 5. Por sua vez, pelo teste de Correlação de Pearson não há problema de multicolinearidade quando as variáveis explicativas (independentes e de controle) possuem coeficientes de até 0,6.

A Figura 2 resume a relação entre os objetivos específicos, os tratamentos estatísticos e as hipóteses que são testadas, visando o alcance do objetivo geral do estudo.

Figura 2 – Tratamento dos dados da pesquisa



Fonte: Elaborado pelo autor.

O tratamento dos dados (Análise Fatorial, Teste de Correlação e Regressão Linear Múltipla Teste de Diferenças entre Médias) é realizado com o auxílio dos aplicativos *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS), versão 21, e STATA, versão 13.

## 4. RESULTADOS DA PESQUISA

### 4.1. Análise descritiva dos sinais que compõem a reputação corporativa

Para atender o primeiro objetivo específico, realizou-se uma análise de cada sinal da reputação corporativa, no período de 2010 a 2012, das 131 empresas que estão listadas em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação por setor econômico da BM&FBovespa.

#### 4.1.1. *Disclosure* socioambiental

A coleta de dados acerca do *disclosure* socioambiental foi realizada nos relatórios anuais e/ou de sustentabilidade divulgados pelas empresas em seu portal eletrônico. Dentre as 131 empresas que estão listadas em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação, nem todas possuíam relatórios anuais e/ou de sustentabilidade no período analisado (2010-2012). No ano de 2010, 90 empresas divulgaram relatórios anuais e/ou de sustentabilidade, o que representa aproximadamente 69% da amostra. Já no ano de 2011, 94 empresas evidenciaram relatórios anuais e/ou de sustentabilidade, aproximadamente 72% da amostra. Por sua vez, no ano de 2012, 98 empresas apresentaram relatórios anuais e/ou de sustentabilidade, o que representa aproximadamente 75% da amostra. Esses números sugerem que uma quantidade maior de empresas está divulgando tais relatórios a cada ano do período analisado.

Nesses relatórios foram observadas 11 categorias de *disclosure* (informações financeiras sociais, produtos/serviços, colaboradores, políticas ambientais, gestão e auditoria ambiental, impactos dos produtos e processos no meio ambiente, energia, informações financeiras ambientais, educação e pesquisa ambiental, mercado de créditos de carbono, outras informações ambientais), com base no índice adaptado de Murcia (2009), conforme Apêndice A. A Tabela 3 apresenta a divulgação das categorias e seus respectivos indicadores socioambientais por parte das empresas, no período de análise (2010-2012).

Tabela 3 – Categorias e indicadores de *disclosure* socioambiental divulgados pelas empresas

Categorias / Indicadores		2010	%	2011	%	2012	%	Geral
Informações	IFS1	62	69%	63	67%	82	84%	73%

<b>Financeiras Sociais</b>								
<b>Produtos/Serviços</b>	<b>PS1</b>	50	56%	54	57%	62	63%	58%
	<b>PS2</b>	55	61%	59	63%	47	48%	
<b>Colaboradores</b>	<b>COL1</b>	88	98%	89	95%	93	95%	74%
	<b>COL2</b>	64	71%	62	66%	67	68%	
	<b>COL3</b>	70	78%	79	84%	78	80%	
	<b>COL4</b>	44	49%	61	65%	53	54%	
	<b>COL5</b>	43	48%	60	64%	47	48%	
	<b>COL6</b>	85	94%	88	94%	95	97%	
	<b>COL7</b>	70	78%	78	83%	81	83%	
	<b>COL8</b>	57	63%	62	66%	62	63%	
	<b>COL9</b>	60	67%	73	78%	63	64%	
<b>Políticas Ambientais</b>	<b>PA1</b>	41	46%	49	52%	56	57%	47%
	<b>PA2</b>	19	21%	21	22%	42	43%	
	<b>PA3</b>	54	60%	54	57%	68	69%	
	<b>PA4</b>	23	26%	35	37%	52	53%	
	<b>PA5</b>	49	54%	45	48%	52	53%	
<b>Gestão e Auditoria Ambiental</b>	<b>GAA1</b>	65	72%	74	79%	74	76%	55%
	<b>GAA2</b>	55	61%	52	55%	52	53%	
	<b>GAA3</b>	28	31%	28	30%	35	36%	
<b>Impactos dos Produtos e Processos no Meio Ambiente</b>	<b>IMA1</b>	76	84%	77	82%	88	90%	51%
	<b>IMA2</b>	15	17%	22	23%	26	27%	
	<b>IMA3</b>	62	69%	75	80%	78	80%	
	<b>IMA4</b>	24	27%	55	59%	29	30%	
	<b>IMA5</b>	67	74%	68	72%	82	84%	
	<b>IMA6</b>	34	38%	39	41%	38	39%	
	<b>IMA7</b>	8	9%	5	5%	34	35%	
<b>Energia</b>	<b>EN1</b>	73	81%	78	83%	77	79%	44%
	<b>EN2</b>	16	18%	18	19%	8	8%	

	<b>EN3</b>	27	30%	30	32%	47	48%	
<b>Informações Financeiras Ambientais</b>	<b>IFA1</b>	60	67%	51	54%	49	50%	43%
	<b>IFA2</b>	56	62%	50	53%	47	48%	
	<b>IFA3</b>	20	22%	34	36%	24	24%	
	<b>IFA4</b>	17	19%	44	47%	35	36%	
<b>Educação e Pesquisa Ambiental</b>	<b>EPA1</b>	47	52%	57	61%	54	55%	36%
	<b>EPA2</b>	18	20%	14	15%	14	14%	
<b>Mercado de Créditos de Carbono</b>	<b>MCC1</b>	16	18%	13	14%	15	15%	25%
	<b>MCC2</b>	19	21%	23	24%	16	16%	
	<b>MCC3</b>	59	66%	51	54%	61	62%	
	<b>MCC4</b>	5	6%	4	4%	5	5%	
<b>Outras Informações Ambientais</b>	<b>OIA1</b>	45	50%	48	51%	54	55%	55%
	<b>OIA2</b>	56	62%	55	59%	52	53%	

Fonte: Elaborado pelo autor.

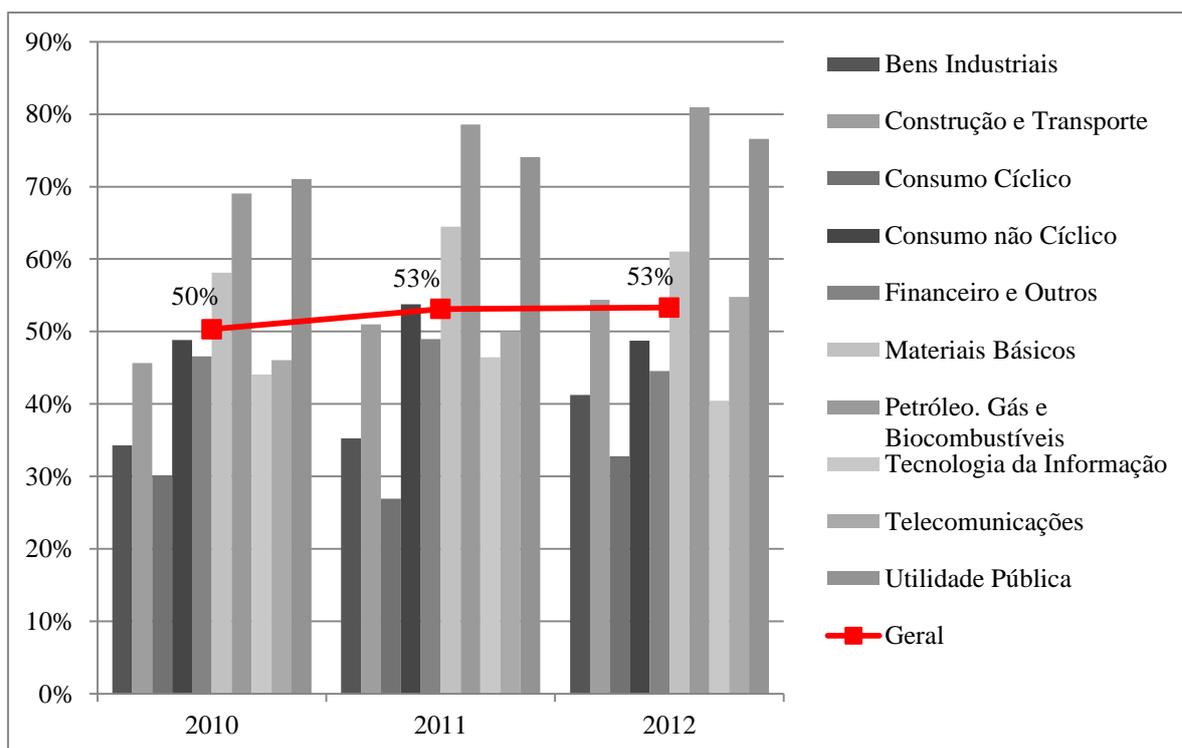
Com base na Tabela 3, verifica-se que há um aumento no nível de divulgação da maioria dos indicadores socioambientais, comparando-se o ano de 2010 com o de 2012. Os indicadores mais evidenciados foram o COL1 (número de funcionários), COL6 (educação e treinamento dos funcionários) e IMA1 (desperdícios e resíduos), respectivamente. Já os indicadores menos evidenciados foram o MCC4 (Certificados de Emissões Reduzidas - CER), IMA7 (reparos aos danos ambientais), MCC1 (Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo – MDL), respectivamente.

Quando observadas as categorias, nota-se que colaboradores, informações financeiras sociais, produtos/serviços são as mais divulgadas no período analisado com 74%, 73% e 58% respectivamente, já as categorias menos divulgadas são mercado de créditos de carbono, educação e pesquisa ambiental e informações financeiras ambientais, com 25%, 36% e 43% respectivamente. Desse modo, percebe-se que há uma maior evidência da categoria social (informações financeiras sociais, produtos/serviços e colaboradores) do que os indicadores ambientais, corroborando os resultados de Murcia (2009). Logo, pode-se inferir que há uma maior preocupação das empresas quanto ao cariz social, em que as empresas buscam apresentar informações sobre os seus colaboradores, os projetos sociais

desenvolvidos, os patrocínios e doações oferecidos, além da conformidade dos seus produtos e serviços com as normas de segurança a eles relacionadas.

A Figura 3 apresenta a evolução do *disclosure* socioambiental pelas empresas da amostra, por setor econômico da BM&FBovespa, no período de análise (2010-2012).

Figura 3 – *Disclosure* socioambiental das empresas, por setor econômico (2010-2012)



Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se na Figura 3 que no período de 2010 a 2012 o *disclosure* socioambiental é de aproximadamente 50%, sendo considerada uma evidenciação mediana, já que o *disclosure* socioambiental está em um intervalo entre 50% e 69%. Percebe-se ainda um pequeno aumento na evidenciação de informações socioambientais pelas empresas de 2010 para 2011, mantendo-se em 2012.

Quando observado o *disclosure* socioambiental por setor, verifica-se que o setor que apresenta maior divulgação de informações socioambientais é Petróleo, Gás e Biocombustíveis com uma média de 76% no período. Destaca-se, contudo, que esse setor é representado na amostra por somente uma empresa (Petrobras). O segundo setor com maior divulgação de informações socioambientais é Utilidade Pública, seguido de Materiais Básicos, Consumo não Cíclico, Construção e Transporte, e Telecomunicações com 74%, 61%, 50%, 50%, 50%, respectivamente. Esses setores, com exceção do setor

Telecomunicações, são caracterizados como setores de alto potencial de impacto ambiental, conforme o documento *Inclusion Criteria* da FTSE4Good Index Series (FTSE4GOOD INDEX SERIES, 2010). Assim, esse resultado demonstra que as empresas brasileiras suscetíveis a promover danos ambientais buscam transmitir para a sociedade um maior conjunto de informações de cariz social e ambiental, atendendo às exigências dos *stakeholders* de forma que esses possam acompanhar as atividades desenvolvidas pelas empresas, seja quanto aos danos causados seja quanto às ações corretivas e preventivas que as empresas adotam.

Deve-se ainda destacar que as empresas de energia elétrica estão inseridas no setor Utilidade Pública e são reguladas pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL). A ANEEL, desde 2002, por meio da Resolução ANEEL nº 444, de 26 de outubro de 2001, obriga as empresas concessionárias e permissionárias do serviço público de energia elétrica a elaborar o Relatório Anual de Responsabilidade Empresarial. Destarte, esse fato pode se constituir na justificativa de que as empresas do setor Utilidade Pública possuem um alto nível de *disclosure* socioambiental, já que sua evidenciação é obrigatória, enquanto nos demais setores a evidenciação socioambiental é de caráter voluntário.

#### 4.1.2. Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa

A coleta de dados sobre a adoção de melhores práticas de governança corporativa foi feita a partir dos Formulários de Referência, Demonstrações Financeiras Padronizadas e Estatutos Sociais disponíveis no portal eletrônico da BM&FBovespa. Considerando que tais documentos são de divulgação obrigatória pelas empresas, foi possível obter os dados das 131 empresas que estão listadas em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação, no período analisado (2010-2012).

Foram observadas 5 categorias de melhores práticas de governança corporativa (estrutura de propriedade e controle, nível de *disclosure* das informações e benefícios privados de controle, auditoria e conselho fiscal, conselho de administração e política de remuneração, relacionamento com investidores), com base no grau adaptado de Lameira (2007), conforme Apêndice B. A Tabela 4 apresenta a divulgação das questões que compõem o grau de adoção de melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas no período de análise.

Tabela 4 – Questões do grau de adoção de melhores práticas de governança corporativa

Categorias / Questões		2010	%	2011	%	2012	%	Geral
Estrutura de propriedade e controle	EPC1	80	61%	98	75%	87	66%	59%
	EPC2	85	65%	81	62%	87	66%	
	EPC3	51	39%	52	40%	58	44%	
	EPC4	80	61%	82	63%	91	69%	
Nível de <i>disclosure</i> das informações e benefícios privados de controle	NC1	81	62%	106	81%	83	63%	69%
Auditoria e Conselho fiscal	ACF1	125	95%	126	96%	127	97%	75%
	ACF2	125	95%	124	95%	125	95%	
	ACF3	44	34%	43	33%	41	31%	
Conselho de Administração e política de remuneração	CAP1	67	51%	78	60%	90	69%	58%
	CAP2	23	18%	28	21%	31	24%	
	CAP3	94	72%	104	79%	103	79%	
	CAP4	91	69%	97	74%	70	53%	
	CAP5	91	69%	98	75%	98	75%	
	CAP6	78	60%	70	53%	50	38%	
Relacionamento com investidores	RI1	71	54%	78	60%	74	56%	79%
	RI2	129	98%	129	98%	131	100%	
	RI3	117	89%	117	89%	117	89%	
	RI4	94	72%	94	72%	93	71%	

Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir da Tabela 4 verifica-se que há um aumento no grau de adoção da maioria das melhores práticas de governança corporativa, comparando-se os dados divulgados no ano de 2010 com os de 2012. As questões mais atendidas positivamente foram a RI2 (A empresa não teve problemas com investidores na CVM nos últimos cinco anos, nem esteve inadimplente na entrega de informações ou teve de refazer suas demonstrações financeiras?), a ACF1 (A auditoria é feita por uma das quatro maiores empresas de auditoria em atividade

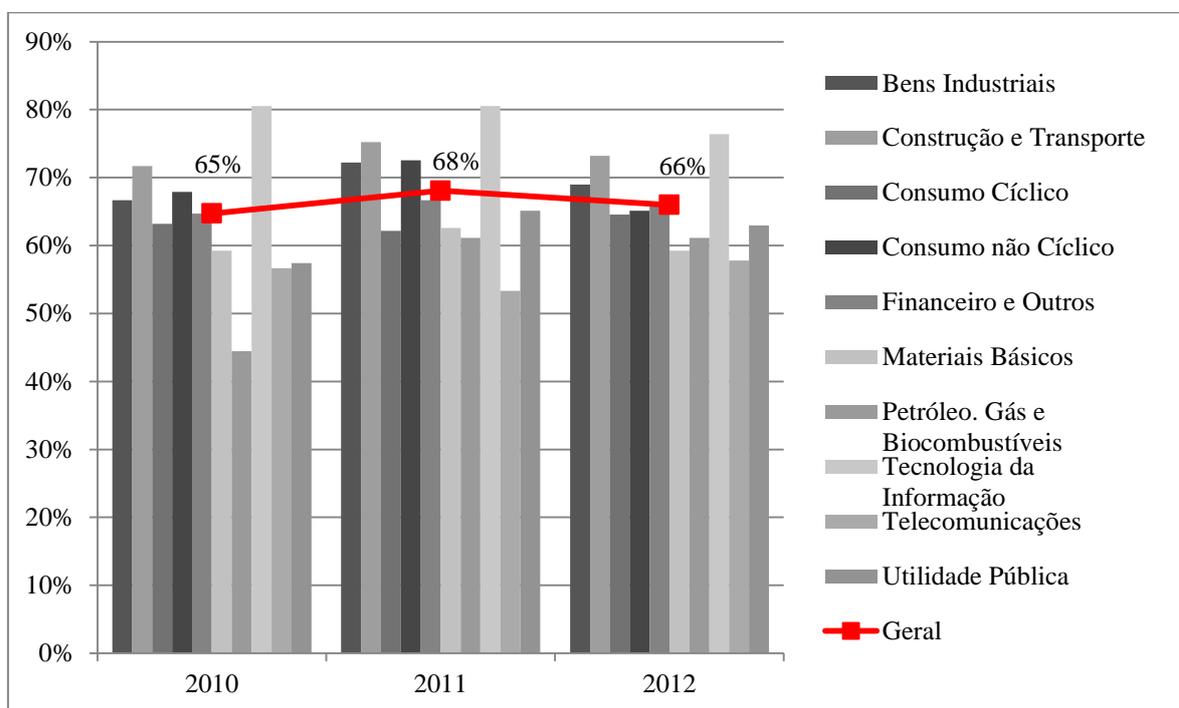
no Brasil?) e a ACF2 (A sociedade não teve parecer de auditoria com discordância de opinião ou ressalva em suas demonstrações financeiras?), nessa ordem. Já as questões menos respondidas foram a CAP2 (A empresas têm mais de 50% de conselheiros independentes?), a ACF3 (A empresa tem conselho fiscal permanente?) e a EPC3 (A empresa não tem estrutura piramidal de controle ou o controle é direto?), nessa ordem.

Frisa-se que as questões CAP2 e ACF3 são importantes no que diz respeito à expropriação dos direitos dos acionistas minoritários, pois a inserção de conselheiros independentes nos conselhos de administração auxilia a tomada de decisões em favor da companhia e não em favor de um acionista em especial. Do mesmo modo, possuir conselho fiscal permanente na empresa colabora na fiscalização contínua da atuação do conselho de administração.

Quando observadas as categorias, verifica-se que o relacionamento com investidores, e auditoria e conselho fiscal possuem o maior número de questões atendidas com 79% e 75% respectivamente, já as questões menos atendidas são das categorias conselho de administração e política de remuneração, e estrutura de propriedade e controle, ambas com 58% e 59% respectivamente. Dessa forma, percebe-se que há uma maior preocupação com *compliance*, controle da gestão, direitos dos minoritários e quanto à fiscalização e transparência, por parte das empresas. Assim, pode-se sugerir que as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas analisadas visam atrair novos investidores, pois há um maior desenvolvimento nas práticas que asseguram direitos e informações transparentes. Esse resultado corrobora os estudos de Carvalho-da-Silva e Leal (2005) e Silveira e Barros (2008), no qual os autores verificaram que as empresas que têm uma maior preocupação com a transparência também apresentam uma evolução na adoção de melhores práticas de governança, que visam preservar os direitos de acionistas minoritários.

A Figura 4 mostra a adoção das melhores práticas de governança corporativa pelas empresas da amostra, no período de análise (2010-2012), classificadas segundo o setor econômico da BM&FBovespa.

Figura 4 – Adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas, por setor econômico (2010-2012)



Fonte: Elaborado pelo autor.

Entre os anos 2010 e 2012, o grau de adoção das melhores práticas de governança corporativa pelas empresas é de aproximadamente 66%, conforme a Figura 4, podendo ser considerado um grau mediano, pois esse resultado encontra-se em um intervalo entre 50% e 69%. Verifica-se ainda um pequeno aumento no grau de adoção das práticas pelas empresas do ano de 2010 para 2011, o que não se revelou para o período de 2011 para 2012, em que se nota um pequeno decréscimo.

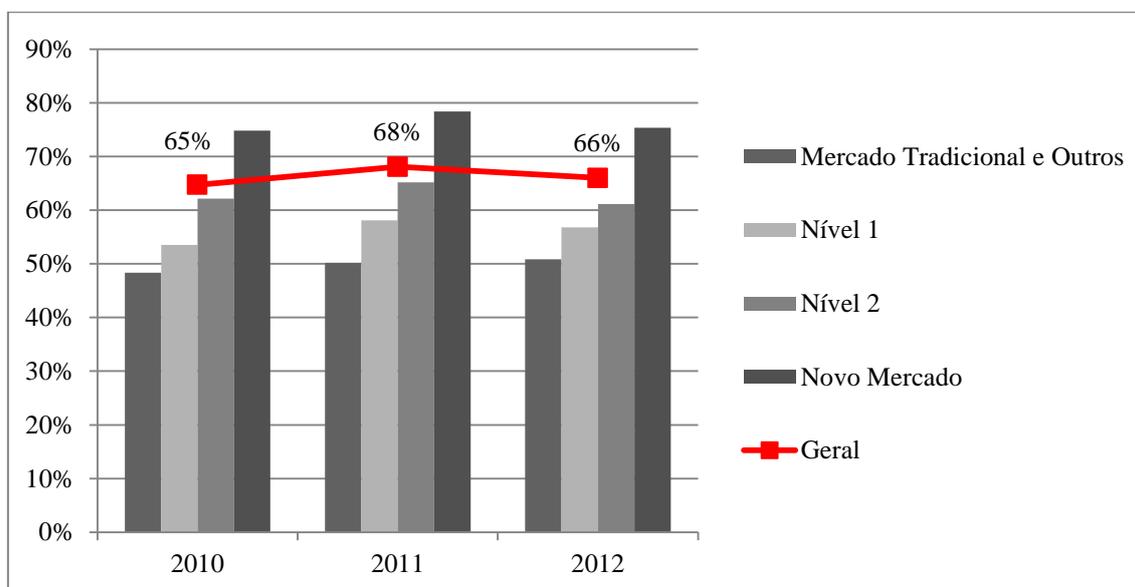
Quanto ao setor econômico, verifica-se que as empresas do setor Tecnologia da Informação apresentam maior grau de adoção de práticas de governança corporativa (média de 79%), corroborando o estudo de Moura (2011), em que as empresas desse setor, no ano de 2009, revelaram um grau de adoção de práticas de governança corporativa de 71%. Destaca-se que o setor Tecnologia da Informação corresponde a apenas 3% da amostra. O segundo setor com maior adoção de práticas de governança corporativa é Construção e Transporte, seguido de Bens Industriais, com 73% e 69%, respectivamente. Esses setores estão inseridos em um mercado competitivo, que, segundo Jensen (1993), concorre para definição de mecanismo que alinha interesses, contribuindo, assim, para que haja uma maior adoção de práticas de governança corporativa. Por sua vez, os setores que possuem menor adoção de

práticas de governança corporativa são Petróleo, Gás e Biocombustíveis; Telecomunicações; e Materiais básicos, com 56%, 56% e 60%, respectivamente.

Cabe ressaltar que há pouca diferença quanto às práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas considerando os setores analisados, assim como o resultado obtido por Moura (2011), no qual o grau de adoção de práticas de governança corporativa entre os setores variou entre 50% e 71%.

Após verificar a adoção de melhores práticas de governança corporativa por setor, a Figura 5 apresenta os resultados da comparação entre a adoção de melhores práticas de governança corporativa das empresas por segmento de listagem da BM&FBovespa.

Figura 5 – Adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas, por segmento de listagem (2010-2012)



Fonte: Elaborado pelo autor.

A Figura 5 aponta que a adoção de melhores práticas de governança corporativa acompanha o nível de exigência dos segmentos de listagem da BM&FBovespa. Assim, verifica-se que as empresas da amostra listadas no segmento Novo Mercado adotam melhores práticas de governança corporativa que os outros segmentos de listagem. Esse resultado se deve principalmente por haver práticas semelhantes entre as exigências dos níveis de segmento de listagem da BM&FBovespa e o índice desenvolvido por Lameira (2007). Além disso, esse resultado difere do estudo de Moura (2011), em que o segmento que apresentou maior grau de adoção de práticas de governança corporativa foi o Nível 2, seguido do Novo Mercado, Nível 1 e Mercado Tradicional. Contudo, corrobora com os estudos de Silveira

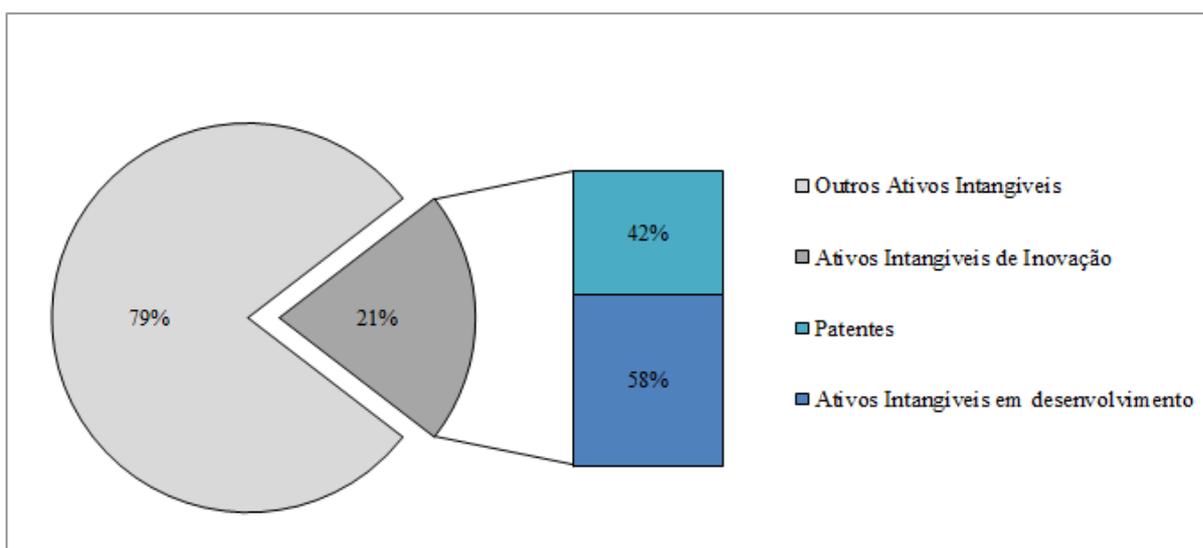
(2004) e Silveira *et al.* (2009) que identificaram uma relação positiva entre o alto grau de adoção de práticas de governança corporativa e o segmento de listagem Novo Mercado.

#### 4.1.3. Inovação

Com base nas Notas Explicativas referentes aos Ativos Intangíveis, constantes nos Demonstrativos Financeiros Padronizados disponíveis no portal eletrônico da BM&FBovespa foi possível obter os dados sobre a inovação (Patentes e Ativos intangíveis em desenvolvimento). Dentre as 131 empresas que estão listadas em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação, nem todas possuíam os ativos intangíveis de inovação considerados no estudo (Patentes e Ativos Intangíveis em desenvolvimento), no período analisado (2010-2012). No exercício de 2010, 111 empresas possuíam ativos intangíveis de inovação, o que representa aproximadamente 85% da amostra. Já no exercício de 2011, 116 empresas detinham ativos intangíveis de inovação, representando aproximadamente 89% da amostra. Por sua vez, no exercício de 2012, 87 empresas apresentaram ativos intangíveis de inovação, o que representa aproximadamente 66% da amostra. Verificou-se, portanto, que houve uma redução na proporção de ativos intangíveis de inovação nas organizações analisadas.

A Figura 6 mostra uma avaliação da representatividade dos ativos intangíveis de inovação em relação ao ativo total das empresas, assim como a composição dos ativos intangíveis de inovação.

Figura 6 – Representatividade e composição dos ativos intangíveis de inovação



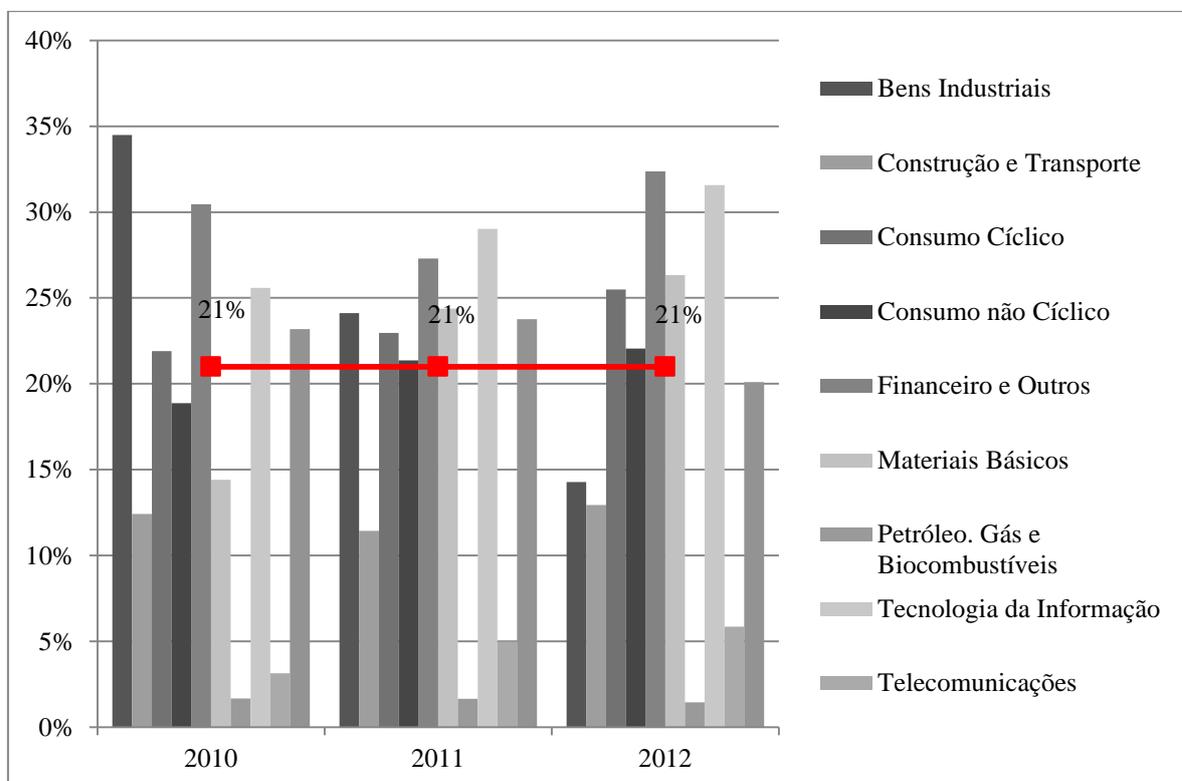
Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base na Figura 6, pode-se verificar que dentre o conjunto de ativos que as empresas possuem, apenas 21% são considerados ativos de inovação, tendo como base a classificação de Brooking (1996), Lev (2001) e Kayo (2002), adotada nesse estudo. Esse resultado diverge do estudo desenvolvido por Santos, Vasconcelos e De Luca (2013), que analisou 27 empresas consideradas transnacionais e identificou que, no ano de 2010, a média de ativos intangíveis de inovação foi de 85%. Essa divergência pode ser justificada pelo fato dos autores terem analisado uma maior quantidade de categorias dos ativos intangíveis.

Quanto aos dois ativos intangíveis de inovação considerados no estudo, (Patentes e Ativos Intangíveis em desenvolvimento), destaca-se a maior representatividade dos Ativos Intangíveis em desenvolvimento (58%). Contudo, segundo Moura (2011) e Santos *et al.* (2012), patentes ou marcas e patentes, *software* e *ágio* são os itens mais recorrentes no grupo dos ativos intangíveis.

A Figura 7 apresenta os ativos intangíveis de inovação em cada um dos anos do período de análise (2010, 2011 e 2012), por setor econômico da BM&FBovespa.

Figura 7 – Ativos Intangíveis de Inovação das empresas, por setor econômico



Fonte: Elaborado pelo autor.

Como já mencionado anteriormente, entre o período de análise (2010-2012), a proporção de ativos intangíveis de inovação é de 21%, o qual é considerado uma baixa composição desses ativos nas empresas. Com base na Figura 7, observa-se que não houve alteração na proporção de ativos intangíveis de inovação nas empresas.

Em relação à proporção de ativos intangíveis de inovação nas empresas por setor econômico, constata-se que o setor que apresenta maior proporção de ativos intangíveis de inovação é Financeiro e Outros, com uma média de 30%. O segundo setor com maior proporção de ativos intangíveis de inovação é Tecnologia da Informação, seguido de Bens Industriais e Consumo Cíclico, com 29%, 24% e 23%, respectivamente. Com exceção do setor Financeiro e Outros, os setores Bens Industriais, Consumo Cíclico e Tecnologia da Informação estão inseridos em um mercado competitivo e os ativos intangíveis, em especial os de inovação, contribuem para as empresas se destacarem e se diferenciarem das concorrentes, pois são ativos valiosos, difíceis de serem copiados e geram vantagem competitiva (PEREZ; FAMÁ, 2006; JIMÉNEZ-JIMÉNEZ; SANZ-VALLE, 2011; TANG; PEE; IJIMA, 2013). Destaca-se, ainda, que esse resultado corrobora os preceitos de Gallouj e Weinstein (1997) e Bernades, Bessa e Kalup (2005), no qual o setor de serviço, incluindo o financeiro, não pode ser considerado um setor com baixa capacidade de inovação, em que não há presença de densidade tecnológica, é baixo a intensidade de capital e produtividade, além da dependência da disseminação de progresso tecnológico gerado pelo setor industrial.

Por sua vez, os setores que possuem menor proporção de ativos intangíveis de inovação são Construção e Transporte; Telecomunicações; e Petróleo, Gás e Biocombustíveis 12%, 5% e 2%, respectivamente.

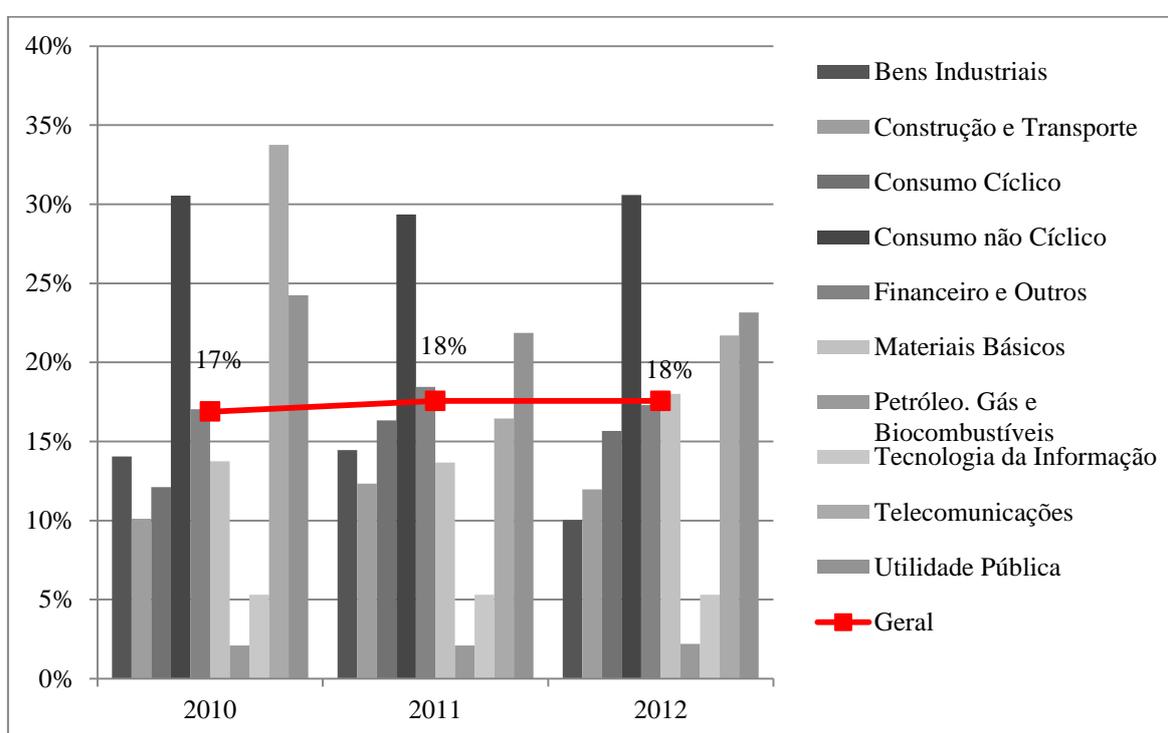
#### 4.1.4. Internacionalização

A internacionalização considerou o capital social estrangeiro divulgado no Formulário de Referência, disponível no portal eletrônico da BM&FBovespa. Dentre as 131 empresas que estão listadas em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação, nem todas possuíam investidores estrangeiros na composição do capital social no período analisado (2010-2012). No ano de 2010, 91 empresas possuíam em seu capital social investidores estrangeiros, o que representa aproximadamente 69% da amostra. Já no ano de 2011, 89 empresas detinham no seu capital social investidores estrangeiros, o (aproximadamente 68%

da amostra). Por sua vez, no ano de 2012, 81 empresas tinham investidores estrangeiros na composição do seu capital social, representando aproximadamente 62% da amostra. Percebe-se que, ao longo dos anos analisados, houve uma redução na quantidade de investidores estrangeiros no capital social das empresas que compõem a amostra.

A Figura 8 apresenta a evolução da internacionalização, medida pela participação dos investidores estrangeiros no capital social das empresas, no período analisado (2010-2012), por setor econômico da BM&FBovespa.

Figura 8 – Internacionalização das empresas, por setor econômico



Fonte: Elaborado pelo autor.

A internacionalização das empresas, analisada a partir do capital social, durante o período de análise (2010-2012), é de aproximadamente 17%. Esse resultado corrobora o estudo de Santos, Vasconcelos e De Luca (2014), no qual se verificou que, no exercício de 2013, entre as 99 maiores companhias abertas por valor de mercado, há uma participação estrangeira inexpressiva no capital social (13,6%).

Quando se observa a internacionalização das empresas por setor econômico, verifica-se que o setor Consumo não Cíclico apresenta a maior internacionalização, com uma média de 30%, seguido do setor Telecomunicações e Utilidade Pública, com 24% e 23%, respectivamente, e os setores Petróleo, Gás e Biocombustíveis; e Tecnologia da Informação, 2% e 5%, respectivamente, possuem a menor internacionalização. Com exceção do setor

Consumo não Cíclico, ressalta-se que os setores Telecomunicações e Utilidade Pública passaram por um processo de privatização na década de 1990, a partir de uma estratégia do governo federal brasileiro, que buscou trazer competitividade para esses dois setores, reduzindo o controle do Estado com a abertura do capital para os diversos investidores, em sua maioria investidores estrangeiros (FISHER; TEIXEIRA; HEBER, 1998; ALMEIDA, 1999). Segundo Belieiro Junior (2014) e Lins (2014), as políticas desenvolvidas nos governos FHC e Lula colaboraram para o desenvolvimento do setor alimento e bebidas, favorecendo diversas fusões e aquisições, desse modo, o setor alimento e bebidas, o qual está inserido no setor Consumo não Cíclico, abriu o capital para investidores, em especial o estrangeiro.

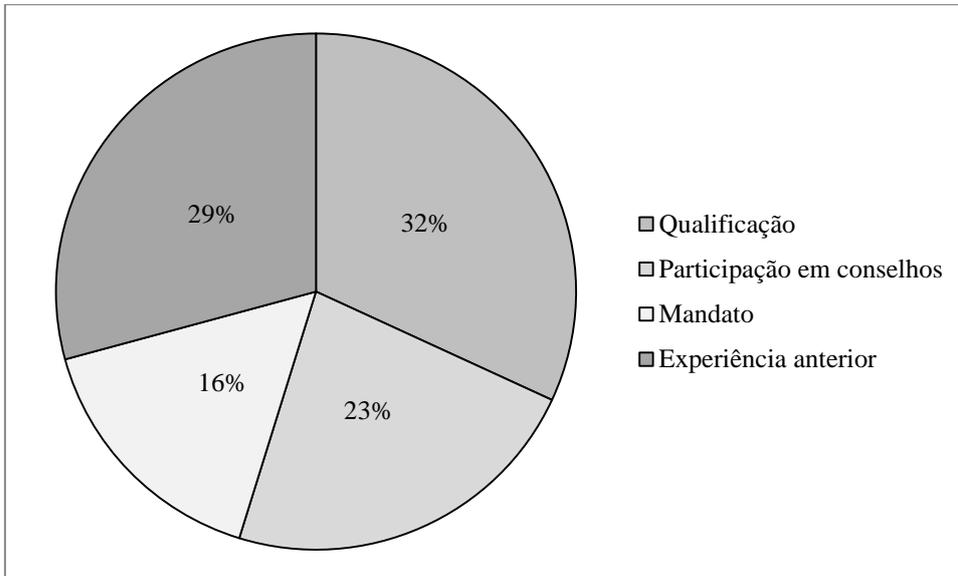
#### 4.1.5. Reputação do Diretor Executivo e do Acionista Majoritário

##### 4.1.5.1. Diretor Executivo

A reputação do diretor executivo, representando a reputação da gestão, considerou a análise de quatro aspectos (qualificação, participação em conselhos, mandato e experiência anterior), levando em conta o índice adaptado de Niap e Taylor (2012). Os dados foram coletados no Formulário de Referência, disponível no portal eletrônico da BM&FBovespa. Como esse Formulário é de divulgação obrigatória pelas empresas, foi possível obter os dados das 131 empresas que estão listadas em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação, no período analisado (2010-2012).

A Figura 9 apresenta a proporção de cada aspecto que compõe a reputação do diretor executivo, conforme índice adaptado de Niap e Taylor (2012), das empresas no período de análise.

Figura 9 – Aspectos que compõem a reputação do acionista majoritário

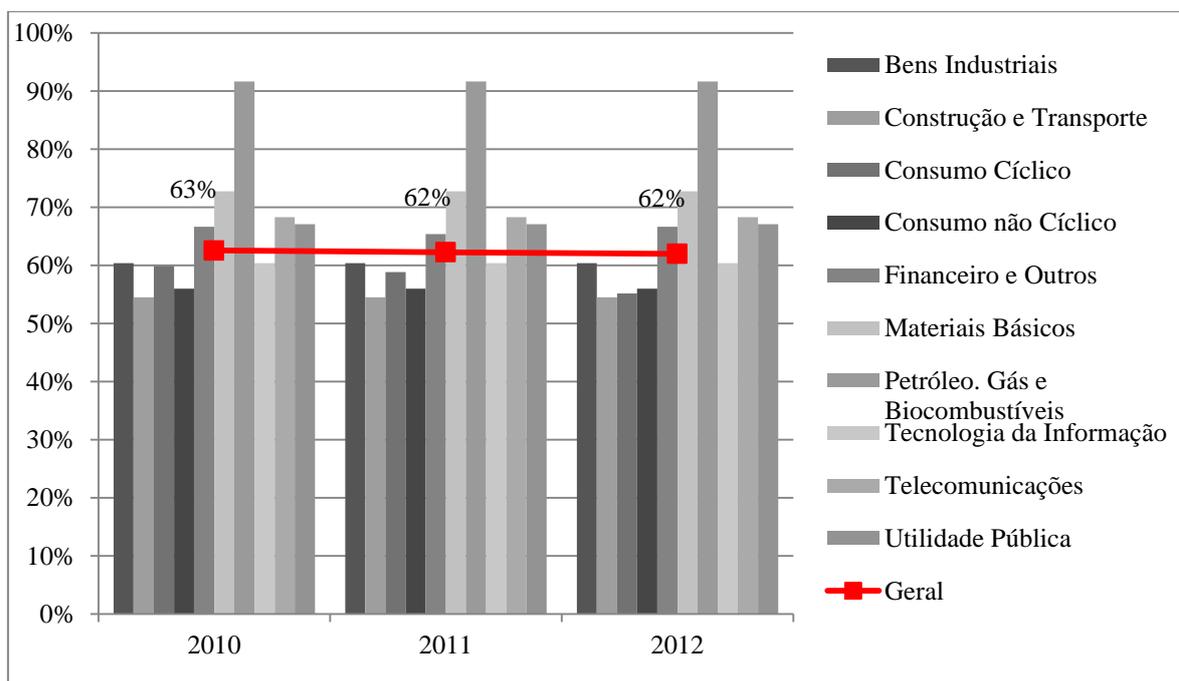


Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base na Figura 9, tem-se que a reputação do diretor executivo das empresas brasileiras é composta principalmente pela Qualificação (32%) e pela Experiência anterior (29%), demonstrando que as empresas brasileiras dão maior atenção a gestores que possuem pós-graduação e que já tenham trabalhado na função de diretor em empresas de capital aberto. Os aspectos menos atribuídos aos diretores executivos é a Participação em conselhos (23%) e o Mandato (16%). Assim, nas empresas analisadas, em geral, os diretores executivos não participam de outro conselho ou participam de apenas mais um, e os mandatos são, geralmente, de dois anos.

Pela Figura 10, pode-se observar a evolução da reputação do diretor executivo das empresas, no período de análise (2010-2012), por setor econômico da BM&FBovespa.

Figura 10 – Reputação do diretor executivo das empresas, por setor econômico



Fonte: Elaborado pelo autor.

Infere-se, a partir da Figura 10 que, no período de análise (2010-2012), a reputação do diretor executivo é de aproximadamente 62%, resultado que difere do encontrado por Niap e Taylor (2012), no qual a reputação do diretor executivo na Austrália é de aproximadamente 90%. E pode-se ainda verificar, que houve uma pequena redução na reputação do diretor executivo entre os anos 2010 e 2011, e seu resultado permaneceu estável no ano 2012.

Quanto ao setor, a maior reputação do diretor executivo é verificada no setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis (Petrobras), com uma média de 92%, seguido dos setores Materiais Básicos e Telecomunicações, 73% e 68%, respectivamente. Por sua vez, os setores que possuem a menor reputação do diretor executivo são Construção e Transporte, Consumo não Cíclico e Consumo Cíclico, 55%, 56% e 58%, respectivamente.

Frisa-se que o setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis possui somente uma empresa (Petrobras), sendo essa de controle estatal. Segundo Ferreira e Hentz (2010, p. 2), a Petrobras “vem se preocupando com a adoção de algumas práticas de governança corporativa, segundo ela, com a intenção de aprimorar o processo decisório na alta administração e, conseqüentemente, aprimorar a própria gestão dos negócios”. Assim, pode-se dizer que a Petrobras busca atrair gestores com características que os definem como gestores de alta reputação, capazes de gerar atratividade para a empresa perante o mercado.

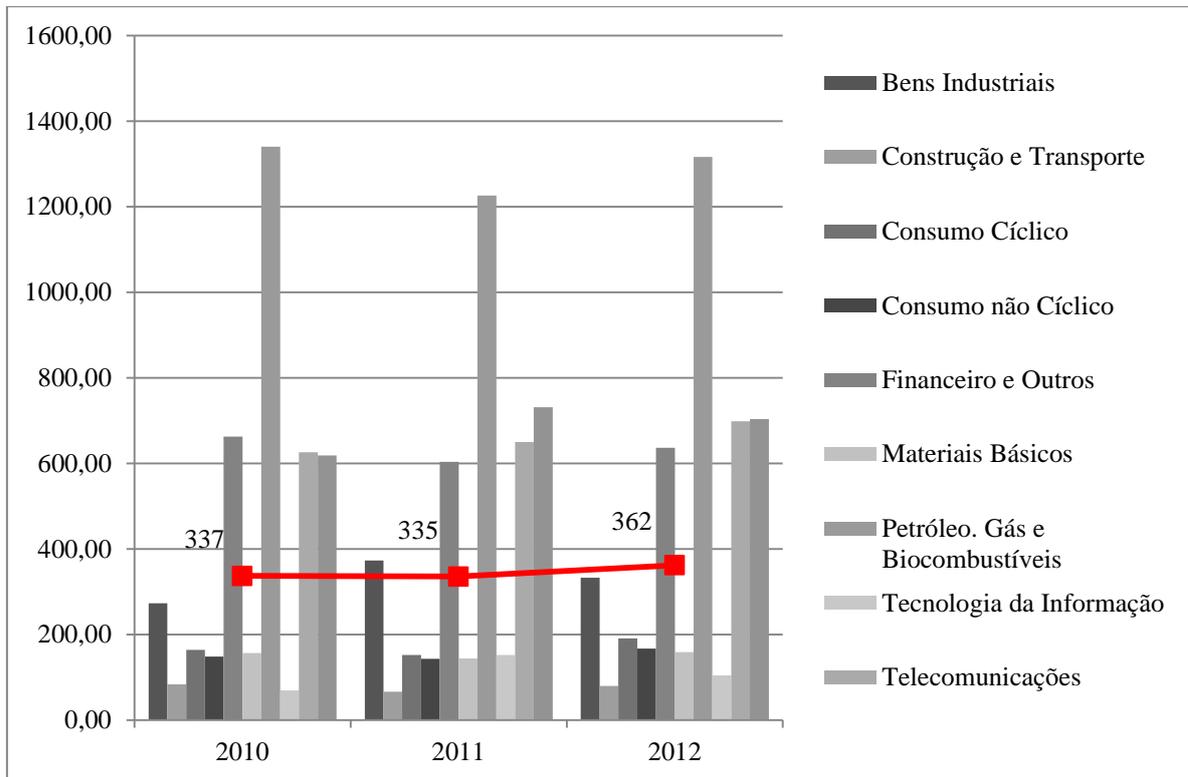
#### 4.1.5.2. Acionista Majoritário

A reputação do acionista majoritário (ou reputação do controle) foi mensurada pela exposição do mesmo na mídia: jornal eletrônico Valor Econômico e revista eletrônica Exame. Primeiramente, coletou-se no Formulário de Referência o nome do acionista majoritário, sendo esse o acionista que possui o maior número de ações da companhia. Depois, verificou-se a quantidade de notícias atribuídas ao acionista majoritário no jornal eletrônico Valor Econômico e na revista eletrônica Exame. Com base nos dados coletados, notou-se que 62% da exposição na mídia dos acionistas majoritários analisados provinham do jornal Valor Econômico e 38% da revista Exame.

Dentre as 131 empresas que estão listadas em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação, nem todas possuíam notícias sobre os seus acionistas majoritários, no jornal Valor Econômico e na revista Exame, no período analisado (2010-2012). No ano de 2010, 102 empresas possuíam notícias relacionadas aos seus acionistas majoritários na mídia analisada, representando aproximadamente 78% da amostra. Já no ano de 2011, 108 empresas apresentaram notícias relacionadas aos seus acionistas majoritários, o que representa aproximadamente 82% da amostra. Em 2012, 107 empresas tinham notícias relacionadas aos seus acionistas majoritários (aproximadamente 81% da amostra). Ao comparar o ano de 2010 com o ano de 2012, pode-se verificar um pequeno aumento no número de notícias atribuídas aos acionistas majoritários investigados.

A Figura 11 mostra a evolução da exposição do acionista majoritário na mídia, ou seja, da reputação do acionista majoritário das empresas investigadas, no período de análise (2010-2012), por setor econômico da BM&FBovespa.

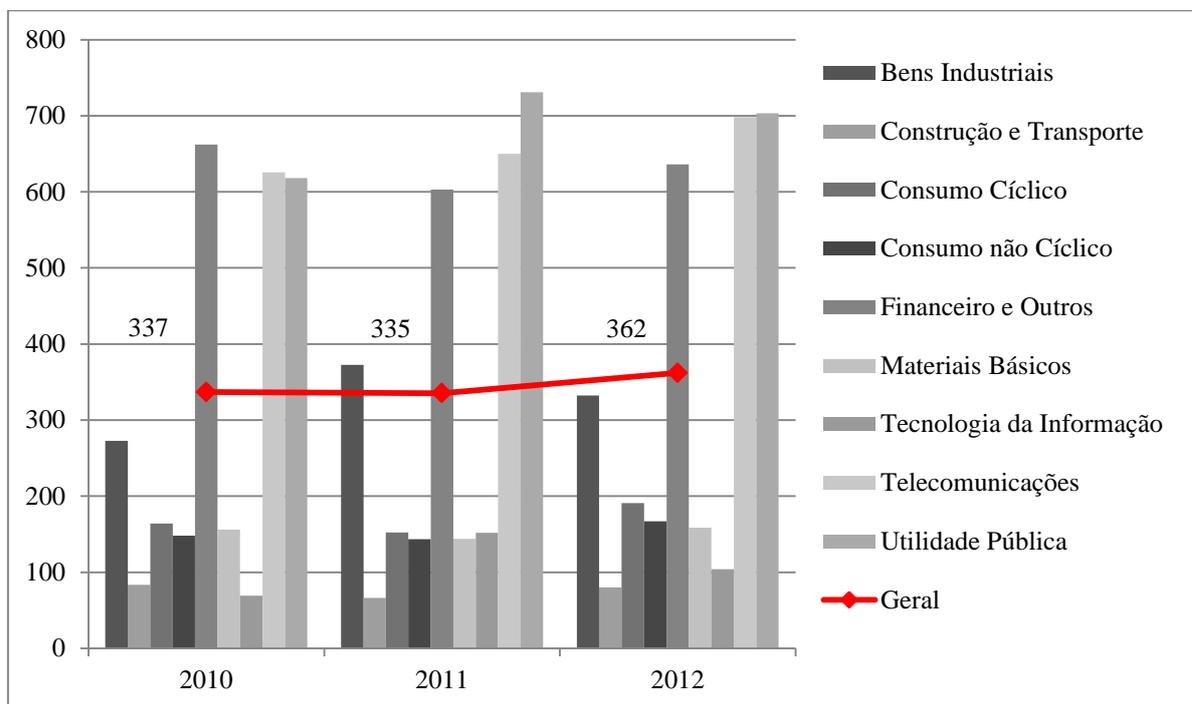
Figura 11 – Reputação do acionista majoritário das empresas, por setor econômico



Fonte: Elaborado pelo autor.

No período de análise (2010-2012), a reputação do acionista majoritário é de aproximadamente 345 notícias, conforme se infere pela Figura 11. Pode-se notar ainda, que houve um pequeno aumento no número de notícias atribuídas aos acionistas majoritários comparando-se os anos de 2010 e de 2012. Atenta-se ao setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis, que apresentou maior reputação do acionista majoritário, com uma média de 1.294 notícias. Frisa-se, contudo, que esse setor é representado por apenas uma empresa da amostra (Petrobras) e que seu acionista majoritário é a União Federal, considerado o maior acionista majoritário das empresas listadas na BM&FBovespa e a sua estratégia nas organizações tende a afetar a economia do país (BREY *et al.*, 2014). Destarte, como o setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis se diferencia sobremaneira na análise da reputação do acionista majoritário, foi elaborada uma nova Figura com a exclusão do mesmo (Figura 12).

Figura 12 – Reputação do acionista majoritário das empresas, por setor econômico, exceto o setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis



Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota-se, portanto, na Figura 12, que os setores que possuem maior reputação do acionista majoritário das empresas são Utilidade Pública, Telecomunicações, e Financeiro e Outros. Nesses setores também há uma grande presença da União Federal como acionista majoritário, demonstrando que, empresas estatais estão mais expostas na mídia.

#### 4.2. Análise fatorial dos sinais da reputação corporativa

Para atender o segundo objetivo específico da pesquisa – analisar a associação dos sinais da reputação corporativa considerados no estudo – desenvolveu-se a análise fatorial. Dessa forma, pretende-se aceitar ou rejeitar a primeira hipótese da pesquisa de que a junção dos sinais propostos no estudo criam uma variável intitulada reputação corporativa. Para tanto, é analisado o grupo de empresas listadas em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação, que totaliza 131 empresas.

Inicialmente realizou-se a análise fatorial com todos os sinais (*disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação,

internacionalização, reputação do diretor executivo e do acionista majoritário), em que foi observado os testes Matriz de Correlação, estatística KMO e teste de esfericidade de Bartlett, que permitem avaliar se os sinais considerados no estudo geram um fator (no caso, a reputação corporativa), de forma satisfatória. A Tabela 5 apresenta o resultado da matriz de correlações.

Tabela 5 – Matriz de correlações

		<b>DISC</b>	<b>RAM</b>	<b>INTER</b>	<b>INOV</b>	<b>GOV</b>	<b>RDE</b>
<b>Correlação</b>	<b>DISC</b>	1,00	-0,62	0,39	0,57	0,45	0,02
	<b>RAM</b>	-0,62	1,00	-0,69	-0,96	-0,10	-0,01
	<b>INTER</b>	0,39	-0,69	1,00	0,64	-0,05	0,00
	<b>INOV</b>	0,57	-0,96	0,64	1,00	-0,01	0,02
	<b>GOV</b>	0,45	-0,10	-0,05	-0,01	1,00	0,02
	<b>RDE</b>	0,02	-0,01	0,00	0,02	0,02	1,00
<b>Sig. (1 extremidade)</b>	<b>DISC</b>		0,00	0,00	0,00	0,00	0,40
	<b>RAM</b>	0,00		0,00	0,00	0,13	0,46
	<b>INTER</b>	0,00	0,00		0,00	0,32	0,49
	<b>INOV</b>	0,00	0,00	0,00		0,45	0,44
	<b>GOV</b>	0,00	0,13	0,32	0,45		0,42
	<b>RDE</b>	0,40	0,46	0,49	0,44	0,42	

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na Tabela 5, observa-se que as variáveis representativas dos sinais Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa (GOV) e Reputação do Diretor Executivo (RDE) possuem um baixo índice de correlação, pois são inferiores a 0,30 (FÁVERO *et al.*, 2009). Além do que, as mesmas variáveis não apresentam significância próxima de zero.

Depois de verificada a matriz de correlação, observa-se o grau de explicação e a existência de relação entre os sinais, a partir da estatística KMO e o teste de esfericidade de Bartlett (Tabela 6).

Tabela 6 – Estatística KMO e teste de esfericidade de Bartlett

<b>Medida Kaiser-Meyer-Olkin de adequação de amostragem</b>	0,63
---	------

<b>Teste de esfericidade de Bartlett</b>	<b>Qui-quadrado aprox.</b>	335,74
	<b>df</b>	15
	<b>Sig.</b>	0,00

Fonte: Dados da pesquisa

Com base na Tabela 6, nota-se que, em conjunto, os sinais propostos no estudo possuem um poder explicativo de 63%, que, de acordo com Fávero *et al.* (2009), é considerado adequado. Ainda percebe-se que há relação significativa entre os sinais, pois a significância foi de até 1%, com base no teste de Bartlett.

Por meio da matriz anti-imagem e das comunalidades, pode-se verificar ainda se algum sinal deve ser excluído da análise fatorial, gerando assim, um resultado aceitável. A Tabela 7 apresenta os resultados da matriz anti-imagem.

Tabela 7 – Matriz anti-imagem

		<b>DISC</b>	<b>RAM</b>	<b>INTER</b>	<b>INOV</b>	<b>GOV</b>	<b>RDE</b>
<b>Covariância anti-imagem</b>	<b>DISC</b>	0,46	0,01	-0,02	-0,02	-0,26	-0,01
	<b>RAM</b>	0,01	0,05	0,06	0,05	0,06	-0,01
	<b>INTER</b>	-0,02	0,06	0,49	0,03	0,12	0,00
	<b>INOV</b>	-0,02	0,05	0,03	0,06	0,08	-0,01
	<b>GOV</b>	-0,26	0,06	0,12	0,08	0,59	-0,01
	<b>RDE</b>	-0,01	-0,01	0,00	-0,01	-0,01	1,00
<b>Correlação anti-imagem</b>	<b>DISC</b>	<b>0,80</b>	0,08	-0,05	-0,12	-0,50	-0,01
	<b>RAM</b>	0,08	<b>0,61</b>	0,40	0,93	0,36	-0,03
	<b>INTER</b>	-0,05	0,40	<b>0,81</b>	0,19	0,22	0,00
	<b>INOV</b>	-0,12	0,93	0,19	<b>0,60</b>	0,43	-0,03
	<b>GOV</b>	-0,50	0,36	0,22	0,43	<b>0,26</b>	-0,02
	<b>RDE</b>	-0,01	-0,03	0,00	-0,03	-0,02	<b>0,38</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Segundo Fávero *et al.* (2009, p. 255), a matriz anti-imagem estima “as correlações entre as variáveis que não decorrem dos fatores comuns”. Observando-se a diagonal em negrito da correlação anti-imagem (Tabela 7), nota-se que as variáveis GOV (Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa) e RDE (Reputação do Diretor Executivo)

possuem um valor abaixo de 0,5, indicando possível exclusão dessas variáveis da análise fatorial. Contudo, a decisão da exclusão dessas variáveis é feita com base no resultado da comunalidade.

A Tabela 8 apresenta os resultados da comunalidade, em que foi possível tomar a decisão da exclusão de variável da análise fatorial.

Tabela 8 – Comunalidades

	<b>Inicial</b>	<b>Extração</b>
<b>DISC</b>	1,00	<b>0,80</b>
<b>RAM</b>	1,00	<b>0,93</b>
<b>INTER</b>	1,00	<b>0,70</b>
<b>INOV</b>	1,00	<b>0,90</b>
<b>GOV</b>	1,00	<b>0,90</b>
<b>RDE</b>	1,00	<b>0,01</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 8, verifica-se que a variável RDE (Reputação do Diretor Executivo) possui um baixo poder explicativo por meio da extração (0,01). Ressalta-se que para ser considerado satisfatório, o poder explicativo deve ser acima de 0,5.

Uma última análise é a variância explicada, em que é demonstrada a quantidade de fatores criados com as variáveis propostas no estudo. Assim, a Tabela 9 mostra os resultados da variância explicada.

Tabela 9 – Variância explicada

<b>Variável</b>	<b>Valores próprios iniciais</b>			<b>Somas de extração de carregamentos ao quadrado</b>			<b>Somas rotativas de carregamentos ao quadrado</b>		
	<b>Total</b>	<b>% de variância</b>	<b>% cumulativa</b>	<b>Total</b>	<b>% de variância</b>	<b>% cumulativa</b>	<b>Total</b>	<b>% de variância</b>	<b>% cumulativa</b>
<b>1</b>	3,00	49,97	49,97	3,00	49,97	49,97	2,89	48,16	48,16
<b>2</b>	1,24	20,62	70,59	1,24	20,62	70,59	1,35	22,42	70,59
<b>3</b>	1,00	16,63	87,22						
<b>4</b>	0,43	7,16	94,38						
<b>5</b>	0,31	5,13	99,51						

<b>6</b>	0,03	0,49	100,00					
----------	------	------	--------	--	--	--	--	--

Fonte: Dados da pesquisa

A partir da Tabela 9, pode-se inferir que, apesar dos resultados demonstrados na matriz de correlação, matriz anti-imagem e comunalidades, o modelo consegue explicar aproximadamente 71% da variância dos dados originais, sendo esse um resultado satisfatório.

Considerando que os valores da variável RDE na matriz anti-imagem e na comunalidade estão abaixo do recomendado, foi realizada uma nova análise fatorial excluindo o sinal Reputação do Diretor Executivo. Assim, a nova análise fatorial contém os sinais *Disclosure* Socioambiental (DISC), Reputação do Acionista Majoritário (RAM), Internacionalização (INTER), Inovação (INOV) e Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa (GOV).

Desse modo, a Tabela 10 apresenta o resultado da matriz de correlações com a exclusão da variável RDE (Reputação do Diretor Executivo).

Tabela 10 – Matriz de correlações sem a variável RDE

		<b>DISC</b>	<b>RAM</b>	<b>INTER</b>	<b>INOV</b>	<b>GOV</b>
<b>Correlação</b>	<b>DISC</b>	1,00	-0,62	0,39	0,57	0,45
	<b>RAM</b>	-0,62	1,00	-0,69	-0,96	-0,10
	<b>INTER</b>	0,39	-0,69	1,00	0,64	-0,05
	<b>INOV</b>	0,57	-0,96	0,64	1,00	-0,01
	<b>GOV</b>	0,45	-0,10	-0,05	-0,01	1,00
<b>Sig. (1 extremidade)</b>	<b>DISC</b>		0,00	0,00	0,00	0,00
	<b>RAM</b>	0,00		0,00	0,00	0,13
	<b>INTER</b>	0,00	0,00		0,00	0,32
	<b>INOV</b>	0,00	0,00	0,00		0,45
	<b>GOV</b>	0,00	0,13	0,32	0,45	

Fonte: Dados da pesquisa

Com base na Tabela 10, observa-se que a variável GOV, representativa do sinal Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa, possui um baixo índice de correlação, pois, em sua maioria, são inferiores a 0,30. Além disso, a GOV praticamente não apresenta significância próxima de zero.

O grau de explicação e a existência de relação entre os sinais são apresentados na Tabela 11, por meio da estatística KMO e do teste de esfericidade de Bartlett, respectivamente.

Tabela 11 – Estatística KMO e teste de esfericidade de Bartlett, excluindo a variável RDE

<b>Medida Kaiser-Meyer-Olkin de adequação de amostragem</b>		0,63
<b>Teste de esfericidade de Bartlett</b>	<b>Qui-quadrado aprox.</b>	337,03
	<b>df</b>	10,00
	<b>Sig.</b>	0,00

Fonte: Dados da pesquisa

Com base na Tabela 11, nota-se que os sinais propostos no estudo, em conjunto, possuem um poder explicativo de 63%. Comparando-se com os resultados da Tabela 6, constata-se que, mesmo com a exclusão da variável RDE, o poder explicativo do modelo não se alterou. Ainda percebe-se que há relação significativa entre os sinais, pois a significância foi de até 1%, com base no teste de Bartlett.

Por meio da matriz anti-imagem e das comunalidades, pode-se verificar se algum sinal deve ser excluído da análise fatorial, a fim de gerar um resultado aceitável. A Tabela 12 apresenta os resultados da matriz anti-imagem.

Tabela 12 – Matriz anti-imagem

		<b>DISC</b>	<b>RAM</b>	<b>INTER</b>	<b>INOV</b>	<b>GOV</b>
<b>Covariância anti-imagem</b>	<b>DISC</b>	0,46	0,01	-0,02	-0,02	-0,26
	<b>RAM</b>	0,01	0,05	0,06	0,05	0,06
	<b>INTER</b>	-0,02	0,06	0,49	0,03	0,12
	<b>INOV</b>	-0,02	0,05	0,03	0,06	0,08
	<b>GOV</b>	-0,26	0,06	0,12	0,08	0,59
<b>Correlação anti-imagem</b>	<b>DISC</b>	<b>0,80</b>	0,07	-0,05	-0,12	-0,50
	<b>RAM</b>	0,07	<b>0,61</b>	0,40	0,93	0,36
	<b>INTER</b>	-0,05	0,40	<b>0,81</b>	0,19	0,22
	<b>INOV</b>	-0,12	0,93	0,19	<b>0,60</b>	0,42
	<b>GOV</b>	-0,50	0,36	0,22	0,42	<b>0,26</b>

Fonte: Dados da pesquisa

A diagonal em negrito da correlação anti-imagem, apresentada na Tabela 12, aponta que a variável GOV (Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa) possui um valor abaixo de 0,5, indicando possível exclusão dessa variável da análise fatorial. Tal resultado já havia sido demonstrado na Tabela 7. Entretanto, a decisão da exclusão dessas variáveis precisa observar o resultado das comunalidades, apresentado na Tabela 13.

Tabela 13 – Comunalidades

	<b>Inicial</b>	<b>Extração</b>
<b>DISC</b>	1,000	<b>0,80</b>
<b>RAM</b>	1,000	<b>0,93</b>
<b>INTER</b>	1,000	<b>0,70</b>
<b>INOV</b>	1,000	<b>0,90</b>
<b>GOV</b>	1,000	<b>0,90</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Por meio da extração demonstrada na Tabela 13, verifica-se que todas as variáveis possuem um alto poder explicativo, pois seus coeficientes estão acima de 0,7, considerando-se, assim, um resultado satisfatório.

Desse modo, realiza-se a análise da variância explicada para verificar a quantidade de fatores criados com as variáveis propostas no estudo. A Tabela 14 demonstra os resultados da variância explicada.

Tabela 14 – Variância explicada

<b>Variável</b>	<b>Valores próprios iniciais</b>			<b>Somas de extração de carregamentos ao quadrado</b>			<b>Somas rotativas de carregamentos ao quadrado</b>		
	<b>Total</b>	<b>% de variância</b>	<b>% cumulativa</b>	<b>Total</b>	<b>% de variância</b>	<b>% cumulativa</b>	<b>Total</b>	<b>% de variância</b>	<b>% cumulativa</b>
<b>1</b>	3,00	59,95	59,95	3,00	59,95	59,95	2,83	56,67	56,67
<b>2</b>	1,24	24,71	84,66	1,24	24,71	84,66	1,40	27,99	84,66
<b>3</b>	0,43	8,59	93,25						
<b>4</b>	0,31	6,16	99,41						
<b>5</b>	0,03	0,59	100,00						

Fonte: Dados da pesquisa

Com base nos dados apresentados na Tabela 14, pode-se inferir que o modelo consegue explicar aproximadamente 85% da variância dos dados originais, sendo esse um resultado satisfatório. Pode-se observar ainda que são gerados dois fatores. Dessa forma, a Tabela 15 apresenta a matriz de componente que auxilia no reconhecimento dos fatores criados.

Tabela 15 – Matriz de componente

Variável	Componente	
	1	2
<b>DISC</b>	<b>0,76</b>	0,47
<b>RAM</b>	<b>-0,96</b>	0,11
<b>INTER</b>	<b>0,78</b>	-0,30
<b>INOV</b>	<b>0,93</b>	-0,21
<b>GOV</b>	0,20	<b>0,93</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 15, percebe-se que os sinais *Disclosure* Socioambiental (DISC), Reputação do Acionista Majoritário (RAM), Internacionalização (INTER) e Inovação (INOV) constituem um fator e a Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa (GOV) forma, sozinha, outro fator. Em vista disso, realizou-se uma nova análise fatorial, excluindo-se a variável GOV, pois o estudo objetiva compor um único fator a partir das variáveis propostas.

Portanto, a nova análise fatorial contém as variáveis *Disclosure* Socioambiental (DISC), Reputação do Acionista Majoritário (RAM), Internacionalização (INTER) e Inovação (INOV).

A partir dos testes Matriz de Correlação, estatística KMO e teste de esfericidade de Bartlett, que permitem avaliar se os sinais considerados no estudo, excluiu-se a Reputação do Diretor Executivo (RDE) e a Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa (GOV), para gerar um fator, reputação corporativa. A Tabela 16 apresenta o resultado da matriz de correlações.

Tabela 16 – Matriz de correlações sem as variáveis RDE e GOV

	<b>DISC</b>	<b>RAM</b>	<b>INTER</b>	<b>INOV</b>

<b>Correlação</b>	<b>DISC</b>	1,00	-0,62	0,39	0,57
	<b>RAM</b>	-0,62	1,00	-0,69	-0,96
	<b>INTER</b>	0,39	-0,69	1,00	0,64
	<b>INOV</b>	0,57	-0,96	0,64	1,00
<b>Sig. (1 extremidade)</b>	<b>DISC</b>		0,00	0,00	0,00
	<b>RAM</b>	0,00		0,00	0,00
	<b>INTER</b>	0,00	0,00		0,00
	<b>INOV</b>	0,00	0,00	0,00	

Fonte: Dados da pesquisa

Com base na Tabela 16, observa-se que todas as variáveis possuem índices de correlação superiores a 0,30. Além disso, todas as variáveis apresentam significância próxima de zero. Desse modo, os resultados da matriz de correlação são satisfatórios.

Em seguida da análise da matriz de correlação, observa-se o grau de explicação e a existência de relação entre os sinais. A Tabela 17 apresenta a estatística KMO e o teste de esfericidade de Bartlett.

Tabela 17 – Estatística KMO e teste de esfericidade de Bartlett sem as variáveis RDE e GOV

<b>Medida Kaiser-Meyer-Olkin de adequação de amostragem</b>	0,71	
<b>Teste de esfericidade de Bartlett</b>	<b>Qui-quadrado aprox.</b>	296,90
	<b>df</b>	6,00
	<b>Sig.</b>	0,00

Fonte: Dados da pesquisa

Com base na Tabela 17, nota-se que os sinais propostos no estudo em conjunto possuem um poder explicativo de 71%. Comparando-se com as Tabelas 6 e 11, constata-se que, com a exclusão das variáveis RDE e GOV, o poder explicativo do modelo aumento, sendo uma variação de 8%. Além disso, percebe-se que há relação significativa entre os sinais, pois a significância foi de até 1% com base no teste de Bartlett.

Por meio da matriz anti-imagem e das comunalidades, apresentada na Tabela 18, verifica-se se algum sinal deve ser excluído da análise fatorial, a fim de gerar um resultado aceitável.

Tabela 18 – Matriz anti-imagem

		<b>DISC</b>	<b>RAM</b>	<b>INTER</b>	<b>INOV</b>
<b>Covariância anti-imagem</b>	<b>DISC</b>	0,61	0,06	0,04	0,02
	<b>RAM</b>	0,06	0,06	0,06	0,06
	<b>INTER</b>	0,04	0,06	0,51	0,02
	<b>INOV</b>	0,02	0,06	0,02	0,08
<b>Correlação anti-imagem</b>	<b>DISC</b>	<b>0,88</b>	0,31	0,07	0,11
	<b>RAM</b>	0,31	<b>0,63</b>	0,35	0,92
	<b>INTER</b>	0,07	0,35	<b>0,88</b>	0,11
	<b>INOV</b>	0,11	0,92	0,11	<b>0,66</b>

Fonte: Dados da pesquisa

A diagonal em negrito da correlação anti-imagem (Tabela 18) mostra que todas as variáveis possuem um valor acima de 0,5, indicando que não há necessidade de exclusão de variáveis da análise fatorial.

A Tabela 19 apresenta os resultados da comunalidade, em que é possível tomar a decisão da exclusão de alguma variável da análise fatorial.

Tabela 19 – Comunalidades

	<b>Inicial</b>	<b>Extração</b>
<b>DISC</b>	1,00	<b>0,53</b>
<b>RAM</b>	1,00	<b>0,93</b>
<b>INTER</b>	1,00	<b>0,63</b>
<b>INOV</b>	1,00	<b>0,88</b>

Fonte: Dados da pesquisa

A partir dos dados apresentados na Tabela 19, verifica-se que as variáveis INOV (Inovação) e RAM (Reputação do Acionista Majoritário) possuem um alto poder explicativo com base na extração, em contraponto, as variáveis DISC (*Disclosure* Socioambiental) e INTER (Internacionalização) possuem um poder explicativo mediano por meio da extração. Dessa forma, considera-se um resultado satisfatório das comunalidades.

A Tabela 20 demonstra os resultados da variância explicada para verificar a quantidade de fatores criados com as variáveis propostas: DISC (*Disclosure* Socioambiental), RAM (Reputação do Acionista Majoritário), INTER (Internacionalização) e INOV (Inovação).

Tabela 20 – Variância explicada

Componente	Valores próprios iniciais			Somadas de extração de carregamentos ao quadrado		
	Total	% de variância	% cumulativa	Total	% de variância	% cumulativa
1	2,97	74,30	74,30	2,97	74,30	74,30
2	0,61	15,35	89,65			
3	0,38	9,47	99,12			
4	0,04	0,88	100,00			

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se a formação de somente um fator que explica aproximadamente 74% da variância dos dados originais, sendo esse um resultado bom (Tabela 20). Desse modo, o fator criado é intitulado reputação corporativa (Fator\_REP), que é composto dos sinais *Disclosure* Socioambiental, Inovação, Internacionalização e Reputação do Acionista Majoritário.

Destaca-se que os sinais Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa e Reputação do Diretor Executivo, que, de alguma forma estão relacionados, não contribuem para a construção do fator reputação corporativa (Fator\_REP).

Os sinais Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa e Reputação do Diretor Executivo estão alinhados no sentido de que ambos buscam gerar credibilidade para a organização, a fim de atrair investidores que possam aplicar seus recursos sem que corram o risco de não terem seus direitos atendidos. Uma possível explicação para que tais sinais não contribuam para a criação da reputação corporativa, conforme proposto nesse estudo, seja o fato de que ambos possuem certo padrão nas empresas brasileiras estudadas, o que não as diferencia. Ou ainda, devido às imperfeições quanto à informação contábil do mercado brasileiro, como apontam Lopes e Martins (2010), uma vez que os sinais são informações evidenciadas, no qual os *stakeholders* as utilizam para perceber e avaliar as empresas, gerando um ativo intangível para a organização, no caso, a reputação corporativa.

Desse modo, alguns sinais podem sofrer distorções ou são incompletos e os *stakeholders* não os assimilam; logo, esses sinais não contribuiriam, ao considerar as métricas selecionadas, para a formação da reputação da empresa. Com base na Teoria da Sinalização, Toms (2002) sugere que quando certas condições estão reunidas, os *stakeholders* conseguem identificar sinais verdadeiros e rejeitar os sinais falsos. Destarte, as condições em que se insere o contexto brasileiro podem contribuir para que os *stakeholders* rejeitem os sinais Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa e Reputação do Diretor Executivo, pois os mesmos não consideram tais sinais como atributos capazes de modificar a forma com a empresa é vista.

Roberts e Dowling (2002) versam que a reputação corporativa consiste no conjunto de atributos organizacionais, desenvolvidos ao longo do tempo, que influencia a forma como os *stakeholders* percebem a empresa com boa conduta corporativa. Com base em tal definição, verificou-se que somente os atributos *Disclosure* Socioambiental, Inovação, Internacionalização e Reputação do Acionista Majoritário das empresas da amostra, ao longo do tempo analisado (2010-2012), podem influenciar os *stakeholders* na percepção de uma organização com boa conduta (reputação corporativa). Percebe-se ainda, que esse resultado está alinhado aos preceitos da Teoria da Sinalização, no qual os sinais *Disclosure* Socioambiental, Inovação, Internacionalização e Reputação do Acionista Majoritário, que foram emitidos ao mercado de forma estratégica ou não, alteram crenças sobre a empresa e são fontes de comunicação confiável, sendo, portanto, responsáveis pela criação da reputação corporativa. Esse resultado, portanto, refuta a primeira hipótese ( $H_1$ ) de que todos os sinais propostos na pesquisa (*disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização, reputação do diretor executivo e do acionista majoritário) se juntam em um único fator e constroem a reputação corporativa.

#### **4.3. Análise da correlação entre a reputação corporativa por sinais e a reputação corporativa por *rankings***

Para atender o terceiro objetivo específico, ou seja, verificar a relação entre a reputação corporativa mensurada por *rankings* (REP) e a reputação mensurada pelos sinais (Fator\_REP, resultado da Análise Fatorial), inicialmente, procedeu-se com a utilização do teste de Shapiro-Francia para verificar a normalidade dos dados e, assim, escolher um teste

paramétrico ou não paramétrico de correlação. Ressalta-se, que para esse teste é utilizado o grupo que reúne as 131 empresas listadas em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação. A Tabela 21 mostra o resultado do teste de normalidade de Shapiro-Francia.

Tabela 21 – Teste de normalidade de Shapiro-Francia

Variável	Observações	W'	V'	z	Prob>z
Fator_REP	131	0,05	107,82	9,42	0,00
REP	131	0,70	34,37	7,12	0,00

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 21, verifica-se que as variáveis Fator\_REP e REP não apresentam normalidade, contudo, baseando-se no Teorema dos Limites Centrais, em que quando uma amostra é composta por mais de 30 observações esta é considerada normal (BROOKS, 2002), aplicou-se o teste paramétrico de correlação de Pearson. Destarte, a Tabela 22 apresenta os resultados da correlação de Pearson.

Tabela 22 – Correlação de Pearson

		REP	Fator_REP
REP	Correlação de Pearson	1,00	0,28***
	Sig. (2 extremidades)		0,00
	Observações	131	131

Fonte: Dados da pesquisa

Com base nos dados da Tabela 22, verifica-se que as variáveis reputação corporativa mensurada por *rankings* (REP) e a reputação corporativa mensurada pelos sinais (Fator\_REP) são correlacionadas positivamente, entretanto, essa relação é considerada fraca, pois é inferior a 0,30. Esse resultado valida a variável criada (Fator\_REP), pois, de acordo com Davies *et al.* (2003) e Fombrun (2007), a reputação corporativa relativa, aquela atribuída por *rankings*, consegue exprimir a real reputação da empresa e possui dentre outros reflexos para as mesmas, a criação de valor, além de ser uma métrica utilizada em todo o mundo. Foreman e Argenti (2005) ainda comentam que diversos CEOs possuem interesse nos *rankings* de reputação, pois acreditam que, por meio desses, as empresas alcançam benefícios. Logo, o fator reputação corporativa (Fator\_REP) possui impactos semelhantes que a reputação corporativa relativa (REP).

Destaca-se, portanto, que o resultado cria uma variável intitulada reputação corporativa que tem como base os sinais *Disclosure* Socioambiental, Inovação, Internacionalização e Reputação do Acionista Majoritário que são emitidos de forma planejada ou acidental, como preceitua a Teoria da Sinalização, e, como consequência, esses sinais têm a capacidade de modificar a percepção dos *stakeholders*. Logo, no contexto brasileiro, a alta gestão deve se atentar como as informações sobre suas práticas socioambientais, de inovação e de internacionalização, assim como, a visão que a sociedade tem do acionista majoritário estão sendo transmitidas, pois tem reflexos na reputação da empresa e pode impactar na vantagem competitiva e criação de valor.

#### 4.4. Análise da influência da reputação corporativa na criação de valor

Para responder ao problema de pesquisa e atender o objetivo geral (investigar a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor nas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa) foi realizada a regressão linear múltipla, com base nos dados das 131 empresas da amostra listadas em pelo menos um dos sete *rankings* de reputação. Assim, primeiramente, procedeu-se com a análise da estatística descritiva para verificar o comportamento dos dados, conforme a Tabela 23.

Tabela 23 – Estatística descritiva

Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão	Coefficiente de variação (%)
<b>EVA</b>	131	-16.200.000,00	5.765.543,00	-408.608,90	2.656.507,00	-650
<b>MVA</b>	131	-133.000.000,00	228.000.000,00	4.566.659,00	25.900.000,00	567
<b>Fator_REP</b>	131	0,11	46.619,77	356,86	4.073,10	1141
<b>REP</b>	131	1,00	2,48	1,24	0,30	24
<b>END</b>	131	-1,64	2,63	-0,50	0,44	-87
<b>QTobin</b>	131	0,63	83,68	2,12	7,23	342
<b>GRI</b>	131	-5,42	15,53	2,26	2,74	121
<b>TAM</b>	131	0,00	19,08	14,26	2,01	14

Fonte: Dados da pesquisa

Com base na Tabela 23, pode-se verificar que a criação de valor por meio do EVA possui uma média negativa, demonstrando que, em média, as empresas destroem valor nessa perspectiva. Contudo, quando verificado a criação de valor por meio do MVA se observa que ao contrário do EVA, o MVA possui média positiva, demonstrando que, nessa perspectiva, as empresas, em média, criam valor.

Quanto à reputação por sinais, observa-se que o Fator\_REP possui uma alta dispersão da amostra, confirmando a heterogeneidade das empresas. Já a REP (reputação por *ranking*) apresentou homogeneidade das empresas. Quanto às variáveis de controle, verifica-se alta dispersão dos dados, com exceção da variável tamanho das empresas (TAM), no qual há baixa dispersão. Ressalta-se, ainda, que para as variáveis Fator\_REP e REP foi utilizada a técnica exponencial e para as variáveis END e TAM foi utilizado o logaritmo, com o objetivo de reduzir a heterogeneidade dos dados. Quanto à oportunidade de crescimento (QTobin), percebe-se que há uma grande dispersão, contudo a utilização das técnicas exponencial e logaritmo não contribuiu para reduzir a heterogeneidade dos dados.

Após a análise descritiva dos dados, procedeu-se com a análise da regressão linear múltipla, conforme demonstrada na Tabela 24.

Tabela 24 – Regressão Linear Múltipla

	<b>Modelo 1: EVA</b>	<b>Modelo 2: EVA</b>	<b>Modelo 3: MVA</b>	<b>Modelo 4: MVA</b>
<b>Constante</b>	3.625.515,00 **	3.212.802,00 *	-18.300.000,00	-25.600.000,00
<b>REP</b>	-	-1.257.890,00	-	17.800.000,00 **
<b>Fator_REP</b>	152,01 ***	-	1.391,09 ***	-
<b>END</b>	-580.052,70 *	-235.359,50	-5.061.687,00	-5.062.041,00
<b>QTobin</b>	19.564,26	19.294,63	587.773,10	500.034,50
<b>GRI</b>	272.006,10 ***	287.632,30 ***	3.259.006,00 ***	2.871.666,00 ***
<b>TAM</b>	-353.102,00 ***	-200.922,50	789.180,70	-145.086,00
<b>Nº de observações</b>	131	131	131	131
<b>R<sup>2</sup></b>	0,16	0,12	0,18	0,16
<b>R<sup>2</sup>ajustado</b>	0,13	0,09	0,15	0,13
<b>F - valor</b>	4,73 ***	3,46 ***	5,48 ***	4,92 ***

Fonte: Dados da pesquisa

Com base na Tabela 24, verifica-se, por meio do F-valor, que todos os modelos são significantes a 1%, e o poder explicativo dos modelos, levando em conta o  $R^2$  ajustado, são considerados baixo, demonstrando que há outras variáveis que também explicam a criação de valor.

Quanto ao primeiro modelo que possui como variável dependente o EVA e variável independente o Fator\_REP, verifica-se que a reputação por sinais (Fator\_REP) demonstrou relação positiva com a criação de valor (EVA). Assim, quanto maior a reputação corporativa maior a criação de valor. Observa-se também que as variáveis de controle endividamento (END), intangibilidade (GRI) e tamanho (TAM) apresentaram significância com a criação de valor (EVA), no qual, quanto menor o endividamento e o tamanho da empresa maior a criação de valor, e quanto maior a intangibilidade maior a criação de valor.

Quanto ao segundo modelo, que possui como variável dependente o EVA e a variável independente REP, observa-se que a reputação por *rankings* (REP) não mostrou relação com a criação de valor (EVA). Destarte, não se pode inferir nenhum resultado entre a relação reputação corporativa medida pelos *rankings* e a criação de valor considerando o indicador EVA. Somente a variável de controle intangibilidade (GRI) apresentou significância positiva com a criação de valor (EVA), no qual, quanto maior a intangibilidade maior a criação de valor.

Quanto ao terceiro modelo que possui como variável dependente o MVA e a variável independente o Fator\_REP, verifica-se que a reputação por sinais (Fator\_REP) demonstrou relação positiva com a criação de valor (MVA). Pode-se inferir, portanto, que quanto maior a reputação corporativa construída por sinais maior a criação de valor, medida pelo MVA. Observa-se que somente a variável de controle intangibilidade (GRI) apresentou significância positiva com a criação de valor (MVA), no qual, quanto maior a intangibilidade maior a criação de valor.

No quarto modelo, que possui como variável dependente o MVA e a variável independente REP, verifica-se que a reputação por *rankings* (REP) demonstrou relação positiva com a criação de valor (MVA). Assim, quanto maior a reputação corporativa, identificada a partir dos *rankings*, maior a criação de valor. Observa-se que apenas a variável de controle intangibilidade (GRI) apresentou significância com a criação de valor (MVA), no qual, quanto maior a intangibilidade maior a criação de valor.

Contudo, esses resultados somente são considerados válidos se os pressupostos da regressão linear múltipla (normalidade dos resíduos, multicolinearidade e homocedasticidade dos resíduos) forem obedecidos. Primeiramente é verificada a normalidade dos resíduos por meio do teste Shapiro-Francia, demonstrado na Tabela 25.

Tabela 25 – Teste de normalidade de Shapiro-Francia

Variável	Observações	W'	V'	z	Prob>z
Resíduos 1	131	0,51	55,31	8,07	0,00
Resíduos 2	131	0,54	52,46	7,97	0,00
Resíduos 3	131	0,36	72,36	8,61	0,00
Resíduos 4	131	0,39	69,41	8,53	0,00

Fonte: Dados da pesquisa

Verifica-se na Tabela 25 que os resíduos dos quatro modelos não apresentam normalidade, contudo, considerou-se a normalidade dos dados, com base no Teorema dos Limites Centrais, que dispõe que quando uma amostra é composta por mais de 30 observações esta é considerada normal (BROOKS, 2002).

Depois de verificada a normalidade dos resíduos, observa-se a multicolinearidade por meio do *Variance Inflation Factor* (VIF) e da correlação de Pearson entre as variáveis dependentes, independentes e de controle. A Tabela 26 apresenta o resultado do *Variance Inflation Factor* (VIF).

Tabela 26 – *Variance Inflation Factor*

Variável	Modelo 1 e 3: EVA e MVA		Modelo 2 e 4: EVA e MVA	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
REP	-	-	1,43	0,70
Fator_REP	1,04	0,96	-	-
END	1,60	0,63	1,61	0,59
QTobin	1,70	0,59	1,70	0,59
GRI	1,05	0,95	1,09	0,92
TAM	1,20	0,83	1,56	0,64
VIF médio	1,32	-	1,48	-

Fonte: Dados da pesquisa

Segundo Fávero *et al.* (2014), se o VIF for inferior a 5 conclui-se que não há problema de multicolinearidade. Na Tabela 26, verifica-se que os modelos do estudo não possuem problema de multicolinearidade com base no VIF.

Outra forma de verificar a multicolinearidade é por meio da correlação de Pearson. Caso as variáveis possuam correlação entre si com coeficiente superior a 0,8 e possuírem significância de até 1%, considera-se um forte indicativo de multicolinearidade (FÁVERO *et al.*, 2014). A Tabela 27 apresenta o resultado da correlação de Pearson.

Tabela 27 – Correlação de Pearson

	<b>EVA</b>	<b>MVA</b>	<b>Fator_REP</b>	<b>REP</b>	<b>END</b>	<b>QTobin</b>	<b>GRI</b>	<b>TAM</b>
<b>EVA</b>	<b>1,00</b>							
<b>MVA</b>	<b>0,49</b>	<b>1,00</b>						
	0,00							
<b>Fator_REP</b>	<b>0,18</b>	<b>0,21</b>	<b>1,00</b>					
	0,04	0,01						
<b>REP</b>	<b>-0,16</b>	<b>0,26</b>	<b>0,27</b>	<b>1,00</b>				
	0,08	0,00	0,00					
<b>END</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,08</b>	<b>0,05</b>	<b>1,00</b>			
	0,81	0,71	0,34	0,60				
<b>QTobin</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,60</b>	<b>1,00</b>		
	0,60	0,67	0,88	0,58	0,00			
<b>GRI</b>	<b>0,23</b>	<b>0,34</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,23</b>	<b>-0,15</b>	<b>-0,21</b>	<b>1,00</b>	
	0,01	0,00	0,87	0,01	0,10	0,02		
<b>TAM</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,12</b>	<b>0,14</b>	<b>0,49</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,19</b>	<b>1,00</b>
	0,04	0,17	0,10	0,00	0,01	0,04	0,03	

Fonte: Dados da pesquisa

Nota-se que nenhuma das variáveis possui coeficientes superiores a 0,6 (Tabela 27). Desse modo, os modelos não apresentaram problemas de multicolinearidade tanto pelo *Variance Inflation Factor* (VIF) quanto pela correlação de Pearson.

A homocedasticidade dos resíduos dos quatro modelos também foi verificada. O teste de Breusch-Pagan é demonstrado na Tabela 28.

Tabela 28 – Teste de Breusch-Pagan

	MODELO 1	MODELO 2	MODELO 3	MODELO 4
<b>Qui<sup>2</sup></b>	65,51	142,15	67,16	235,97
<b>Prob &gt; Qui<sup>2</sup></b>	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Dados da pesquisa

A aplicação do teste de Breusch-Pagan revelou que em todos os modelos houve problema de heterocedasticidade (Tabela 28). Destarte, recorreu-se a regressão robusta pelos mínimos quadrados ponderados, pois, de acordo com Fávero *et al.* (2014), a regressão robusta é um modelo alternativo à regressão pelo método dos mínimos quadrados quando se decide permanecer com os *outliers* na amostra, além de ser um modelo que corrige o problema de heterocedasticidade.

A Tabela 29 apresenta os resultados considerados válidos para a análise da regressão linear múltipla robusta pelos mínimos quadrados ponderados, pois obedecem aos pressupostos da regressão (normalidade dos resíduos, multicolinearidade e homocedasticidade dos resíduos).

Tabela 29 – Regressão Linear Múltipla robusta pelos mínimos quadrados ponderados

	Modelo 1: EVA	Modelo 2: EVA	Modelo 3: MVA	Modelo 4: MVA
<b>Constante</b>	-1.440.621,00 ***	-613.709,60 ***	-13.600.000,00 ***	-7.016.779,00 ***
<b>REP</b>	-	26.509,60	-	3.555.617,00 ***
<b>Fator_REP</b>	340.985,70 ***	-	7.051.102,00 ***	-
<b>END</b>	4.687,30	6.370,08	-122.353,40	-156.317,80
<b>QTobin</b>	118.221,60 *	122.793,70 **	1.854.763,00 ***	879.156,60 ***
<b>GRI</b>	37.693,95 *	42.572,20 **	772.059,60 ***	772.769,50 ***
<b>TAM</b>	63.451,07 ***	22.371,08	326.678,60 ***	116.236,00
<b>Nº de observações</b>	128	130	129	129
<b>R<sup>2</sup></b>	0,16	0,12	0,18	0,16
<b>R<sup>2</sup>ajustado</b>	0,13	0,09	0,15	0,13
<b>F - valor</b>	32,54 ***	13,53 ***	497,72 ***	98,62 ***

Fonte: Dados da pesquisa

Com base na Tabela 29, verifica-se, por meio do F-valor, que todos os modelos são significantes a 1%, e o poder explicativo dos modelos é considerado baixo, segundo o  $R^2$  ajustado. Ressalta-se que o poder explicativo dos modelos não se altera com a realização da regressão robusta.

Quanto ao primeiro modelo que possui como variável dependente o EVA e a variável independente Fator\_REP, verifica-se que a reputação por sinais (Fator\_REP) demonstrou relação positiva com a criação de valor (EVA), com significância de até 1%. Pode-se inferir, portanto, que quanto maior a reputação corporativa (reputação por sinais) maior a criação de valor, medida pelo EVA. Observa-se também que as variáveis de controle oportunidade de crescimento (QTobin), intangibilidade (GRI) e tamanho (TAM) apresentaram significância positiva com a criação de valor (EVA), tendo significância de até 10%, 10% e 1%, respectivamente, no qual, quanto maior a oportunidade de crescimento, a intangibilidade e o tamanho da empresa maior a criação de valor, considerando-se o EVA.

Quanto ao segundo modelo, que possui como variável dependente o EVA e a variável independente REP, observa-se que a reputação por *rankings* (REP) não mostrou relação com a criação de valor (EVA). Assim, não se pode inferir nenhum resultado sobre a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor. Já as variáveis de controle oportunidade de crescimento (QTobin) e intangibilidade (GRI) apresentaram significância positiva com a criação de valor (EVA), ambas com significância de até 5%, no qual, quanto maior a oportunidade de crescimento e a intangibilidade da empresa maior a criação de valor, considerando-se o EVA.

Quanto ao terceiro modelo, que possui como variável dependente o MVA e a variável independente Fator\_REP, verifica-se que a reputação por sinais (Fator\_REP) demonstrou relação positiva com a criação de valor (MVA), com significância de até 1%. Isso sugere que quanto maior a reputação corporativa, medida pelos sinais propostos no estudo, maior a criação de valor, com base no indicador MVA. Observa-se também que as variáveis de controle oportunidade de crescimento (QTobin), intangibilidade (GRI) e tamanho (TAM) apresentaram significância positiva com a criação de valor (EVA), ambas com significância de até 1%, no qual, quanto maior a oportunidade de crescimento, a intangibilidade e o tamanho da empresa maior a criação de valor, considerando-se o MVA.

No quarto modelo, que possui como variável dependente o MVA e a variável independente REP, observa-se que a reputação por *rankings* (REP) mostrou relação positiva com a criação de valor (MVA), com significância de até 1%. Assim, quanto maior a reputação

corporativa a partir dos *rankings* maior a criação de valor, medida pelo MVA. Já as variáveis de controle oportunidade de crescimento (QTobin) e intangibilidade (GRI) apresentaram significância positiva com a criação de valor (MVA), ambas com significância de até 1%, no qual, quanto maior a oportunidade de crescimento e a intangibilidade da empresa maior a criação de valor, considerando-se o MVA.

Percebe-se, portanto, que os modelos em que o MVA representa a criação de valor, a reputação corporativa é um fator que influencia na criação de valor não importando a sua perspectiva (sinais ou *ranking*). Nota-se ainda, que a oportunidade de crescimento (QTobin) e a intangibilidade (GRI) das empresas influenciam positivamente em todos os modelos (modelos 1 a 4) na criação de valor (MVA e EVA). Destaca-se também que o tamanho da empresa é um fator relevante quando é considerado em conjunto com a reputação por *rankings* (REP) para a criação de valor (MVA e EVA).

Sendo o EVA e o MVA, variáveis que exprimem a criação de valor e demonstram também o desempenho das empresas da amostra, pode-se afirmar que a relação positiva entre a reputação corporativa e a criação de valor encontrada no presente estudo é corroborada com os resultados obtidos por Fombrun e Shanley (1990), Dunbar e Schwalbach (2000), Roberts e Dowling (2002), Brito (2005), Sánchez e Sotorrió (2007), Horiuchi (2010), Thomaz e Brito (2010), Cardoso *et al.* (2013) e Tischer e Hildebrandt (2013), que também verificaram existir relação positiva entre a reputação e o desempenho empresarial. Ressalta-se que a reputação por *rankings* (REP) não apresentou significância com a criação de valor por meio do EVA, entretanto, há uma sinalização de relação positiva.

Nessa mesma perspectiva, os resultados da pesquisa refutam os estudos de Rose e Thomsen (2004), Inglis, Morley e Sammut (2006), Caixeta *et al.* (2011) e Wang (2014), pois estes não encontraram relação entre a reputação corporativa e o desempenho empresarial das empresas.

Destarte, a segunda hipótese da pesquisa (H<sub>2</sub>), que a reputação corporativa influencia positivamente na criação de valor das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa, é aceita. Esse resultado confirma os preceitos de Van Riel e Fombrun (2007) e Walker (2010), de que a reputação fortalece a atratividade de uma organização; atrai e retém funcionários; cria desempenho financeiro sustentável, maiores margens e preços, valor percebido; além de atrair novas fontes de capital financeiro, reduzindo a situação de risco. Esses fatores desencadeiam na vantagem competitiva, pois são fontes de vantagem

competitiva criando heterogeneidade entre as empresas e gerando valor aos *stakeholders* (ROBERTS; DOWLING, 2002; BRITO, 2005; MELO; GARRIDO-MORGADO, 2012).

Portanto, o resultado está alinhado aos preceitos da Visão Baseada em Recursos, em que, em um ambiente competitivo, as empresas têm foco nos recursos estratégicos, que são fonte de vantagem competitiva, e tem como reflexo o desempenho superior e a criação de valor (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993; RIBEIRO; ROSSETTO; VERDINELLI, 2011). Assim, a reputação corporativa, considerada nesse estudo como um ativo intangível, é um recurso estratégico capaz de gerar visibilidade, credibilidade e é fonte de vantagem competitiva, tendo como reflexo a criação de valor para as organizações que a possuem (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; HALL, 1993; ROBERTS; DOWLING, 2002; THOMAZ; BRITO, 2010; CAIXETA *et al.*, 2011).

Quanto às variáveis de controle, Koch e Shenoy (1999) apontam que empresas detentoras de Q de Tobin alto ( $Q > 1,0$ ) são maximizadoras de valor, corroborando, assim, com os resultados do presente estudo, em que há uma relação positiva entre o Q de Tobin e a criação de valor (EVA e MVA). Por sua vez, Perez e Famá (2006) verificaram que quanto maior a intangibilidade das empresas mais essas criam valor para os acionistas, o que também se alinha com o presente estudo, no qual foi observada relação positiva entre a intangibilidade e a criação de valor. Díez *et al.* (2010) também constataram, no contexto espanhol, que empresas maiores criam maior valor aos acionistas. Já Issham *et al.* (2008) descobriram, no contexto malaio, que empresas maiores criam menor valor aos acionistas, indo de encontro ao resultado aqui encontrado, no qual empresas maiores criam maior valor quando considerada a reputação corporativa por sinais (Fator\_REP).

#### **4.4.1. Semelhanças e divergências na criação de valor em empresas com e sem reputação corporativa**

Para atender ao quarto objetivo específico, ou seja, inquirir semelhanças e diferenças entre as empresas com e sem reputação corporativa quanto à criação de valor, foi utilizado o teste de diferenças entre médias. Primeiramente, procedeu-se com a utilização do teste de Shapiro-Francia para verificar a normalidade dos dados e, assim, escolher um teste paramétrico ou não paramétrico de diferenças entre médias. A Tabela 30 mostra o resultado do teste de normalidade de Shapiro-Francia.

Tabela 30 – Teste de normalidade de Shapiro-Francia

Variável	Observações	W'	V'	z	Prob>z
EVA	305	0,09	213,00	11,40	0,00
MVA	305	0,25	175,58	10,98	0,00

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 30, verifica-se que as variáveis EVA e MVA não apresentam normalidade, contudo, baseando-se no Teorema dos Limites Centrais, em que quando uma amostra é composta por mais de 30 observações esta é considerada normal (BROOKS, 2002), aplicou-se o teste paramétrico de diferença entre média *t* teste.

Inicialmente, a Tabela 31 apresenta a estatística descritiva dos dados dos dois grupos de empresas da amostra (com e sem reputação corporativa) quanto à criação de valor, por meio do EVA e do MVA. Cabe ressaltar que a definição dos dois grupos obedeceu ao seguinte critério: grupo 1) empresas com reputação corporativa são aqueles que constam em pelo menos um dos sete *rankings* a seguir: As melhores empresas do Brasil, da revista Época Negócios; As melhores empresas para você trabalhar, da revista Você S/A; As empresas com melhor reputação no Brasil, da revista Exame; As marcas mais valiosas do Brasil, da revista IstoÉ Dinheiro; As multinacionais brasileiras com maior presença lá fora, da Fundação Dom Cabral; As mais admiradas no Brasil, da revista Carta Capital; e As empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa, da revista Exame; e grupo 2) as empresas sem reputação corporativa são aquelas que não constam em nenhum dos sete *rankings* apresentados.

Tabela 31 – Estatística descritiva dos dados dos dois grupos de empresas

	REP	N	Média	Desvio-padrão	Erro padrão da média
EVA	Com reputação corporativa	131	-408.608,88	2.656.507,09	232.100,10
	Sem reputação corporativa	174	629.536,80	10.694.567,74	810.753,09
MVA	Com reputação corporativa	131	4.566.658,80	25.943.075,07	2.266.656,99
	Sem reputação corporativa	174	580.160,50	2.424.653,32	183.812,49

Fonte: Dados da pesquisa

O resultado da Tabela 31 é utilizado para complementar o resultado da Tabela 32 que demonstra se há ou não diferença entre os dados dos dois grupos investigados.

Tabela 32 – Teste de amostras independentes

Variável		Teste de Levene		Teste-t para Igualdade de Médias				
		F	Sig.	t	df	Sig. (2 extrem.)	Diferença média	Erro padrão de diferença
EVA	Variâncias iguais assumidas	0,37	0,54	-1,09	303,00	0,28	-1.038.145,69	956.194,58
	Variâncias iguais não assumidas			-1,23	200,72	0,22	-1.038.145,69	843.321,43
MVA	Variâncias iguais assumidas	19,12	0,00	2,02	303,00	0,04	3.986.498,30	1.977.065,44
	Variâncias iguais não assumidas			1,75	131,71	0,08	3.986.498,30	2.274.097,83

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 32, o teste de Levene, que verifica se as variâncias assumidas são iguais, aponta que somente no MVA as variâncias assumidas são iguais. Já no teste *t*, observa-se que somente no MVA há diferenças entre médias. Desse modo, recorre-se a Tabela 31 para verificar que o grupo de empresas que possui reputação corporativa é o que apresenta maior MVA.

Destarte, pode-se concluir que empresas que possuem reputação corporativa criam maior valor aos acionistas, considerando a perspectiva de mercado atribuído ao indicador MVA. Contudo, não há diferença entre empresas com e sem reputação com base na perspectiva econômica atribuída ao EVA. Portanto, nota-se que a percepção dos *stakeholders* em relação à empresa – a reputação corporativa – tem reflexo na percepção do mercado (MVA), uma vez que, segundo Young e O’Byrne (2003), o MVA é fruto do comportamento ou percepção do mercado, pois o valor de mercado demonstra as expectativas do mercado em valor..

O resultado apresentado no Teste de Diferenças entre Médias está relacionado com o resultado da Regressão Linear Múltipla, no qual existe uma relação entre a reputação corporativa e a criação de valor, corroborando com os estudos de Fombrun e Shanley (1990), Dunbar e Schwalbach (2000), Roberts e Dowling (2002), Brito (2005), Sánchez e Sotorrió

(2007), Horiuchi (2010), Thomaz e Brito (2010), Cardoso *et al.* (2013) e Tischer e Hildebrandt (2013), além de reforçar a segunda hipótese ( $H_2$ ) de que a reputação corporativa influencia positivamente na criação de valor das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa.

#### 4.5. Síntese dos resultados

Essa seção apresenta uma síntese dos principais resultados encontrados nos teste estatísticos, assim como, a aceitação ou rejeição das hipóteses do estudo, e como esses resultados influenciaram o Modelo Teórico proposto na Figura 1.

O Quadro 6 apresenta os testes estatísticos utilizados, assim como o alinhamento com os objetivos propostos e seus principais resultados.

Quadro 6 – Testes estatísticos, objetivos e resultados

Teste estatístico	Objetivo	Principais resultados
Análise Fatorial	Analisar a associação entre os sinais construtivos da reputação corporativa considerados no estudo.	Os sinais <i>Disclosure</i> socioambiental, Inovação, Internacionalização e Reputação do Acionista Majoritário constroem a reputação corporativa.
Correlação de Pearson	Verificar a relação entre a reputação corporativa mensurada por <i>rankings</i> e a reputação corporativa mensurada pelos sinais.	A reputação corporativa por sinais está relacionada positivamente com a reputação corporativa por <i>rankings</i> .
Regressão Linear Múltipla	Investigar a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor nas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa.	Ambas as reputação corporativa por <i>rankings</i> e por sinais influenciam positivamente na criação de valor sob a forma do MVA. Já a reputação corporativa por sinais influencia positivamente a criação de valor sob a forma do EVA.
Teste <i>t</i> de diferença entre médias	Inquirir semelhanças e diferenças entre as empresas com e sem reputação corporativa quanto à criação de valor.	Empresas que possuem reputação corporativa criam maior valor sob a forma do MVA.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Esses resultados contribuiram para a aceitação ou rejeição das duas hipóteses levantadas no estudo. O Quadro 7 apresenta as hipóteses de pesquisa e seu resultado.

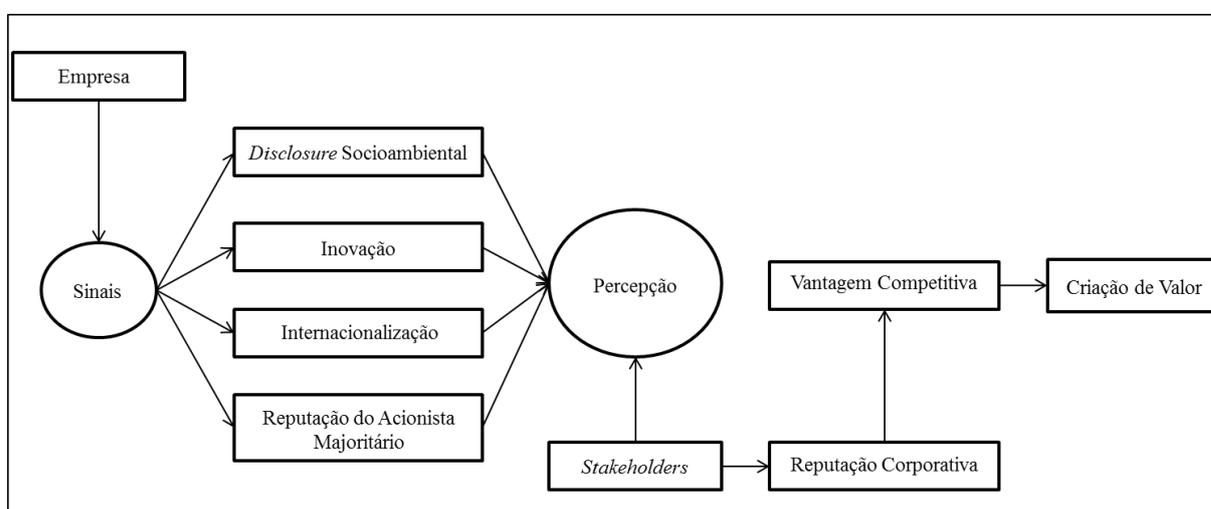
Quadro 7 – Hipóteses de pesquisa

Hipótese	Resultado
H <sub>1</sub> : Os sinais considerados no estudo, <i>disclosure</i> socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização, reputação do diretor executivo e do acionista majoritário, constroem a reputação corporativa.	Rejeitada
H <sub>2</sub> : A reputação corporativa influencia positivamente a criação de valor das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa.	Aceita

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base nos Quadros 6 e 7, pode-se verificar que o Modelo Teórico do estudo sofre modificações devido, principalmente, a rejeição da hipótese 1, em que os sinais Adoção de melhores práticas de Governança Corporativa e Reputação do Diretor Executivo não contribuem para a criação da Reputação Corporativa. Desse modo, a Figura 13 apresenta o Modelo Teórico após a aplicação dos testes estatísticos.

Figura 13 – Modelo Teórico após os resultados



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos resultados.

Por meio da Figura 13, nota-se que os sinais *Disclosure* socioambiental, Inovação, Internacionalização e Reputação do Acionista Majoritário durante o tempo analisado (2010-2012) são percebidos pelos *stakeholders*, e esses concedem à empresa reputação corporativa. Por sua vez, a reputação corporativa é um recurso estratégico fonte de vantagem competitiva que influencia positivamente na criação de valor para empresas e acionistas.

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo foi desenvolvido com a proposta de responder aos seguintes questionamentos: Que sinais influenciam na construção da reputação corporativa?; e Qual a importância da reputação corporativa na criação de valor nas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa?.

A partir dessas questões foi delineada uma pesquisa quantitativa, no qual os dados, referentes à variação de três períodos (2010 a 2012) com impacto em um período posterior (2013), foram obtidos nos Relatórios Anuais e/ou de Sustentabilidade, e Estatutos Sociais, obtidos nos *sites* institucionais das empresas; Formulários de Referência e Demonstrações Financeiras Padronizadas, ambos encontrados no *site* da BM&FBovespa; no portal eletrônico da Revista Exame e do Jornal Valor Econômico; além de sete *rankings* de reputação (As melhores empresas do Brasil, da revista Época Negócios; As melhores empresas para você trabalhar, da revista Você S/A; As empresas com melhor reputação no Brasil, da revista Exame; As marcas mais valiosas do Brasil, da revista IstoÉ Dinheiro; As multinacionais brasileiras com maior presença lá fora, da Fundação Dom Cabral; As mais admiradas no Brasil, da revista Carta Capital; e As empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa, da revista Exame); e da base de dados Economática<sup>®</sup>.

Por meio da revisão de literatura verificou-se que a reputação corporativa é formada pela percepção dos *stakeholders* com base nas informações divulgadas (sinais) pelas empresas e possuir uma boa reputação gera vantagem competitiva no qual um dos principais benefícios é a criação de valor para as empresas. Com base nessa discussão, foram desenvolvidas duas hipóteses de pesquisa: H<sub>1</sub>: Os sinais considerados no estudo (*disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização, reputação do diretor executivo e do acionista majoritário) constroem o fator reputação corporativa; e H<sub>2</sub>: A reputação corporativa influencia positivamente na criação de valor das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa.

Em conformidade com a problematização da pesquisa, o objetivo geral consistiu em investigar a relação entre a reputação corporativa e a criação de valor nas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para tanto, realizou-se um estudo nas empresas brasileiras de capital aberto que participavam em pelo menos um dos *rankings* de reputação proposto pelo estudo e que possuíam valor de mercado na data 31/12/2013, no banco de dados

Economática<sup>®</sup>; totalizando, desse modo, um conjunto de 131 empresas. Para o alcance do objetivo geral, procedeu-se com a Regressão Linear Múltipla, assim como outros testes estatísticos para a concessão dos objetivos específicos, conforme segue.

Para atender o primeiro objetivo específico realizou-se a descrição do perfil das empresas com reputação corporativa, a partir de uma análise temporal e setorial de cada sinal considerado no estudo (*disclosure* socioambiental, adoção de boas práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização e reputação do diretor executivo e acionista majoritário), que compõe a reputação corporativa.

A partir da Análise Fatorial, verificou-se a associação entre os sinais construtivos da reputação corporativa considerados no estudo, com o intuito de criar o fator reputação corporativa a partir desses sinais, respondendo assim, ao questionamento de pesquisa.

Para verificar a relação entre a reputação corporativa mensurada por *rankings* e a reputação mensurada pelos sinais criada a partir da Análise Fatorial, foi aplicado o Teste de Correlação, e assim, atender ao segundo objetivo específico.

Inquirir semelhanças e diferenças entre as empresas com e sem reputação corporativa quanto à criação de valor foi o terceiro objetivo específico, que fez uso do Teste de Diferenças entre Médias para verificar se as empresas com reputação (listadas em um dos *rankings*) criam maior valor do que as empresas que não possuem reputação corporativa (não listadas em nenhum dos *rankings*).

Por meio da análise dos resultados dos testes aplicados, pode-se inferir determinadas conclusões, conforme seguem brevemente descritas.

Primeiramente, verificou-se que os sinais que compõem a reputação corporativa das empresas brasileiras analisadas, em média, praticamente não sofreram alterações durante o período de análise (2010-2012). Quando os sinais são analisados por setor, percebeu-se uma não uniformidade, não havendo destaque de algum setor em todos os sinais. Cabe ressaltar, entretanto, os setores Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Utilidade Pública, e Telecomunicações, que possuem em comum, em grande parte, o controle estatal, e se destacaram nos sinais *Disclosure* socioambiental, Internacionalização, Reputação do Acionista Majoritário e Reputação do Diretor Executivo.

Se observado o *disclosure* socioambiental e a adoção de melhores práticas de governança corporativa, constata-se uma média evidenciação das informações socioambientais e uma média adoção de melhores práticas de governança, demonstrando que

as empresas brasileiras não estão preparadas para atender as demandas dos *stakeholders* (em especial, sociedade e acionistas minoritários), uma vez que é necessário desenvolver mais a implementação de práticas sustentáveis e a sua divulgação para a sociedade, além de ser necessário às empresas possuírem mecanismos que assegurem os direitos de acionistas minoritários.

Quanto à inovação, baseada nos ativos intangíveis de inovação considerados no estudo (Patentes e Ativos intangíveis em desenvolvimento), observou-se que as empresas detêm uma quantidade pequena (21%) de ativos dessa natureza, sendo, portanto, a inovação, classificada dessa forma, um dos menores ativos registrados nas empresas brasileiras. Por sua vez, verificou-se uma baixa internacionalização das empresas, classificada como a inserção de investidores estrangeiros no capital social das empresas. Esse fato se deve a cultura empresarial brasileira, em que há uma grande concentração do capital social, em geral, em estruturas familiares, além do fator risco de investir no país, fazendo com que os investidores busquem outros mercados (MUNHOZ, 2013).

No que diz respeito à reputação do diretor executivo, verificou-se que os diretores executivos das empresas brasileiras possuem reputação mediana, sendo a qualificação e a experiência anterior os principais fatores observados para determinação da reputação de diretores executivos. No que concerne à reputação do acionista majoritário, medida pela sua exposição na mídia, notou-se que há uma grande quantidade de notícias relacionadas aos acionistas majoritários das empresas brasileiras, refletindo-se, numa alta reputação, em especial do acionista majoritário das empresas de controle estatal, em que tal acionista é a União Federal.

Por meio da Análise Fatorial foi possível construir o fator reputação corporativa (Fator\_REP) que reúne quatro dos seis sinais propostos no modelo teórico desse estudo: *disclosure* socioambiental, inovação, internacionalização e reputação do acionista majoritário. Dessa forma, responde-se a um dos questionamentos da pesquisa, porém rejeita-se a  $H_1$ , pois apenas quatro, e não todos os sinais considerados no estudo (*disclosure* socioambiental, adoção de melhores práticas de governança corporativa, inovação, internacionalização, e do acionista majoritário) constroem o fator reputação corporativa.

Já o Teste de Correlação apontou uma relação positiva, ainda que fraca, entre a reputação criada por meio dos sinais (Fator\_REP) e a reputação atribuída por *rankings* (REP), validando, dessa forma, a variável da reputação por sinais criada.

Para responder ao segundo questionamento e aceitar ou rejeitar  $H_2$  (A reputação corporativa influencia positivamente na criação de valor das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa) realizou-se a Regressão Linear Múltipla, constatando-se que a reputação corporativa – entendida como as diversas perspectivas que os *stakeholders* possuem da empresa, atribuindo-lhe a característica de um recurso estratégico capaz de gerar visibilidade, credibilidade e valor para as organizações que a possuem – é capaz de proporcionar às empresas uma maior criação de valor, o que confirma a hipótese de pesquisa. Tal relação pode ser explicada a partir da teoria da sinalização e da teoria da visão baseada em recursos, uma vez que a reputação corporativa é gerada pela percepção dos *stakeholders* por meio dos diversos sinais positivos emitidos ao mercado acerca das atividades desempenhadas pelas empresas, desenvolvendo vantagem competitiva e maior criação de valor.

Verificou-se, portanto, que a reputação corporativa por sinais (Fator\_REP) e a reputação corporativa por *rankings* (REP) influenciaram positivamente na criação de valor pela perspectiva de mercado (MVA); por sua vez, somente a reputação corporativa por sinais (Fator\_REP) demonstrou relação positiva com a criação de valor na perspectiva econômica (EVA). Observou-se ainda que a oportunidade de crescimento (QTobin), a intangibilidade (GRI) e o tamanho (TAM) das empresas são atributos a serem considerados na criação de valor.

Por último, o Teste de Diferenças entre Médias buscou atender o terceiro objetivo específico da pesquisa, além do que contribui para complementar a análise do resultado obtido na Regressão Linear Múltipla. O resultado do teste demonstrou haver diferença da criação de valor entre as empresas com e sem reputação corporativa. As empresas que possuem reputação corporativa são aquelas que possuem maior criação de valor, considerando a perspectiva de mercado (MVA). Destarte, esse resultado contribui para confirmar  $H_2$ .

A Teoria da Sinalização tem como base a redução da assimetria informacional, e em um ambiente competitivo, a divulgação de determinadas informações são essenciais para a tomada de decisão dos *stakeholders*. Segundo Spence (1973), essas informações são sinais que as empresas emitem de forma planejada ou acidental que modificam o pensamento dos *stakeholders*. Destarte, o estudo verificou determinados sinais que tem caráter estratégico e são fatores de credibilidade e transparência; esses sinais têm a capacidade de auxiliar os *stakeholders* na formação da sua percepção sobre uma empresa, constituindo-se assim, a reputação corporativa. Com base nos resultados encontrados, verificou-se que nem todos os sinais propostos são capazes de influenciar na percepção dos *stakeholders*, e assim, contribuir

para a geração da reputação corporativa. A própria teoria já preceitua que, devido a determinadas condições do mercado, certos sinais seriam rejeitados pelos *stakeholders*. Logo, os achados do estudo estão alinhados com a Teoria da Sinalização, verificando que os sinais *Disclosure* socioambiental, Inovação, Internacionalização e Reputação do Acionista Majoritário contribuem para a percepção dos *stakeholders* e são formadores da opinião dos mesmos, gerando, assim, a reputação corporativa.

A Teoria da Visão Baseada em Recursos está relacionada com a estratégia da empresa, e, em um ambiente competitivo, preceitua que as empresas devem se utilizar de seus recursos que são difíceis de ser copiados, são raros e valiosos, ou seja, são recursos particulares e de caráter estratégico. Bergh *et al.* (2010) afirmam que a reputação corporativa é um recurso estratégico valioso, raro e imitável e que é fonte de vantagem competitiva, sendo essa, responsável por empresas alcançarem melhores desempenhos e criarem maior valor (PETERAF, 1993). Os resultados do estudo demonstraram alinhamento com os preceitos da Visão Baseada em Recursos, uma vez que a reputação corporativa influencia positivamente na criação de valor; logo, a reputação corporativa, no contexto brasileiro, demonstrou ser fonte de vantagem competitiva e fator de criação de valor.

Como contribuição acadêmica, o estudo desenvolveu uma nova variável, a reputação corporativa que tem como base o *disclosure* socioambiental, a inovação, a internacionalização e a reputação do acionista majoritário. O estudo também contribuiu, reforçando que a reputação corporativa é fator capaz de criar valor e gerar melhor desempenho.

Sob a perspectiva do mercado de capitais brasileiro, os resultados do estudo revelam a importância de uma boa reputação e, portanto, as organizações devem trabalhar na sua construção e/ou manutenção. Para tanto, precisam evidenciar informações de qualidade e tempestivas, em especial quanto ao *disclosure* socioambiental, à inovação e à internacionalização, além de preservar a reputação do acionista majoritário, para assim, auferir os benefícios de uma boa reputação corporativa.

Como limitações do estudo, tem-se o período de análise; o número de observações; a qualidade das informações, em sua maioria de caráter voluntário; e a métrica utilizada de determinadas variáveis. Dessa forma, para pesquisas futuras, sugere-se o aumento do período de análise e de observações, bem como a consideração de métricas distintas para variáveis como a de internacionalização, reputação do acionista majoritário e diretor

executivo. Recomenda-se ainda, o estudo de outros sinais que possam contribuir para a criação de uma boa reputação corporativa.

## REFERÊNCIAS

ACIONISTA.COM.BR. Disponível em: <<http://www.acionista.com.br>>. Acesso em 03 dez. 2014.

AERTS, W.; CORMIER, D. Media legitimacy and corporate environmental communication. *Accounting, Organizations and Society*, v. 34, p. 1-27, 2009.

ALBANEZ, T. *Efeitos do market timing sobre a estrutura de capital de companhias abertas brasileiras*. 2012. 257 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

ALMEIDA, M. H. T. Negociando a reforma: a privatização de empresas públicas no Brasil. *Dados - Revista de Ciências Sociais*, v. 42, n. 3, p. 421-451, 1999.

ALMEIDA, A. *Internacionalização de empresas brasileiras: perspectivas e riscos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ALMEIDA-SANTOS, P. S.; VARGAS, A. J.; ALMEIDA, D. M.; LAVARDA, C. E. F. Nível de disclosure verde e a reputação corporativa ambiental das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 9, n. 18, p. 63-82, 2012.

ALVES, J. F. V.; DE LUCA, M. M. M.; CARDOSO, V. I. C.; VASCONCELOS, A. C.; CUNHA, J. V. A. Relação entre desempenho econômico e desempenho ambiental de empresas no Brasil e na Espanha. *Revista Ambiente Contábil*, v. 5, n. 2, p. 151-172, 2013.

ANDRADE, A. M. F.; GALINA, S. V. R. Efeitos da internacionalização sobre o desempenho de multinacionais de economias em desenvolvimento. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 17, n. 2, p. 239-262, 2013.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ANEEL. *Resolução n. 444, de 26 de abril de 2001*. Institui o manual de contabilidade do serviço público de energia elétrica, englobando o plano de contas revisado, com instruções contábeis e roteiro para elaboração e divulgação de informações econômicas financeiras. Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br>>. Acesso em: 03 dez. 2014.

ARANTES, E. C.; FURQUIM, N. R. Estratégias de internacionalização e de inovação como diferenciais para a expansão de uma empresa multinacional. *Internext - Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, v. 6, n. 2, p. 116-137, 2011.

ARAÚJO, A. M. P.; ASSAF NETO, A. A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 14, n. 33, p. 16-32, 2003.

ARGENTI, P. A.; FORMAN, J. *The power of corporate communication – crafting the voice and image of your business*. New York: McGraw-Hill, 2002.

ATALAY, M.; ANAFARTA, N.; SARVAN, F. The relationship between innovation and firm performance: An empirical evidence from Turkish automotive supplier industry. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, v. 75, p. 226-235, 2013.

BARCELLOS, E. P. *Internacionalização de empresas brasileiras: um estudo sobre a relação entre o grau de internacionalização e desempenho financeiro*. 2010. 117 f. Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 2011.

BARNETT, M. L.; JERMIER J. M.; LAFFERTY B. A. Corporate reputation: the definitional landscape. *Corporate Reputation Review*, v. 9, n. 1, p. 26-38, 2006.

BARNEY, J. B. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.

BASTOS, N. T. Avaliação de desempenho de bancos brasileiros baseada em criação de valor econômico. *RAUSP – Revista de Administração USP*, v. 34, n. 3, p. 68-73, 1999.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; DAVID, M. ROTTA, U. A. S. A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *REGE – Revista de Gestão*, v. 16, n. 3, p. 65-79, 2009.

BELIEIRO JUNIOR, J. C. M. Um novo capitalismo no Brasil? Estado, empresariado e fusões e aquisições na Era Lula. *Pensamento Plural*, v. 14, n. 7, p. 93-112, 2014.

BERENS, G.; VAN RIEL, C. B. M. Corporate associations in the academic literature: three main streams of thought in the reputation measurement literature. *Corporate Reputation Review*, v. 7, n. 2, p. 161–178, 2004.

BERGH, D. D.; KETCHEN, D. J.; BOYD, B. K.; BERGH, J. New frontiers of the reputation - performance relationship: insights from multiple theories. *Journal of Management*, v. 36, n. 3, p. 620-632, 2010.

\_\_\_\_\_; GIBBONS, P. The stock market reaction to the hiring of management consultants: a signalling theory approach. *Journal of Management Studies*, v. 48, n. 3, p. 544-567, 2011.

BERNARDES, R.; BESSA, V.; KALUP, A. A economia da inovação no setor de serviços: desvendando o cenário brasileiro. *São Paulo em Perspectiva*, v. 19, n. 2, p. 115-134, 2005.

BOYD, B. K.; BERGH, D. D.; KETCHEN JR, D. J. Reconsidering the reputation-performance relationship: a resource-based view. *Journal of Management*, v. 36, n. 3, p. 588-609, 2010.

BRAMMER, S.; MILLINGTON, A.; PAVELIN, S. Corporate reputation and women on the board. *British Journal of Management*, v. 20, p. 17-29, 2009.

BREY, N. K.; CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELO, R. Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. *RAM - Revista de Administração Mackenzie*, v. 15, n. 1, p. 98-124, 2014.

BRITO, E. Reputação e desempenho: uma análise empírica no setor bancário. *Revista Economia & Gestão*, v. 5, n. 11, p. 117-142, 2005.

BRITO, R. P.; BRITO, L. A. L. Vantagem competitiva, criação de valor e seus efeitos sobre o desempenho. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, v. 52, n. 1; p. 70-84, 2012a.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Vantagem competitiva e sua relação com o desempenho - uma abordagem baseada em valor. *RAC - Revista de Administração Contemporânea*, v. 16, n. 3, p. 360-380, 2012b.

BROOKING, A. *Intellectual capital: core asset for the third millennium enterprise*. Boston: Thomson Publishing Inc., 1996.

BROOKS, C. *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.

BURT, S. L.; SPARKS, L. Corporate branding, retailing and retail internationalization. *Corporate Reputation Review*, v. 5, n. 2-3, p. 194, 212, 2002.

CAIXETA, C. G. F.; LOPES, H. E. G.; BERNARDES, P.; CARDOSO, M. B. R.; CARVALHO NETO, A. M. Reputação corporativa e desempenho econômico-financeiro: um estudo em cinco grandes grupos empresariais brasileiros. *Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, v. 1, n. 9, p. 86-109, 2011.

CAMPOS, G. M. O impacto de indicadores socioambientais no valor adicionado por empresas. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 30, n. 1, p. 83-93, 2011.

CARDOSO, V. I. D. *Reputação corporativa sob a ótica da sustentabilidade e desempenho superior e persistente de empresas de capital aberto*. 2013. 191 f. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria), Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2013.

\_\_\_\_\_; DE LUCA, M. M. M.; LIMA, G. A. S. F.; VASCONCELOS, A. C. Reputação corporativa nas empresas brasileiras: uma questão relevante para o desempenho empresarial? *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 10, n. 21, p. 115-136, 2013.

CARTA CAPITAL. *As empresas mais admiradas no Brasil*, São Paulo: Confiança, 2013.

CARUANA, A. Corporate reputation: concept and measurement. *Journal of Product & Brand Management*, v. 6, n. 2, p. 109-118, 1997.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

CARVALHO, F. M.; KAYO, E. K.; MARTIN, D. M. L. Tangibilidade e intangibilidade da determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea – RAC*, v. 14, n. 5, p. 871-889, 2010.

CASSANO, F. A.; CARO, A.; SARAIVA JUNIOR, C. E. G.; SILVA, L. R.; OLIVEIRA, R. M. P.; ALMEIDA, M. R. Estratégias de internacionalização e marca top of mind: o caso Sagatiba. *Revista de Negócios*, v. 18, n. 4, p. 55-74, 2013.

CASTRO, M. G; LÓPEZ, N. J. E. La importancia de la reputación empresarial en la obtención de ventajas competitivas sostenibles. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, v. 12, n. 3, p. 29-39, 2006.

CERQUEIRA, J. E. A.; SOARES, T. M.; DAVID, M. V. Novas evidências sobre a relação entre a geração de valor ao acionista e o valor de mercado das ações: uma análise em painel comparando o EVA e o MVA no mercado brasileiro. *Pesquisa Operacional para o Desenvolvimento*, v. 1, p. 1-19, 2009.

CHILES, T.; McMACKIN, J. Integrating variable risk preferences, trust, and transaction cost economics. *Academy of Management Review*, v. 21, p.73-99, 1996.

CHO, C. H.; GUIDRY, R. P.; HAGEMAN, A. M.; PATTEN, D. M. Do actions speak louder than words? An empirical investigation of corporate environmental reputation. *Accounting, Organizations and Society*, v. 37, p. 14-25, 2012.

CHUN, R. Corporate reputation: meaning and measurement. *International Journal of Management Reviews*, v. 7, n. 2, p. 91-109, 2005.

\_\_\_\_\_. Innovation and reputation: an ethical character perspective. *Creativity and Innovation Management*, v. 15, n. 1, p. 63-73, 2006.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

COLAUTO, R. D.; NASCIMENTO, P. S.; AVELINO, B. C.; BISPO, O. N. A. Evidenciação de ativos intangíveis não adquiridos nos relatórios da administração das companhias listadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, v. 20, n. 1, p. 142-169, 2009.

CONNELLY, B. L.; CERTO, S. T.; IRELAND, R. D.; REUTZEL, C. R. Signaling theory: a review and assessment. *Journal of Management*, v. 37, n. 1, p. 39-67, 2011.

COSTA, D. R. M.; AZEVEDO, P. F.; CHADDAD, F. R. Determinantes da separação entre propriedade e gestão nas cooperativas agropecuárias brasileiras. *Revista de Administração USP*, v. 47, n. 4, p. 581-595, 2012.

CRAVENS, K.; OLIVER, E. G.; RAMAMOORTI, S. The reputation index: measuring and managing corporate reputation. *European Management Journal*, v. 21, n. 2, p. 201-212, 2003.

CRUZ, C. V. O. A.; LIMA, G. A. S. F. Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Universo Contábil*, v. 6, n. 1, p. 85-101, 2010.

CUNHA, J. V. A.; COELHO, A. C. Regressão linear múltipla. In: CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. (Coords.). *Análise multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 131-231.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Cartilha de boas práticas de governança corporativa*. Rio de Janeiro: CVM, 2002.

DAINELLI, F.; BINI, L.; GIUNTA, F. Signaling strategies in annual reports: evidence from the disclosure of performance indicators. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, v. 29, p. 267-277, 2013.

DALMÁCIO, F. Z. *Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização*. 2009. 232 f. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

\_\_\_\_\_; LOPES, A. B.; REZENDE, A. J.; SARLO NETO, A. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie – RAM*, v. 14, n. 5, p. 104-139, 2013.

DAL-SOTO, F.; SANTOS, M. R. Os recursos como fonte de estratégia competitiva: uma evidência empírica da resource-based view. *Revista Capital Científico*, v. 2, n. 1, p. 47-64, 2004.

DAMODARAN ONLINE. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acesso em 03 dez. 2014.

DANCEY, C.; REIDY, J. *Estatística sem matemática para psicologia: usando SPSS para windows*. Porto Alegre: Artmed, 2006.

DAVIES, G.; CHUN, R.; SILVA, R. V.; ROPER, S. *Corporate reputational and competitiveness*. London: Routledge, 2003.

DELGADO-GARCÍA, J. B.; QUEVEDO-PUENTE, E.; FUENTE-SABATÉ, J. M. The impact of ownership structure on corporate reputation: evidence from Spain. *Corporate Governance: An International Review*, v. 18, n. 6, p. 540-556, 2010.

DÍEZ, J. M.; OCHOA, M. L.; PRIETO, M. B.; SANTIDRIÁN, A. Intellectual capital and value creation in Spanish firms. *Journal of Intellectual Capital*, v. 11, n. 3, p. 348-367, 2010.

DUNBAR, R. L. M.; SCHWALBACH, J. Corporate reputation and performance in Germany. *Corporate Reputation Review*, v. 3, n. 2, p. 115-123, 2000.

EHRBAR, A. *EVA<sup>®</sup>: the real key to creating wealth*. New York: John Wiley & Sons, 1999.

EINHORN, E. The nature of the interaction between mandatory and voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, v. 43, n. 4, 2005.

ELANGO, B. An empirical analysis of the internationalization-performance relationship across emerging market firms. *The Multinational Business Review*, v. 14, n. 1, p. 21-44, 2006.

ÉPOCA NEGÓCIOS 360°. As melhores empresas do Brasil, São Paulo: Globo, 2013.

EXAME. *Melhores e Maiores: as 1000 maiores empresas do Brasil*, São Paulo: Abril, 2013.

FÁVERO, L. P. L.; BELFIORE, P. P.; CHAN, B. L.; SILVA, F. L. da. *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. São Paulo: Campus, 2009.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. *Métodos quantitativos com Stata*. São Paulo: Campus, 2014.

FISHER, T.; TEIXEIRA, E.; HEBER, F. Estratégias de gestão e reconfiguração organizacional: os setores de energia elétrica e telecomunicações. *RAP - Revista de Administração Pública*, v. 32, n. 3, p. 9-27, 1998.

FOMBRUN, C.; SHANLEY, M. What's in a name? reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, v. 33, n. 2, p. 233-258, 1990.

\_\_\_\_\_. *Reputation: realizing value from the corporate image*. Boston: Harvard Business School Press, 1996.

\_\_\_\_\_; VAN RIEL, C. B. M. The reputational landscape. *Corporate Reputation Review*, v. 1, n. 1/2, p. 5-13, 1997.

\_\_\_\_\_, C. J. List of Lists: a compilation of international corporate reputation rating. *Corporate Reputation Review*, v. 10, n. 2, p. 144, 153, 2007.

FOREMAN, J.; ARGENTI, P. A. How corporate communication influences strategy implementation, reputation and the corporate brand: an exploratory qualitative study. *Corporate Reputation Review*, v. 8, n. 3, p. 245-264, 2005.

FRANCIS, J.; HUANG, A. H.; RAJGOPAL, S. ZANG, A. Y. CEO reputation and earnings quality. *Contemporary Accounting Research*, v. 25, n. 1, p. 109-147, 2008.

FREITAS, A. R. P.; KOBAL, A. B. C.; DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Indicadores ambientais: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e espanholas. *RGSA - Revista de Gestão Social e Ambiental*, v. 7, n. 1, p. 34-51, 2013.

FTSE4 GOOD INDEX SERIES. 2010. *Inclusion Criteria*. Disponível em: <[http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good\\_Index\\_Series/Downloads/F4G\\_Criteria.pdf](http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/Downloads/F4G_Criteria.pdf)>. Acesso em: 03 dez. 2014

FUNDAÇÃO DOM CABRAL. *Ranking FDS das multinacionais brasileiras de 2013*, Minas Gerais: FDS, 2013.

GALLOUJ, F.; WEINSTEIN, O. Innovation in services. *Research Policy*, v. 26, n. 4/5, p. 537-556, 1997.

GIRIOLI, L. S.; SOUZA, E. F. S.; NOGUEIRA, I. V.; CALIL, J. F. Análise da criação de valor de empresas listadas na BM&FBovespa nos diferentes níveis de governança corporativa no período de 2008 a 2012. *Revista de Administração da UNIMEP*, v. 12, n. 1, p. 178-203, 2014.

GOMES, A. Going public without governance: managerial reputation effects. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 2, p. 615-646, 2000.

GONÇALVES FILHO, C. BRITO, H. GOSLING, M.; SOUKI, G. Q. Os impactos da responsabilidade social corporativa na reputação das empresas e nas intenções comportamentais das comunidades: estudo empírico. *Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, v. 7, n. 1, p. 37-54, 2009.

GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Administração USP*, v. 39, n. 4, p. 309-326, 2004.

GOTSI, M.; WILSON, A. M. Corporate reputation: seeking a definition. *Corporate Communications*, v. 6, n. 1, p. 24, 2001.

HALL, R. A framework linking intangible resources and capabilities to sustainable competitive advantage. *Strategic Management Journal*, v. 14, n. 8, p. 607-618, 1993.

HALL, A. T.; BLASS, F. R.; FERRIS, G. R.; MASSENGALE, R. Leader reputation and accountability in organizations: implications for dysfunctional leader behavior. *The leadership Quarterly*, v. 15, p. 515-536, 2004.

HATCH, M. J.; SCHULTZ, M. Relations between organizational culture, identity and image. *European Journal of Marketing*, v. 31, n. 5/6, p. 356-365, 1997.

HENARD, D. H.; DACIN, P. A. Reputation for product innovation: its impact on consumers. *Journal of Product Innovation Management*, v. 27, p. 321-335, 2010.

HOCHWARTER, W. A.; FERRIS, G. R.; ZINKO, R.; ARNELL, B.; JAMES, M. Reputation as a moderator of political behavior-work outcomes relationships: a two-study investigation with convergent results. *Journal of Applied Psychology*, v. 92, n. 2, p. 567-576, 2007.

HOLANDA, A. P.; ALMADA, S. R.; DE LUCA, M. M. M.; GALLON, A. V. O desempenho socioambiental nas empresas do setor elétrico brasileiro: uma questão relevante para o desempenho financeiro? *Revista de Gestão Social e Ambiental – RGSA*, v. 5, n. 3, p. 53-72, 2011.

HORIUCHI, W. S. *Reputação corporativa: impacto no valor de mercado das companhias abertas brasileiras*. 2010. 61 f. Dissertação (Mestrado em Administração), Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2010.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4ª ed., São Paulo: IBGC, 2009.

INGLIS, R.; MORLEY, C.; SAMMUT, P. Corporate reputation and organizational performance: an Australian study. *Managerial Auditing Journal*, v. 21, n. 9, p. 934-947, 2006.

ISSHAM, I.; FAZILAH, A. S. M.; HWA, Y. S.; KAMIL, A. A.; AYUB, A. A.; AYUB, M. A. Economic value added (EVA) as a performance measurement for GLCs vs non-GLCs: evidence from Bursa Malaysia. *Prague Economic Papers*, v. 3, n. 2, p. 168-179, 2008.

ISTO É DINHEIRO. *As marcas mais valiosas do Brasil*, São Paulo: Três, 2013.

JACOBSON, R.; AAKER, D. Myopic management behavior with efficient, but imperfect, financial markets: a comparison of information asymmetries in the U.S. and Japan. *Journal of Accounting and Economics*, v. 16, n. 4, p. 383-405, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

\_\_\_\_\_. The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control system. *Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JIAN, M.; LEE, K. W. Does CEO reputation matter for capital investments? *Journal of Corporate Finance*, v. 17, p. 929-946, 2011.

JIMÉNEZ-JIMÉNEZ, D.; SANZ-VALLE, R. Innovation, organizational learning, and performance. *Journal of Business Research*, v. 64, n. 4, p. 408-417, 2011.

KAWAKAMI, M. Y. *Impacto de uma melhor governança corporativa e uma maior escolaridade do conselho de administração e da diretoria executiva no D-Beta das empresas*. 2012. 69 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia), Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2012.

KAYO, E. K. *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas*. 2002. 110f. Tese (Doutorado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

\_\_\_\_\_; KIMURA, H.; MARTIN, D. M. L.; NAKAMURA, W. T. Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. *RAC – Revista de Administração Contemporânea*, v. 10, n. 3, p. 73-90, 2006.

KHAUAJA, D. M. R.; TOLEDO, G. L. O processo de internacionalização de empresas brasileiras: estudo com franqueadoras. *Internext – Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, v. 6, n. 1, p. 42-62, 2011.

KLANN, R. C.; BEUREN, I. M. Características de empresas que influenciam o seu disclosure voluntário de indicadores de desempenho. *Brazilian Business Review - BBR*, v. 8, n. 2, p. 96-118, 2011.

KOCH, P. D.; SHENOY, C. The information content of dividends and capital structure policies. *Financial Management*, v. 28, n. 4, p. 16-35, 1999.

LAMEIRA, V. J. *Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras – uma análise do relacionamento entre as práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras*. 2007. 197 f. Tese (Doutorado em Administração), Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

\_\_\_\_\_; HARRIS, J. E.; QUELHAS, O. L. G.; PEREIRA, R. G. Is the quality of corporate governance associated with the market risk for Brazilian energy companies? *International Journal of Intercultural Information Management*, v. 2, p. 276-300, 2011.

\_\_\_\_\_. As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 14, n. 42, p. 7-25, 2012.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-518, 1999.

LEV, B. *Intangibles: management, measurement and reporting*. Washington: The Brooking Institute, 2001.

LINS, H. N. Diálogo com o debate sobre o papel do Estado nacional na globalização. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, n. 37, p. 97-118, 2014.

LOCKETT, A.; THOMPSON, S.; MORGENSTERN, U. The development of the resource-based view of the firm: a critical appraisal. *International Journal of Management Reviews*, v. 11, n. 1, p. 9-28, 2009.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Editora Atlas, 2012.

LOUREIRO, F. A.; SANTOS, S. A. Internacionalização de empresas brasileiras. *Revista de Administração*, v. 26, n. 1, p. 23-34, 1991.

MACEDO, M. A. S.; CORRAR, L. J. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, v. 4, n. 1, p. 42-61, 2012.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_; SIQUEIRA, J. R. M. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas socioambientalmente responsáveis no Brasil. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 9, n. 1, p. 13-26, 2012.

MACHADO, D. D. P. N.; CARVALHO, L. C. Ambiente favorável ao desenvolvimento de inovações: proposição de um modelo de análise organizacional. *Revista de Administração USP*, v. 48, n. 3, p. 592-607, 2013.

MACHADO FILHO, C. A. P.; ZYLBERSZTAJN, D. Capital reputacional e responsabilidade social: considerações teóricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 11, n. 2, p. 87-98, 2004.

MAIA, A. B. G. R.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. *Internext – Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, v. 8, n. 3, p. 40-60, 2013.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. *Revista de Contabilidade e Finanças*, edição comemorativa, p. 65-79, 2006.

MARKWICK, N.; FILL, C. Towards a framework for managing corporate identity. *European Journal of Marketing*, v. 31, n. 5-6, p. 396-409, 1997.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. N. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2009.

MATOS, J. A. *Theoretical foundations of corporate finance*. Princeton: Princeton University Press, 2001.

MELO, T.; GARRIDO-MORGADO, A. Corporate reputation: a combination of social responsibility and industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, v. 19, n. 1, p. 11-31, 2012.

MEN, L. R. CEO credibility, perceived organizational, and employee engagement. *Public Relations Review*, v. 38, p. 171-173, 2012.

MICHELON, G. Sustainability disclosure and reputation: a comparative study. *Corporate Reputation Review*, v. 14, n. 2, p. 79-96, 2011.

MILBOURN, T. T. CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics*, v. 68, p. 233-262, 2003.

MONTARDO, S. P.; CARVALHO, C. S. Questões teórico-metodológicas sobre reputação corporativa e métricas. *Revista Alceu*, v. 13, n. 25, p. 168-184, 2012.

MOORE, D. S. *The basic practice of statistics*. New York: Freeman, 2007.

MOURA, G. D. *Conformidade do disclosure obrigatório dos ativos intangíveis e práticas de governança corporativa: uma análise de empresas listadas na Bovespa*. 2011. 132 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2011.

MUNHOZ, V. C. V. Vulnerabilidade externa e controle de capitais no Brasil: uma análise das inter-relações entre câmbio, fluxo de capitais, IOF, juros e risco-país. *Nova Economia*, v. 23, n. 2, p. 371-402, 2013.

MURCIA, F. D-R. *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil*. 2009. 232 f. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

\_\_\_\_\_; SANTOS, A. Discretionary-based disclosure: evidence from the Brazilian market. *BAR - Brazilian Administration Review*, v. 9, n. 1, p. 88-109, 2012.

MUSTEEN, M.; DATTA, D. K.; KEMMERER, B. Corporate reputation: do board characteristics matter? *British Journal of Management*, v. 21, p. 498-510, 2010.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional das empresas. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, v. 19, n. 2, p. 85-111, 2008.

NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L. *Controladoria: instrumento de apoio ao processo decisório*. São Paulo: Atlas, 2010.

NIAP, D. T. F.; TAYLOR, D. CEO personal reputation: does it affect remuneration during times of economic turbulence? *Procedia Economics and Finance*, v. 2, p. 125-134, 2012.

OECD – Organization for Economic Co-operation and Development. *Oslo Manual: guidelines for collecting and interpreting innovation data*. 3. ed. Paris: OECD, 2005.

OLIVEIRA NETO, J. C. C. *Governança corporativa e eficiência informacional*. 2010. 77 f. Tese (Doutorado em Administração), Universidade de Brasília, Brasília, 2010.

PACE, E. S. U.; BASSO, L. F. C.; SILVA, M. A. Indicadores de desempenho como direcionadores de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 7, n. 1, p. 37-65, 2003.

PADOVEZE, C. L. O papel da contabilidade gerencial no processo empresarial de criação de valor. *Caderno de Estudos*, n. 21, p. 01-16, 1999.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 17, n. 40, p. 7-24, 2006.

PETERAF, M. A. The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. *Strategic Management Journal*, v. 14, n. 3, p. 179-191, 1993.

PONZI, L. J.; FOMBRUN, C. J.; GARDBERG, N. RepTrak™ Pulse: conceptualizing and validating a short-form measure of corporate reputation. *Corporate Reputation Review*, v. 14, p. 15-35, 2011.

RAMASWAMY, K.; KROECK, K. G.; RENFORTH, W. Measuring the degree of internationalization of a firm: a comment. *Journal of International Business Studies*, v. 27, n. 1, p. 167-177, 1996.

REPUTATION INSTITUTE. Disponível em <<http://www.reputationinstitute.com.br>>. Acesso em: 10 maio 2014.

RIBEIRO, R.; ROSSETTO, C. R.; VERDINELLI, M. A. Comportamento estratégico da empresa e a visão baseada em recursos: um estudo no setor varejista de material de construção. *Revista de Gestão & Produção*, v. 18, n. 1, p. 175-192, 2011.

RINDOVA, V. P.; WILLIAMSON, I. O.; PETKOVA, A. P. Reputation as an intangible asset: reflections on theory and methods in two empirical studies of Business School Reputations. *Journal of Management*, v. 36, n. 3, p. 610-619, 2010.

ROBERTS, P. W.; DOWLING, G. R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, v. 23, n. 12, p. 1.077-1.093, 2002.

ROSE, C.; THOMSEN, S. The impact of corporate reputation on performance: some Danish evidence. *European Management Journal*, v. 22, n. 2, p. 201-210, 2004.

ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&FBovespa. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, v. 53, n. 3, p. 272-289, 2013.

ROVER, S.; MURCIA, F. D-R.; BORBA, J. A.; VICENTE, E. F. R. Divulgação de informações ambientais nas demonstrações contábeis: um estudo exploratório sobre o disclosure das empresas brasileiras pertencentes a setores de alto impacto ambiental. *Revista de Contabilidade e Organizações – RCO*, v. 3, n. 2, p. 53-72, 2008.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LÚCIO, P. B. *Metodologia de pesquisa*. 3. ed. São Paulo: McGraw Hill, 2013.

SÁNCHEZ, J. L. F.; SOTORRÍO, L. L. The creation of value through corporate reputation. *Journal of Business Ethics*, v. 76, n. 3, p. 335-346, 2007.

SANCHES, P. L. B.; MACHADO, A. G. C. Estratégias de inovação sob a perspectiva da resourced-based view: análise e evidências em empresas de base tecnológica. *Reste de Gestão & Produção*, s/v, 2013.

SANTOS, J. G. C.; SILVA, L. S.; GALLON, A. V.; DE LUCA, M. M. M. Intangibilidade e inovação em empresas no Brasil. *RAI - Revista de Administração e Inovação*, v. 9, n. 2, p. 197-221, 2012.

\_\_\_\_\_; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Perfil da inovação e da internacionalização de empresas transnacionais. *RAI - Revista de Administração e Inovação*, v. 10, n. 1, p. 198-211, 2013.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Internacionalização e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil pela ótica da economia dos custos de transação. In: ENCONTRO DA ANPAD, 38., São Paulo. *Anais...* Rio de Janeiro: ENANPAD, 2014.

SANTOS, J. O.; WATANABE, R. Uma análise da correlação entre o EVA<sup>®</sup> e o MVA<sup>®</sup> no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. *REGE – Revista de Gestão*, v. 12, n. 1, p. 19-32, 2005.

SAURIN, V.; MUSSI, C. C.; CORDIOLI, L. A. Estudo do desempenho econômico das empresas estatais privatizadas com base no MVA e no EVA. *Caderno de Pesquisas de Administração*, v. 1, n. 11, p. 18-26, 2000.

SEREIA, V. J.; CAMARA, M. R. G.; VIEIRA, S. F. A. A trajetória competitiva e a internacionalização da empresa Perdigão. *Internext - Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, v. 6, n. 2, p. 138-164, 2011.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; PIMENTA JUNIOR, T. O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa sobre o risco e o retorno de suas ações. *Revista de Administração da UFSM*, v. 5, n. 2, p. 222-242, 2012.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

\_\_\_\_\_. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

\_\_\_\_\_; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *REAd - Revista Eletrônica de Administração*, v. 14, n. 3, p. 512-540, 2008.

\_\_\_\_\_; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração da USP - RAUSP*, v. 44, n. 3, p. 173-179, 2009.

SILVEIRA, J. D. C. A.; OLIVEIRA, M. A. Inovação e desempenho organizacional: um estudo com empresas brasileiras inovadoras. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, v. 8, n. 2, p. 64-88, 2013.

SOUZA, F. C.; MURCIA, F. D. R.; MARCON, R. Bonding hypothesis: análise da relação entre disclosure, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 14, n. 2, p. 62-81, 2011.

SOUZA, M. M.; LUNKES, R. J.; UHLMANN, V. O. Disclosure ambiental das empresas do setor de biocombustíveis com ações listadas na Bovespa: análise das demonstrações financeiras do período de 2004 a 2008. *Revista Capital Científico*, v. 8, n. 1, p. 93-106, 2010.

SPENCE, M. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 87, n. 3, p. 355-374, 1973.

\_\_\_\_\_. Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *The American Economic Review*, v. 92, n. 3, p. 434-459, 2002.

SPERS, R. G.; WRIGHT, J. R. C. Uma análise das dimensões estratégicas críticas para a internacionalização das empresas brasileiras nos mercados de base da pirâmide (BOP) globais. *Brazilian Business Review - BBR*, v. 10, n. 2, p. 26-50, 2013.

STAL, E. Internacionalização de empresas brasileiras e o papel da inovação na construção de vantagens competitivas. *Revista de Administração e Inovação - RAI*, v. 7, n. 3, p. 120-149, 2010.

STAUB, I. D.; MARTINS, H. C.; RODRIGUES, S. B. Governança corporativa e criação de valor para o acionista: da teoria à prática, os impactos organizacionais e financeiros. *Revista Economia & Gestão*, v. 2, n. 3, p. 36-55, 2002.

STIGLITZ, J. E. Information and economic analysis: a perspective. *Economic Journal*, v. 95, p. 21-41, 1985.

STROBEL, F. J. *A construção de uma marca corporativa global no sucesso da internacionalização: um desafio às empresas brasileiras do segmento business to business*. 2010. 109 f. Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial), Escola de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2010.

TANG, J.; PEE, L. G.; IJIMA, J. Investigating the effects of business process orientation on organizational innovation performance. *Information & Management*, v. 50, n. 8, p. 650-660, 2013.

TEH, C. C.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Marcas, patentes e criação de valor. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 9, n. 1, p. 86-106, 2008.

TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V. FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista de Contabilidade e Finanças - USP*, v. 22, n. 55, p. 29-44, 2011.

THOMAZ, J. C.; BRITO, E. P. Z. Reputação corporativa: construtos formativos e implicações para a gestão. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 14, n. 2, p. 229-250, 2010.

TISCHER, S.; HILDEBRANDT, L. Linking corporate reputation and shareholder value using the publication of reputation rankings. *Journal of Business Research*, 2013. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.08.007>>. Acesso em: 13 jan. 2014.

TINOCO, J. E. P.; ESCUDER, S. A. L.; YOSHITAKE, M. O conselho fiscal e a governança corporativa: transparência e gestão de conflitos. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 8, n. 16, p. 175-202, 2011.

TOMS, J. S. Firm resources, quality signals and the determinants of corporate environmental reputation: some UK evidence. *British Accounting Review*, v. 34, n. 3, p. 257-282, 2002.

VAN RIEL, C. B. M.; FOMBRUN, C. J. *Essentials of corporate communications*. New York: Routledge, 2007.

VASCONCELOS, F. C.; CYRINO, A. B. Vantagem competitiva: os modelos teóricos atuais e a convergência entre estratégia e teoria organizacional. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, v. 40, n. 4, p. 20-37, 2000.

VIEIRA, E.; NOVO, J. A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Revista Estudos do ISCA*, v. 4, n. 2, p. 1-16, 2010.

VOCÊ S/A. *As melhores empresas para você trabalhar*, São Paulo: Abril, 2013.

WALKER, K. A systematic review of the corporate reputation literature: definition, measurement, and theory. *Corporate Reputation Review*, v. 12, n. 4, p. 357-387, 2010.

WANG, C. H. How relational capital mediates the effect of corporate reputation on competitive advantage: evidence from Taiwan high-tech industry. *Technological Forecasting and Social Change*, v. 82, p. 167-176, 2014.

WILLIAMSON, O. E. *The mechanisms of governvance*. New York: Oxford University Press, 1996.

YOUNG, S.; O'BYRNE, S. F. *EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação*. Porto Alegre: Bookman, 2003.

ZABALA, I.; PANADERO, G.; GALLARDO, L. M.; AMATE, C. M.; SÁNCHEZ-GALINDO, M.; TENA, I.; VILLALBA, I. Corporate reputation in professional services firms: reputation management based on intellectual capital management. *Corporate Reputation Review*, v. 8, n. 1, p. 59-71, 2005.

ZEN, A. C. O processo de internacionalização e o impacto nos recursos da firma: o caso da vinícola Casa Valduga. *Internext – Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, v. 7, n. 1, p. 123-148, 2012.

ZYGLIDOPOULOS, S. C. The impact of downsizing on the corporate reputaion for social performance. *Journal of Public Affairs*, v. 4, n. 1, p. 11-25, 2004.

## APÊNDICE

### APÊNDICE A – ÍNDICE DE *DISCLOSURE* SOCIOAMBIENTAL

Categoria / Indicador		Descrição
1. Informações Financeiras Sociais	IFS1	Investimentos de caráter social e Gastos em projetos sociais
2. Produtos/Serviços	PS1	Produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de segurança
	PS2	Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços
3. Colaboradores	COL1	Número de funcionários
	COL2	Remuneração dos funcionários
	COL3	Benefícios aos funcionários
	COL4	Satisfação dos funcionários/Clima organizacional
	COL5	Informação sobre minorias na força de trabalho
	COL6	Educação e treinamento dos funcionários
	COL7	Segurança no local de trabalho
	COL8	Dados sobre acidentes de trabalho
	COL9	Relacionamento com sindicatos ou órgão de classe
4. Políticas Ambientais	PA1	Declaração das políticas, prática, ações atuais
	PA2	Estabelecimento de desafios, metas e objetivos ambientais
	PA3	<i>Compliance</i> com a legislação ambiental
	PA4	Parcerias, conselhos, fóruns ambientais
	PA5	Prêmios e participações em índices ambientais
5. Gestão e Auditoria Ambiental	GAA1	Gestão ambiental
	GAA2	ISOs 9000
	GAA3	Auditoria Ambiental
6. Impactos dos Produtos e Processos no Meio Ambiente	IMA1	Desperdícios e resíduos
	IMA2	Processo de acondicionamento (embalagem)
	IMA3	Reciclagem
	IMA4	Desenvolvimento/utilização de produtos ecológicos

	IMA5	Monitoramento e uso eficiente e/ou reutilização da água
	IMA6	Impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra utilizada etc.)
	IMA7	Reparos aos danos ambientais
7. Energia	EN1	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações
	EN2	Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia
	EN3	Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia
8. Informações Financeiras Ambientais	IFA1	Investimentos ambientais
	IFA2	Custos e/ou despesas ambientais
	IFA3	Ativos ambientais intangíveis
	IFA4	Outras informações, tais como: práticas contábeis de itens ambientais, passivos ambientais e seguro ambiental
9. Educação e Pesquisa Ambiental	EPA1	Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)
	EPA2	Pesquisas relacionadas ao meio ambiente
10. Mercado de Créditos de Carbono	MCC1	Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo (MDL)
	MCC2	Créditos de carbono
	MCC3	Emissão de Gases do Efeito Estufa (GEE)
	MCC4	Certificados de Emissões Reduzidas (CER)
11. Outras Informações Ambientais	OIA1	Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento
	OIA2	Conservação da biodiversidade

Fonte: Adaptado de Murcia (2009).

## APÊNDICE B – GRAU DE ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Categoria / Questão		Descrição
1. Estrutura de propriedade e controle	EPC1	O percentual das ações com direito a voto do controlador é igual ou menor que o percentual do grupo controlador em relação ao total de ações da companhia?
	EPC2	A percentagem de ações não votantes é menor que 20% do total do capital?
	EPC3	A empresa não tem estrutura piramidal de controle ou o controle é direto?
	EPC4	Observando o estatuto da companhia, pelo menos uma das afirmativas é verdadeira: a) Cada ação vale um voto?; b) As ações preferenciais têm direito de voto em decisões importantes da companhia?
2. Nível de <i>disclosure</i> das informações e benefícios privados de controle	NC1	A companhia não apresenta contrato de mútuo nem utiliza a rubrica lucros acumulados como reserva de lucros sem ter <i>disclosure</i> da existência de orçamento de capital como destinação desses recursos?
3. Auditoria e Conselho fiscal	ACF1	A auditoria é feita por uma das quatro maiores empresas de auditoria em atividade no Brasil?
	ACF2	A sociedade não teve parecer de auditoria com discordância de opinião ou ressalva em suas demonstrações financeiras?
	ACF3	A empresa tem conselho fiscal permanente?
4. Conselho de Administração e política de remuneração	CAP1	Os administradores (diretoria e conselho de administração) têm remuneração baseada em ações?
	CAP2	A empresa tem mais de 50% de conselheiros independentes?
	CAP3	O conselho tem entre cinco e nove membros?
	CAP4	O presidente do conselho não é diretor ou controlador da empresa?
	CAP5	A empresa possui qualquer tipo de comitê evidenciado em seus documentos societários ou em seu website?
	CAP6	O diretor financeiro não é o diretor de relações com investidores?

5. Relacionamento com investidores	RI1	A sociedade tem investidor institucional entre os principais acionistas
	RI2	A empresa não teve problemas com investidores na CVM nos últimos cinco anos, nem esteve inadimplente na entrega de informações ou teve de refazer suas demonstrações financeiras?
	RI3	A companhia tem mais de 25% de suas ações em free-float?
	RI4	A empresa oferece <i>tag along</i> além do exigido pelo dispositivo legal?

Fonte: Adaptado de Lameira (2007).