

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Programa de Mestrado Profissional em Administração**

Wilian da Silva Horiuchi

**REPUTAÇÃO CORPORATIVA: IMPACTO NO VALOR DE
MERCADO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

**São Paulo
2010**

Wilian da Silva Horiuchi

**Reputação Corporativa: impacto no valor de mercado das
companhias abertas brasileiras**

Trabalho apresentado ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Estratégia
Orientador: Antonio Zoratto Sanvicente – Insper

**São Paulo
2010**

Horiuchi, Wilian da Silva

Reputação Corporativa: impacto no valor de mercado das companhias abertas brasileiras/ Wilian da Silva Horiuchi; orientador Antonio Zoratto Sanvicente – São Paulo: Insper, 2010. 61f.

Dissertação (Mestrado – Programa de Mestrado Profissional em Administração. Área de concentração: Estratégia) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Reputação corporativa 2. Ativos intangíveis 3. *Valuation*

FOLHA DE APROVAÇÃO

Wilian da Silva Horiuchi

Reputação Corporativa: impacto no valor de mercado das companhias abertas brasileiras

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Estratégia

Aprovado em: 31 de Março de 2010

Banca Examinadora

Prof. Dr. Antonio Zoratto Sanvicente
Orientador

Instituição: Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Assinatura: _____

Prof. Dr. Sérgio Jurandyr Machado

Instituição: Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Assinatura: _____

Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo

Instituição: FEA-USP

Assinatura: _____

RESUMO

HORIUCHI, Wilian da Silva. **Reputação Corporativa: impacto no valor de mercado das companhias abertas brasileiras** 2010. 61 f. Dissertação (Mestrado) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2010.

A reputação corporativa tem despertado interesse relevante em pesquisas na área de estratégia, principalmente devido ao argumento de que as empresas com boa reputação podem com isso obter vantagens competitivas de imitação mais difícil pelos seus concorrentes. Porém, é necessário verificar se as empresas com melhores índices de reputação conseguem transformar estas vantagens em aumentos de valor para os seus acionistas. Roberts e Dowling (2002) estudaram a performance de “As Empresas Mais Admiradas da América” e encontraram relações significantes com os seus retornos sobre o ativo (*return on assets* - ROA) em companhias abertas negociadas nos Estados Unidos. Lameira *et al.* (2007) estudaram o impacto de indicadores de governança corporativa no valor de companhias abertas brasileiras e também encontraram relações significativas. Este trabalho se baseia nestes dois estudos e procura testar empiricamente a relação entre reputação corporativa e valor de mercado das companhias negociadas no mercado acionário brasileiro. Os dados analisados, referentes aos anos de 2002, 2003, 2004 e 2005, apresentaram relações estatisticamente significantes entre a pontuação das empresas no ranking setorial de “As Empresas Mais Admiradas do Brasil” e a sua relação entre valor de mercado e patrimônio líquido contábil, *Market-to-Book ratio*, sugerindo que as empresas com melhor reputação corporativa obtêm maior avaliação pelo mercado de ações.

Palavras-chave: reputação corporativa; ativos intangíveis; vantagem competitiva; sustentabilidade.

ABSTRACT

HORIUCHI, Wilian da Silva. **Corporate Reputation: impact on the value of Brazilian publicly-owned firms** 2010. 61 p. Dissertation (Mastership) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2010.

Corporate reputation has attracted significant research interest in the field of strategy, mainly due to the argument that companies with good reputations can therefore gain a competitive advantage whose imitation is difficult by their competitors. However, it is necessary to determine whether companies with better reputations can transform these advantages into increased value for their shareholders. Roberts and Dowling (2002) studied the performance of "The America's Most Admired Corporations" and found significant relationships with their returns on assets - ROA - in U. S. publicly traded companies. Lameira *et al.* (2007) studied the impact of corporate governance indicators on the value of Brazilian companies and also found significant relationships. This study is based on those two studies and seeks to test the relationship between corporate reputation and market value of companies traded in the Brazilian stock market. The analyzed data for 2002, 2003, 2004 and 2005 showed statistically significant relationships between reputation scores of companies in the sector ranking of "As Empresas Mais Admiradas do Brasil" and their market to book ratios, suggesting that companies with better corporate reputations are more highly valued by the stock market.

Keywords: corporate reputation; intangible assets; competitive advantage; sustainability.

SUMÁRIO

1 Introdução.	.7
1.1 Objetivo.	.7
2.2 Motivação	.7
2 Revisão da literatura.	11
2.1 Vantagem competitiva, ativos intangíveis e reputação corporativa.	.11
2.2 Reputação corporativa e valor de mercado.	.16
3 Metodologia, coleta e tratamento de dados	.20
3.1 Variável dependente.	20
3.2 Variáveis independentes.	21
3.2.1 – Variáveis relacionadas com a reputação da empresa	21
3.2.2 – Variáveis relacionadas com a estrutura de capital	25
3.2.3 – Variáveis relacionadas com o aspecto econômico	27
3.2.4 – Variáveis relacionadas com o mercado financeiro	27
3.2.5 – Variáveis relacionadas com a governança corporativa da empresa	29
3.2.6 – Variáveis de controle de dados em painel.	31
3.3 Modelo Conceitual.	32
3.4 Etapas da construção da base de dados.	.35
4 Resultados.	.36
4.1 – Análise de agrupamento.	37
4.2 – Regressão linear para o período de 2002 a 2005	.38
4.3 – Discussão e teste de endogeneidade entre MTB e ranking de reputação corporativa	.43
4.4 – Análises entre períodos	.45
5 Considerações finais.	.48
5.1 – Limitações do estudo.	51
5.2 – Sugestões para pesquisas futuras	.51
Referências.	53
Apêndice.	.59

1 – INTRODUÇÃO

1.1 – Objetivo

Este estudo procura testar empiricamente o impacto de indicadores de reputação corporativa sobre a geração de valor nas companhias abertas no mercado brasileiro.

1.2 – Motivação

Empresas que buscam obter vantagem competitiva sustentável no mercado em que atuam precisam possuir recursos valiosos, raros, difíceis de imitar e inseridos no contexto da organização, conforme argumenta Barney (2002), em sua abordagem de Visão Baseada em Recursos (*Resource-Based View* – RBV). Tais recursos podem ser tangíveis ou intangíveis e, por serem mais complexos, os recursos intangíveis, também conhecidos como ativos intangíveis, se destacam por serem mais difíceis de imitar, conforme Domeneghetti e Meir (2009).

Hall (1992) realizou duas pesquisas sobre ativos intangíveis com executivos do Reino Unido, em 1987 e 1990, nas quais pediu que os respondentes classificassem os ativos intangíveis conforme a sua importância para o sucesso da empresa (de 1 para insignificante a 10 para crucial). A reputação corporativa foi priorizada como o ativo mais relevante nas duas aplicações da pesquisa, principalmente por se caracterizar pela sua construção no longo prazo e o risco de se deteriorar em um período muito curto, sugerindo que as empresas direcionem mais recursos para a construção e manutenção de sua reputação, se quiserem zelar por seu sucesso e pela sua sobrevivência.

Fombrun (1996, p.72) sugeriu que a reputação corporativa pode, em sua definição, representar uma percepção das ações passadas de uma companhia e das expectativas sobre sua postura frente aos seus componentes-chave, quando comparada com seus principais concorrentes; Zabala *et al.* (2005) a caracterizaram como sendo o prestígio de uma firma perante seus grupos de interesse, ou *stakeholders*.

Os resultados obtidos pelos estudos de Hall (1992) nos levam a questionar se a boa reputação corporativa possui relação com a geração de valor para os acionistas das companhias. Pois, se a boa reputação corporativa é um recurso valioso, intuitivamente espera-se que, mantendo as demais condições constantes, o valor de uma empresa com boa reputação seja superior ao de empresas com menor reputação.

Estudos empíricos de Roberts e Dowling (2002) testaram a relação entre o desempenho operacional, medido através de retornos sobre ativos – ROA, e reputação corporativa, medido através do *ranking* da revista *Fortune* “As Empresas Mais Admiradas da América” (*Fortune’s AMAC*), para um período de 15 anos, de 1984 a 1998, e encontraram relações estatisticamente significantes no mercado dos Estados Unidos.

No mercado brasileiro, podemos citar os seguintes estudos empíricos: (1) Brito (2005), que estudou a relação da reputação corporativa com o desempenho no setor bancário e encontrou associações positivas e estatisticamente significativas entre a reputação na avaliação dos funcionários e o desempenho econômico das agências bancárias (medido pelo indicador de eficiência do setor bancário, o qual é calculado pela razão entre as despesas administrativas e as receitas); (2) Thomaz e Brito (2010), que estudaram a relação entre reputação, desempenho organizacional, identificação e comunicação na avaliação de clientes (*stakeholder* externo) e funcionários (*stakeholder* interno) em 57 organizações, encontraram relações positivas e estatisticamente significantes entre reputação e desempenho operacional (medido em uma escala Likert de seis pontos que abordava satisfação com a empresa, atendimento das expectativas pela empresa e valor percebido nos produtos e nos serviços da empresa); (3) Teh, Kayo e Kimura (2008), que estudaram a relação de outros ativos intangíveis (como marcas, patentes e conhecimento) com o desempenho financeiro, encontraram relações positivas e estatisticamente significativas entre a quantidade de marcas registradas no Instituto Nacional de Propriedade Industrial (INPI) e o *Market-to-Book ratio*, e também entre a quantidade de marcas registradas no INPI e o Q de Tobin para 216 companhias abertas no ano de 2003.

Podemos destacar, porém, o trabalho de Lameira *et al.* (2007), que estudaram empiricamente a relação entre qualidade de gestão, representada por indicadores de adesão a níveis de Governança Corporativa, e seu impacto sobre o valor de mercado de companhias abertas brasileiras. Neste trabalho foram encontradas relações estatisticamente significativas com dados do ano de 2005.

Este estudo baseia-se nos trabalhos de Lameira *et al.* (2007) e Roberts e Dowling (2002) e procura estudar empiricamente a relação entre a reputação de empresas no mercado brasileiro e seu impacto sobre o valor de mercado na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa).

Com base no modelo de Lameira *et al.* (2007), incluímos a variável reputação, utilizando a pontuação do ranking da pesquisa “As Empresas Mais Admiradas do Brasil”, tal

como Roberts e Dowling (2002), capturando efeitos adicionais aos da adesão a níveis mais elevados de governança corporativa para explicar as variações em termos de valor de mercado. Pois, conforme matéria de Durão e Rocha (2009), algumas das principais companhias abertas brasileiras ainda preferem não aderir aos níveis mais elevados de governança corporativa porque não haveria agregação de valor ao preço de suas ações, o que sinaliza a necessidade de se buscarem mais variáveis que expliquem a maximização do valor das companhias abertas. Os recursos tangíveis por serem, na maioria dos casos, registrados nas demonstrações contábeis das empresas, permaneceram tratados nas variáveis de controle, conforme Lameira *et al.* (2007). A abrangência dos dados também foi ampliada para quatro anos, contemplando o período de 2002 a 2005.

Portanto, a hipótese testada neste estudo é: quanto maior a pontuação de reputação de uma empresa, maior é o seu valor de mercado.

A reputação corporativa, por se basear na percepção dos *stakeholders*, também está relacionada com o tema da sustentabilidade, conforme será apresentado no referencial teórico. E conforme a sustentabilidade torna-se mais representativa nas decisões dos *stakeholders*, mais a reputação corporativa a contemplará. Portanto, a realização deste estudo contribui para a literatura de um tema contemporâneo, também discutido no *Annual Meeting 2009* da *Academy of Management*, que tratou de sustentabilidade, conforme consulta ao *site* (www.aomonline.org), abordando através de um estudo empírico a relação entre reputação corporativa e valor de mercado. É testado se as relações são estatisticamente significantes em um mercado de uma economia emergente, com recentes privatizações, com participação relevante de empresas estatais e mercado de ações em desenvolvimento, no qual houve volume crescente de IPOs no período analisado.

Do ponto de vista da aplicação profissional, este estudo pretende contribuir para a tomada de decisões em nível corporativo. Ele analisa o efeito da reputação corporativa como um recurso de criação de valor para os *stakeholders* da empresa, o que pode ser uma fonte de vantagem competitiva, e até de sobrevivência, em um ambiente cada vez mais complexo e competitivo, em que as trocas de informações são cada vez mais intensas.

Para o setor governamental, este trabalho sinaliza a necessidade de zelar por um ambiente institucional que, através da transparência e da regulamentação, permita o reconhecimento de boas e más práticas que formam a reputação de uma empresa perante seus *stakeholders*, contribuindo para o bem estar de sua população e para a criação de valores sustentáveis na economia de uma nação.

Este estudo inicia-se com a revisão da literatura sobre ativos intangíveis e reputação corporativa. Em seguida, discorre sobre a relação entre reputação corporativa e valor de mercado. Na pesquisa empírica apresentamos as variáveis do modelo testado, explicamos o processo de coleta e tratamento de dados e os resultados obtidos. Por fim, fazemos nossas considerações finais e sugerimos estudos futuros.

2 – REVISÃO DA LITERATURA

2.1 – Vantagem competitiva, ativos intangíveis e reputação corporativa

Conforme Brito (2005, p.119), “Alcançar uma vantagem competitiva sustentável é uma situação almejada por muitas empresas”. Para atingir este objetivo, Barney (2002) argumentou que uma empresa pode obter desempenho superior ao de seus concorrentes caso possua recursos que sejam valiosos, raros, difíceis de imitar e inseridos no contexto da organização, com uma abordagem pela corrente teórica denominada Visão Baseada em Recursos (*Resource Based View - RBV*). Além de Barney (2002), podemos citar Peteraf (1993), que sugeriu quatro fundamentos econômicos para o RBV, sendo eles: (i) recursos superiores (heterogeneidade dentro de uma indústria); (ii) os limites *ex post* para a concorrência, que restringem as forças dos concorrentes após uma empresa obter uma vantagem em seu mercado; (iii) mobilidade imperfeita de recursos; e (iv) os limites *ex ante* para a concorrência (como, por exemplo, o domínio de uma melhor localização para a instalação de um ponto de venda), como bases para que empresas obtenham vantagens competitivas sustentáveis. Teece, Pisano e Shuen (1997) argumentam que as empresas podem desenvolver capacidades dinâmicas, e com este recurso podem conduzir suas operações com vantagem competitiva mais difícil de serem imitadas por seus competidores.

Para Wernerfelt (1984), os recursos de uma empresa podem ser definidos como os ativos tangíveis ou intangíveis que estão vinculados a uma empresa. Os ativos tangíveis geralmente podem ser identificados e registrados nas demonstrações financeiras, como móveis, máquinas, capital, estoques, equipamentos, terrenos e demais ativos materiais. Os ativos intangíveis, como reputação corporativa, marca, cultura, conhecimento, entre outros, podem ser caracterizados pela falta de materialidade, de difícil mensuração, comercialização e manuseio, conforme Domeneghetti e Meir (2009).

Hall (1992) enfatizou que os ativos intangíveis podem proporcionar vantagens competitivas mais sustentáveis. Pois, por serem mais complexos, os ativos intangíveis são mais difíceis, e em alguns casos até impossíveis, de serem imitados, comprados ou desenvolvidos pelos concorrentes de uma empresa. Villalonga (2004) testou empiricamente a relação entre os ativos intangíveis e a persistência dos lucros para companhias abertas dos Estados Unidos e os resultados sugerem que os ativos intangíveis desempenham um papel importante na sustentação da vantagem competitiva de uma empresa, porém também podem

bloquear as empresas em algumas desvantagens, o que indica a necessidade de gestão dos recursos intangíveis. Conforme mencionado na introdução, Hall (1992) procurou identificar quais são os ativos intangíveis que mais contribuem para o sucesso de uma empresa e realizou duas pesquisas com executivos do Reino Unido, em 1987 e 1990, nas quais pediu que os respondentes classificassem 13 ativos intangíveis: cultura (*culture*); conhecimento dos funcionários (*employee know-how*); reputação do produto (*product reputation*); reputação corporativa (*corporate reputation*); redes de relacionamentos (*networks*); bancos de dados (*data bases*); conhecimento sobre fornecedores (*supplier know-how*); conhecimento sobre distribuidores (*distributor know-how*); contratos (*contracts*); direitos sobre propriedades intelectuais (*intellectual property rights*); segredos comerciais (*trade secrets*); funcionários altamente especializados em recursos físicos (por exemplo, um engenheiro especializado em revestimentos para aviões de carga) (*specialist physical resources*); e conhecimento público (*public knowledge*), em uma escala de 1 para insignificante a 10 para crucial. Nas duas aplicações da pesquisa a reputação corporativa foi priorizada.

No estudo de Hall (1992, p.143) os respondentes priorizaram a reputação corporativa alegando que “é resultante de anos de demonstração de competências superiores, é um recurso frágil, não pode ser comprada, consome tempo para ser desenvolvida e pode ser danificada facilmente”. Conforme Hall (1992, p.143): “A ênfase dada pelos principais executivos a este recurso sugere que uma das principais tarefas da administração é ter a certeza de que cada funcionário esteja disposto a ser tanto um promotor como um guardião da reputação da empresa que o emprega”, enfatizando a importância da reputação corporativa para a empresa como um todo.

Além do estudo de Hall (1992), outros pesquisadores e executivos também destacaram a importância da reputação corporativa para o sucesso de uma empresa e seu potencial para se obter vantagem competitiva. Podemos citar, por exemplo, Jagt (2005) que ao entrevistar 25 altos executivos de grandes empresas da Alemanha, identificou que a reputação corporativa é considerada uma parte crucial para o papel de um líder; Weiglert e Camerer (1988), que, com base na teoria dos jogos, sugeriram que a reputação de uma empresa pode inibir alguns movimentos dos concorrentes; Fombrun e van Riel (1997), que se referiram à reputação corporativa como um dos pontos de convergência das disciplinas de marketing, estratégia, economia, contabilidade, sociologia e comportamento organizacional, dada a sua capacidade de formar uma visão integrada da empresa; Dollinger *et al.* (1997), que estudaram a

importância da reputação corporativa no processo de uma tomada de decisão estratégica para constituição de uma *joint venture*; entre outros.

A literatura não apresenta um consenso sobre a definição de reputação corporativa. A definição de Fombrun (1996, p. 72) como “uma representação das percepções referentes às ações passadas e perspectivas em relação a fatores-chave quando comparada com seus concorrentes” foi utilizada no estudo de Roberts e Dowling (2002) e também é a mais adequada para este trabalho, porque supomos que as perspectivas em relação a fatores-chave possuem efeito sobre o valor das empresas. Outros autores, como Zabala *et al.* (2005), a definiram como o prestígio ou o reconhecimento dos grupos de interesse (*stakeholders*) de que uma empresa executa boas práticas em sua gestão de recursos; Barnett *et al.* (2006, p. 34) sugeriram a definição de “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”. Vance e de Ângelo (2007) mencionam que esta variedade de definições pode ser atribuída ao uso desse conceito por pesquisadores de diferentes áreas.

A literatura sobre o assunto também apresenta diferentes vertentes de abordagem. Berens e van Riel (2004) classificaram a literatura em grupos, sendo os três principais definidos como:

- Expectativas sociais: associam a reputação corporativa com as expectativas que os *stakeholders* possuem sobre o comportamento de uma empresa.
- Personalidade corporativa: abordam a reputação corporativa como sendo representada pelos traços de personalidade que as pessoas atribuem à empresa, com destaque para o estudo de Davies *et al.* (2001), que argumentam que tanto a “Imagem corporativa”, que pode ser definida como a visão do público externo sobre uma empresa, e a “Identidade corporativa”, que pode ser definida como a visão interna da empresa, estão conectadas e formam a reputação de uma empresa.
- Confiança: usam o conceito de confiança como ponto de partida. Isto é, a percepção da honestidade, confiabilidade e benevolência de uma empresa formam a sua reputação corporativa.

Barnett *et al.* (2006) também realizaram um estudo sobre a literatura de reputação corporativa e a classificaram em três outros grupos de abordagem:

- Percepção: considera a reputação como um acúmulo de percepções globais, emocionais e representações coletivas, sem fazer julgamentos sobre a firma.

- Avaliação: os *stakeholders* transformam as percepções em julgamentos e se envolvem em um processo de formação de opinião sobre a empresa, criando expectativas e crenças sobre a empresa. Não há transformação em valor para a empresa.
- Ativo: refere-se à reputação corporativa como algo que possui valor e significado. Diferencia-se dos demais porque procura materializar a reputação em valor para a empresa.

Neste trabalho, preferimos utilizar a abordagem de reputação corporativa como ativo intangível de uma empresa, conforme apresentado por Barnett *et al.* (2006), pois estudamos a sua relação com o valor de mercado de uma companhia, ou seja, presume-se transformação de reputação em valor.

Conforme Zabala *et al.* (2005), por se tratar de uma percepção, a composição da reputação corporativa pode apresentar diversos atributos conforme: a abordagem da literatura, constructos de mensuração e demais diferenças entre os grupos analisados, o que torna a sua gestão mais complexa para as empresas. No entanto, os autores sugerem uma abordagem da reputação corporativa composta basicamente por seis elementos de capital intelectual. A utilização desta abordagem proporciona uma identificação mais clara das relações de causa e efeito nas percepções dos *stakeholders*, o que nos permite explorar melhor a relação da reputação corporativa com o valor da empresa.

Para Zabala *et al.* (2005), a origem da reputação de uma empresa está fundamentada em seu comprometimento com sua missão, seus princípios e valores. Com base neste comprometimento, a empresa forma a sua identidade corporativa, definida pelos autores como “O que nós [empresa] somos”. Esta identidade corporativa passa a ser manifestada pela empresa tanto pelo seu comportamento interno (direcionado principalmente para dentro da empresa), como pelo seu comportamento externo (direcionado principalmente para fora da empresa), definido pelos autores como “A maneira como nós [empresa] somos”. Tais comportamentos são avaliados pelos *stakeholders* e formam a reputação da empresa. Nesta relação, Zabala *et al.* (2005) argumentam que a reputação corporativa estabelece um vínculo com a gestão do conhecimento, porque o conhecimento acumulado pode apoiar melhores decisões e contribuir para o aumento da reputação corporativa.

Zabala *et al.* (2005) argumentam que uma boa gestão deste conhecimento acumulado, citado pelos autores como capital intelectual, resultará em uma melhor reputação corporativa. Os seis elementos consistem em:

1. Capital do Negócio (*Business Capital*): Refere-se ao valor para a organização das suas relações com os principais *stakeholders* relacionados ao seu negócio central (clientes, fornecedores, aliados de negócios, etc.)
2. Capital Humano (*Human Capital*): refere-se ao conhecimento contido nas pessoas e em grupos, e também à sua capacidade de gerar mais conhecimento que seja útil para a missão da organização. Compreende o que as pessoas e os grupos já conhecem e sua capacidade de aprender e compartilhar esse conhecimento com os outros em benefício da organização. Contempla seus colaboradores.
3. Capital Organizacional (*Organizational Capital*): Uma série de intangíveis que estruturam e desenvolvem a operação da organização de uma maneira eficaz e eficiente. Contempla os acionistas, os sócios estratégicos e a qualidade da gestão.
4. Capital Tecnológico (*Technological Capital*): Uma série de intangíveis relacionados com as atividades e funções do sistema técnico de operações; um resultado pelo qual os produtos são obtidos, os processos de produção são desenvolvidos de forma eficiente e os aprimoramentos necessários são preparados para futuras inovações. Impacta todos os *stakeholders*.
5. Capital Social (*Social Capital*): Refere-se ao valor representado pelas relações com outros parceiros sociais que operam no ambiente, expresso em termos de nível de integração, comprometimento, cooperação, coesão, conexão e de responsabilidade social que pretendem estabelecer com a empresa.
6. Capital da Marca (*Brand Capital*): Uma série de ativos intangíveis que refletem as relações da organização com os agentes internos e externos que influenciam a maneira pela qual a identidade corporativa é percebida.

Os elementos mencionados, basicamente, nos fornecem uma breve amplitude do tema e das diversas possíveis associações da reputação corporativa com várias áreas de estudo. Porém, este trabalho não aprofundará a composição da reputação corporativa porque sua proposta pretende somente medir seu efeito sobre o valor da empresa, qualquer que seja a explicação específica para o eventual processo de criação de valor.

No entanto, podemos destacar o capital social, que por contemplar toda a sociedade, submete a percepção do comportamento da empresa perante temas como sustentabilidade e responsabilidade social corporativa, com efeitos sobre a reputação corporativa (PELOZA e PAPANIA, 2008).

Em termos de capital organizacional, podemos citar que, por contemplar a relação com os acionistas, a reputação corporativa também pode ser relacionada com a satisfação e fidelidade de investidores (HELM, 2007).

Quanto à mensuração da reputação corporativa, conforme Schwaiger (2004), as diferentes utilizações do termo reputação corporativa em diversos contextos também resultaram em diferentes escalas e metodologias para mensurá-la. Geppert e Lawrence (2008) procuraram prever a classificação de uma empresa em reputação alta ou baixa através da análise do conteúdo da carta do CEO aos acionistas e identificaram diferenças de estilos na redação conforme a reputação da empresa. Fombrun (2007) examinou *rankings* de 38 países e, após excluir os que mencionavam apenas indicadores financeiros e os que pouco contribuíam para a avaliação da reputação corporativa, produziu uma lista de 183 *rankings* publicamente disponíveis. Fombrun (2007) argumentou que, apesar dos *rankings* possuírem imperfeições, eles são um bom indicador de reputação corporativa, sugerindo que se prefira utilizar os *rankings* com maior divulgação.

Roberts e Dowling (2002) mediram a reputação corporativa utilizando a pontuação do *ranking* publicado pela revista *Fortune* “As Empresas Mais Admiradas da América”, e este estudo utiliza a pontuação do *ranking* “As Empresas Mais Admiradas do Brasil”, publicado pela revista Carta Capital, conforme detalhado na metodologia e no Apêndice A.

2.2 – Reputação corporativa e valor de mercado

Como uma boa reputação corporativa pode gerar maior valor de mercado?

Conforme Dowling (2006), os benefícios gerados por uma boa reputação corporativa, apesar de não serem claramente identificados nas demonstrações financeiras das empresas, podem ser verificados no valor de mercado das próprias empresas.

A falta de clareza sobre os valores da reputação corporativa e dos demais ativos intangíveis deve-se, em muitos casos, ao seu não reconhecimento pelas demonstrações financeiras, porque não atendem aos critérios mínimos de classificação das normas contábeis, conforme argumentado em Ernest & Young e Fipecafi (2009).

Porém, para as empresas que objetivam lucro, uma boa reputação corporativa não é um retorno em si mesmo. Kaplan e Norton (2004) argumentam que a gestão de ativos intangíveis somente será útil se a empresa conseguir obter resultados tangíveis, ou seja, lucro contábil e fluxos de caixa. Lev (2001) sugere que o potencial de geração de valor dos ativos intangíveis pode ser elevado devido aos seus múltiplos usos, ou *nonrivalry*, com desgaste diferente dos ativos tangíveis, e que podem se sustentar por um período indeterminado. Ou seja, a reputação corporativa é um recurso cuja utilização não necessariamente provoca seu desgaste.

Para Damodaran (2007), apesar da avaliação dos ativos intangíveis ainda ser uma questão mal resolvida, é possível estimar seus valores através de técnicas de avaliação de empresas, ou *valuation*, contemplando seus efeitos nas projeções de fluxos de caixa descontado. No caso de avaliação da reputação corporativa, marca ou outros ativos intangíveis, o autor menciona que as diferenças entre as empresas serão capturadas pelas diferentes projeções de fluxos de caixa. Ou seja, o valor de uma empresa com maior reputação corporativa contemplará esta diferença em relação a uma empresa genérica, supondo iguais os demais indicadores.

Conforme Dowling (2006) e Zabala *et al.* (2005), as empresas com boa reputação podem usufruir de melhores condições de negócios perante seus *stakeholders*.

Dowling (2006) argumenta que se uma empresa conquistar a confiança de seus clientes poderá obter maiores receitas, pois poderá obter maior volume de vendas por cliente e obter menor variação de volume devido à fidelidade de seus clientes. Kotler (2000) menciona que os clientes buscam referências no mercado antes de escolherem seus fornecedores de determinados produtos e serviços, o que potencializa as empresas com melhor reputação a conquistarem mais novos clientes do que as empresas com menor reputação.; Jarmon (2009) identificou que as empresas podem praticar preços maiores se buscarem se diferenciar com boa reputação corporativa.

Com base na teoria dos custos de transação (COASE, 1937; WILLIAMSON, 1991), podemos mencionar que os custos de transação podem ser menores para as empresas com melhor reputação, pois se espera que seu risco de adotar um comportamento oportunista seja mais baixo. Dyer (1997) estudou a indústria automobilística e identificou que montadoras com reputação de serem mais justas com a comunidade de fornecedores necessitavam de contratos com menos salva-guardas, o que implicava em menores custos de transação.

Conforme Dowling (2006), as empresas com melhor reputação corporativa podem captar recursos de terceiros com taxas menores, pois podem ser percebidas como empresas de menor risco de inadimplência e podem com isso obter melhor avaliação de risco de crédito (*rating* mais alto).

Com base na teoria dos jogos, Weigelt e Camerer (1988) mencionam que empresas com boa reputação podem conquistar o respeito de seus concorrentes e inibir movimentos da concorrência, como por exemplo, guerras de preços e retaliação em termos de custos.

Courtrigth e Smudde (2009) alegam que empresas que desenvolvem reputação em inovação podem obter mais receitas decorrentes de novos produtos e serviços ou evitar despesas com melhorias de processos porque seu processo de inovação torna-se mais eficiente.

Quanto à gestão de recursos humanos, conforme Friedman (2009), empresas vistas com boa reputação pelos colaboradores podem obter incalculáveis benefícios indiretos com o maior comprometimento de seus colaboradores, como, por exemplo, menores custos de rotatividade e com falhas operacionais, além dos efeitos nos relacionamentos com os demais *stakeholders*.

Com referência ao capital social, Peloza e Papania (2008) mencionam que as empresas de má reputação podem perder valor ao serem penalizadas com boicotes dos consumidores ou maior regulamentação governamental. Yu e Lester (2009) mencionam que os efeitos da reputação corporativa se espalham pelas redes sociais e podem amplificar as decisões dos *stakeholders*.

Ou seja, os benefícios de uma boa reputação corporativa podem ser refletidos em maiores receitas ou menores despesas, incluindo as despesas evitadas, resultando em maior valor para a empresa.

Quanto aos indicadores comparativos de empresas, dentre os múltiplos apresentados por Damodaran (2007) podemos destacar o *Market-to-Book ratio*, MTB, que é calculado pela razão entre o valor de mercado de uma empresa e o seu patrimônio líquido contábil.

Stewart (1998) alerta sobre alguns cuidados com o uso da relação MTB. O mercado de ações, por sua volatilidade, pode atribuir valores a uma empresa devidos a fatores fora do controle da mesma, como, por exemplo, a taxa básica de juros de uma economia, embora este seja um fator geral, ou seja, que afeta os valores de todas as empresas da mesma forma. O autor também menciona que os valores contábeis estão sujeitos a critérios de classificação em função da flexibilidade permitida pelas normas tributárias vigentes, como, por exemplo, a

aceleração de depreciação. Apesar das ressalvas mencionadas, Stewart (1998) enfatizou a utilidade do MTB para fins de comparação de ativos intangíveis entre empresas, sendo possível acompanhar o indicador da empresa em relação ao mercado, ao setor em que atua e a seus principais concorrentes. Portanto, o indicador de *Market-to-Book ratio* se mostrou suficientemente adequado para este estudo.

Convém mencionar que outro indicador muito utilizado na literatura é o q de Tobin, desenvolvido pelo economista James Tobin, ganhador do prêmio Nobel, e que relaciona o valor de mercado de uma empresa ao custo de reposição de seus ativos, conforme Stewart (1998). Famá e Barros (2000) apresentaram várias aplicações do q de Tobin em finanças; a fórmula original calcula a razão entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos. Dado que nem sempre é possível obter todos os dados suficientes para se calcular o q de Tobin em sua forma original, alguns autores sugeriram aproximações do modelo. Chung e Pruitt (1994) sugeriram a equação alternativa que substitui o custo de reposição dos ativos pelo ativo contábil total e simplifica o cálculo do custo das dívidas. No entanto, este indicador pode sofrer problemas decorrentes do uso de procedimentos diversos de classificação contábil ou de contratações de operações, como, por exemplo: operações de leasing ao invés de aquisição; uso de imóveis alugados ao invés da aquisição de imóveis próprios; e demais circunstâncias que podem distorcer os indicadores e os resultados comparativos. Portanto, preferimos não utilizar o q de Tobin neste estudo para as companhias brasileiras.

3 – METODOLOGIA, COLETA E TRATAMENTO DE DADOS

Para avaliarmos a relação entre reputação corporativa e o valor de mercado das companhias brasileiras, testamos empiricamente a relação entre a pontuação de um ranking setorial de reputação e o indicador *Market-to-Book ratio* (MTB), partindo do pressuposto de que empresas com melhor avaliação de reputação são capazes de obter melhor desempenho e, com isso, uma melhor avaliação pelo mercado.

Hipótese: Quanto maior a pontuação de reputação de uma empresa, maior é o seu valor de mercado.

Para modelarmos o estudo, partimos da equação de Lameira *et al.* (2007) e incluímos a variável de reputação corporativa.

Para se operacionalizar esta pesquisa, foram coletados dados financeiros das empresas listadas no banco de dados da Economatica, o mesmo utilizado por Lameira *et al.* (2007), e das empresas citadas na pesquisa “As Mais Admiradas do Brasil”, indicador de reputação semelhante ao utilizado por Roberts e Dowling (2002), para os anos de 2002 a 2005.

3.1 – Variável Dependente

- ***Market-to-Book ratio* (MTB)**

O indicador *Market-to-Book ratio* é muito utilizado como medida de valor das companhias, conforme Lameira *et al.* (2007). Calcula-se através da razão entre o valor de mercado do capital próprio de uma empresa e o valor contábil de seu patrimônio líquido, conforme apresentado na equação (1). Como o denominador é apurado com base nos lançamentos a custo histórico, quanto mais alto o valor desta variável, mais bem avaliada é a ação da empresa, indicando que o mercado considera que os ativos da empresa, incluindo a sua reputação corporativa, têm condições de gerar resultados futuros cujo valor presente é representado pelo valor de mercado da ação.

$$MTB_{ij} = \frac{VM_{ij}}{PL_{ij}} \quad (1)$$

Onde:

VM_{ij} = Valor de Mercado da empresa i no ano j obtido pelo campo “Valor Mercado|da empresa|”ddmmaa”|em moeda orig|em milhares” da base de dados da Economática, sendo “ddmmaa” referente ao dia, mês e ano do dado.

PL_{ij} = Valor do Patrimônio Líquido da empresa i no ano j obtido pelo campo “Patrim Liq|”mmm aaaa”|em moeda orig|em milhares|consolid:sim*” da base de dados da Economática, sendo “mmm aaaa” referente a mês e ano do dado.

3.2 – Variáveis Independentes

3.2.1 – Variáveis relacionadas com a reputação da empresa

- **Admiração no Setor (MABS)**

Tal como no estudo de Roberts e Dowling (2002), utilizamos a pontuação do ranking da pesquisa “As Empresas Mais Admiradas do Brasil” como indicador de reputação. Trata-se da principal variável a ser testada, pois ela representa, conforme Roberts e Dowling (2002), o reconhecimento dado à empresa por pessoas que atuam no mesmo setor e, conseqüentemente, têm melhores condições de avaliar o potencial de geração de resultados de uma empresa. Maiores detalhes da pesquisa são fornecidos no Apêndice A. Fombrun (1996) também menciona que o ranking das empresas mais admiradas da América e os demais rankings institucionais refletem os *benchmarks* do setor, pois os respondentes admiram as empresas que possuem qualidades que eles também gostariam de ter em igual ou maior intensidade. Segundo Fombrun (1996), este ranking é um dos melhores indicadores publicamente disponíveis de reputação corporativa. Espera-se que, quanto maior seja a pontuação da empresa, maior seja o valor de mercado de seu capital próprio, dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido. Portanto, espera-se relação positiva entre o indicador de admiração e o *Market-to-Book ratio* da empresa.

A construção desta variável (Mais Admiradas do Brasil por Setor – MABS) procurou relativizar a pontuação de cada empresa dentro de seu setor conforme apresentado na equação (2). O ranking setorial da pesquisa “As Mais Admiradas do Brasil” apresenta uma lista das empresas selecionadas por setor, conforme critério de relevância dos realizadores da pesquisa, com o correspondente percentual de votos recebidos pelos seus concorrentes, pois a empresa

não pode votar nela mesma. Caso as notas de duas empresas fossem diretamente comparadas sem considerar a quantidade de participantes, poderíamos correr o risco de favorecer empresas com poucos participantes em seu setor e distorcer os resultados.

$$MABS_{ij} = \frac{\% \text{ empresa}_{ij}}{100 / n_{sij}} \quad (2)$$

Onde:

% empresa_{ij} = Nota de avaliação da empresa i no ano j.

n_{sij} = quantidade de empresas avaliadas no setor s de atuação da empresa i no ano j.

Consideremos, por exemplo, os dados dos setores de “Metalurgia e Siderurgia” e “Papel e Celulose” para o ano de 2005, conforme apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 – Exemplo de Ranking Setorial da pesquisa “As Empresas Mais Admiradas do Brasil”

Setor: Metalurgia e Siderurgia				Setor: Papel e Celulose			
Empresa (i)	Cod (A)	% 2005 (B)	MABS (C)	Empresa (ii)	Cod (F)	% 2005 (G)	MABS (H)
Acesita	ACES4	11,12	1,89	Aracruz	ARCZ6	15,29	1,68
Latasa	LATS3	8,68	1,48	Fibria	VCZA4	14,78	1,63
Arcelor BR	ARCE4	7,53	1,28	Suzano Papel	SUZB5	11,34	1,25
Alcoa	-	7,17	1,22	Cenibra	-	9,79	1,08
BHP Biliton	-	7,07	1,20	Klabin S/A	KLBN4	9,64	1,06
Gerdau	GGBR4	6,51	1,11	International Paper	-	9,29	1,02
Mannesmann	MANM4	6,22	1,06	Ripasa	RPSA4	8,00	0,88
Aço Villares	AVL3	5,91	1,00	Santher	-	6,67	0,73
Albrás	-	5,42	0,92	Norske Skog	-	6,42	0,71
Cosipa	CSPC4	5,16	0,88	Rigesa	-	5,84	0,64
CST	CSTB4	4,89	0,83	Trombini	TRMB4	2,94	0,32
Açominas	-	4,75	0,81				
Alcan	-	4,46	0,76				
CSN	CSNA3	3,95	0,67				
Caraiba Met	CRBM7	3,95	0,67				
Usiminas	USIM5	3,86	0,66				
CBA	-	3,36	0,57				
TOTAL % 2005 (D)		100,01		TOTAL % 2005 (I)		100,00	
Quantidade de empresas avaliadas no setor em 2005 (E)		17,00		Quantidade de empresas avaliadas no setor em 2005 (J)		11,00	

Se fôssemos comparar as empresas Gerdau (6ª colocada no setor de “Metalurgia e Siderurgia”) e Klabin S/A (5ª colocada no setor de “Papel e Celulose”) utilizando somente o percentual de votação, compararíamos respectivamente 6,51 (Coluna B) com 9,64 (Coluna G), o que nos levaria à conclusão de que a Klabin S/A possui uma pontuação de admiração 48% acima da Gerdau. Porém, se considerarmos a quantidade de empresas avaliadas em cada setor (n_{si}), vemos que em “Metalurgia e Siderurgia” foram avaliadas 17 empresas (item E) e no setor de “Papel e Celulose” foram avaliadas 11 empresas (item J). Isso nos leva a constatar que a disputa foi mais acirrada no setor de “Metalurgia e Siderurgia”. Para que os valores possam ser comparados entre as empresas, calculamos o indicador MABS de cada empresa:

$$MABS_{Gerdau,2005} = \frac{6,51}{100/17} = 1,11 \quad (3)$$

$$MABS \text{ Klabin}_{2005} = \frac{9,64}{100/11} = 1,06 \quad (4)$$

Ao compararmos novamente a Gerdau com a Klabin S/A, porém utilizando o indicador MABS, identificamos que a Gerdau possui uma pontuação de admiração 4% acima da Klabin S/A, ao invés da Klabin S/A possuir 48% a mais, como apurado anteriormente. Caso o ajuste não fosse efetuado, haveria favorecimentos e os resultados seriam distorcidos.

Roberts e Dowling (2002) também construíram uma variável de reputação para comparar empresas de diferentes setores. Na versão americana, as respostas são convertidas em pontos e os resultados divulgados apresentam um ranking de pontuação dentro do setor, de modo que, se as pontuações fossem diretamente comparadas entre empresas de setores diferentes haveria distorções e favorecimentos indevidos. Para que as pontuações fossem comparáveis, Roberts e Dowling (2002) transformaram a pontuação de cada empresa em uma pontuação relativa à média do setor, conforme mencionam em sua pág. 1082: “Cada pontuação geral de reputação da pesquisa da *Fortune* é comparada com a média do setor correspondente para gerar uma variável de reputação relativa”, e esta pontuação de reputação relativa foi utilizada nos cálculos das regressões. No entanto, neste estudo não foi possível replicar exatamente a mesma metodologia de Roberts e Dowling (2002) porque a divulgação dos resultados na edição brasileira não utiliza a mesma metodologia de pontuação da versão americana e determinadas edições não divulgaram a média do setor. Portanto, preferiu-se adotar a transformação exposta na equação (2), tendo em vista que a escala relativa do ranking também reflete a posição relativa comparável de cada empresa.

Conforme Lameira *et al.* (2007), também preferimos utilizar indicadores financeiros que capturem as diferenças setoriais ao invés de utilizarmos variáveis *dummy* para controlar os setores de atuação das empresas, pois apresentam uma mensuração numérica mais informativa do que a binária e também contemplam os recursos tangíveis registrados nas demonstrações contábeis das empresas.

3.2.2 – Variáveis relacionadas com a estrutura de capital

- **Exigível Total/Patrimônio Líquido (EX/PL)**

Esta variável é calculada através da proporção de endividamento sobre o capital próprio da empresa conforme apresentado na equação (5). Foi utilizada no estudo de Lameira *et al.* (2007) sob o argumento de que o custo de capital de terceiros é mais baixo do que o custo de capital próprio, conforme Gitman (1997) e Weston e Brigham (2000), e que o uso de mais capital de terceiros, portanto, reduziria o custo médio de capital da empresa, aumentando o valor da ação. Porém, o custo de capital de uma empresa também depende da composição de sua estrutura de capital e do risco de suas operações. Se o uso crescente de capital de terceiros não afetasse o seu custo, bem como o custo de capital próprio, seria simples para uma empresa maximizar seu valor decidindo se capitalizar com 100% de capital de terceiros. Convém mencionar também que empresas de mesmo porte e com estruturas de capitais iguais podem apresentar um custo de capital diferente devido a diferenças de risco em suas operações. Portanto, um indicador que poderia representar o grau de endividamento de uma empresa seria seu custo médio ponderado de capital (ou, em inglês, *Weighted Average Cost of Capital* - WACC). No entanto, o endividamento mais alto, além de produzir valor com o aumento de benefícios fiscais decorrentes da dedução de despesas financeiras, reduz o fluxo de caixa livre da empresa, que poderia ser mal utilizado pelos administradores, elevando com isso o valor das ações através da redução dos custos de agência. Seguindo o estudo de Lameira *et al.* (2007) esta variável será mantida. A pressuposição de Lameira *et al.* (2007) é a de que, quanto maior o valor deste indicador, maior será o valor de mercado de uma empresa. Naquele estudo, o resultado obtido foi positivo e estatisticamente significativo a 10%.

$$EX / PL_{ij} = \frac{EX_{ij}}{PL_{ij}} \quad (5)$$

Onde:

EX_{ij} = Valor do endividamento total da empresa i no ano j obtido indiretamente subtraindo-se do valor do campo “Ativo Tot”mmm aaaa”|em moeda orig|em milhares|consolid:sim*” o valor do campo “Patrim Liq”mmm aaaa”|em moeda orig|em milhares|consolid:sim*” da base de dados da Economática, sendo “mmm aaaa” referente a mês e ano do dado.

PL_{ij} = Valor do Patrimônio Líquido da empresa i no ano j obtido pelo campo “Patrim Liq”mmm aaaa”|em moeda orig|em milhares|consolid:sim*” da base de dados da Económica, sendo “mmm aaaa” referente a mês e ano do dado.

- **Endividamento de Curto Prazo/Ativo Total (ECP/AT)**

Calcula-se através da proporção de endividamento de curto prazo sobre o ativo total conforme apresentado na equação (6). Este indicador também foi utilizado por Lameira *et al.* (2007) apelando a Brealey, Myers e Allen (2008), segundo os quais a teoria econômica considera ideal que os ativos de longo prazo sejam financiados por exigíveis de longo prazo, de modo que os ativos possam gerar recursos alinhados com o prazo das dívidas que os originaram, balanceando os pagamentos com os recebimentos. Pressupõe-se que, quanto maior for este indicador, menor será o valor de mercado de uma empresa. No entanto, se uma empresa possui um determinado volume de endividamento no curto prazo, não terá, necessariamente, problemas de liquidez e desempenho se também possuir ativos correspondentes no curto prazo. O estudo de Lameira *et al.* (2007) não encontrou resultados estatisticamente significantes. A variável de controle será mantida como parte integrante do modelo inicial.

$$ECP / AT_{ij} = \frac{ECP_{ij}}{AT_{ij}} \quad (6)$$

Onde:

ECP_{ij} = Valor do endividamento de curto prazo da empresa i no ano j obtido pelo campo “PasCir”mmm aaaa”|em moeda orig|em milhares|consolid:sim*” da base de dados da Económica, sendo “mmm aaaa” referente a mês e ano do dado.

AT_{ij} = Valor do Ativo Total da empresa i no ano j obtido pelo campo “Ativo Tot”mmm aaaa”|em moeda orig|em milhares|consolid:sim*” da base dados da Económica, sendo “mmm aaaa” referente a mês e ano do dado.

3.2.3 – Variáveis relacionadas com o aspecto econômico

- **Investimentos/Patrimônio Líquido (INV/PL)**

Damodaran (2007) menciona que se pode identificar a capacidade de uma empresa de aumentar ou manter sua capacidade de produção e geração de riqueza ao se avaliar o indicador de nível de investimento sobre seu patrimônio líquido, conforme apresentado na equação (7). Apesar de este indicador estar sujeito a critérios de contabilização ou não contemplar aquisições através de operações de leasing, por exemplo, será utilizado conforme o estudo de Lameira *et al.* (2007), apesar de ali não ter apresentado resultados estatisticamente significantes. Pressupomos que as empresas não mantenham em seus balanços ativos relevantes que gerem prejuízos e que, portanto, esta variável seja positivamente relacionada com o valor de mercado de uma empresa.

$$INV / PL_{ij} = \frac{INV_{ij}}{PL_{ij}} \quad (7)$$

Onde:

INV_{ij} = Valor dos Investimentos da empresa i no ano j obtido pelo campo “Perman|”mmm aaaa”|em moeda orig|em milhares|consolid:sim*” da base de dados da Economática, sendo “mmm aaaa” referente a mês e ano do dado.

PL_{ij} = Valor do Patrimônio Líquido da empresa i no ano j obtido pelo campo “Patrim Liq|”mmm aaaa”|em moeda orig|em milhares|consolid:sim*” da base de dados da Economática, sendo “mmm aaaa” referente a mês e ano do dado.

3.2.4 – Variáveis relacionadas com o mercado financeiro

- **Liquidez de Mercado (LIQMERC)**

Conforme premissa de Lameira *et al.* (2007), espera-se que quanto maior seja a liquidez de um ativo no mercado, menor seja seu prêmio, ou desconto de liquidez, e maior seja o seu valor de mercado. Pressupomos que esta variável seja positivamente relacionada ao valor de mercado de uma empresa.

$LIQMERC_{ij}$ = índice de liquidez da empresa i no ano j obtido pelo campo “Liquidez|”ddmmaa”|1 anos|em moeda orig” da base de dados da Economatica, sendo “ddmmaa” referente a dia, mês e ano do dado.

- **Índice de *Pay-Out* (POUT)**

Este indicador representa a quantidade de recursos distribuídos aos acionistas na forma de dividendos. Lameira *et al.* (2007) utilizaram este indicador com base no trabalho de Miller e Modigliani (1961), que menciona a política de dividendos como irrelevante quando não há impostos ou custos de transação. No entanto, uma política de dividendos pode ter conteúdo informacional e sinalizar expectativas de geração de caixa e saúde financeira da empresa. O estudo de Lameira *et al.* (2007) não encontrou relações estatisticamente significativas. Neste estudo, o índice de Pay-Out será utilizado com a premissa de que, quanto maior for este indicador, maior será o valor de mercado de uma empresa.

$POUT_{ij}$ = índice de Pay-Out da empresa i no ano j obtido pelo campo “Pay Out|”mmm aaaa”|de 12 meses|consolid:sim*” da base de dados da Economatica, sendo “mmm aaaa” referente a mês e ano do dado.

- **Beta (BETA)**

Conforme Damodaran (2007), o beta da ação é uma medida de seu risco sistemático, o qual determina a taxa de desconto do fluxo de caixa futuro a ser gerado pela ação. Portanto, está relacionado com a percepção de risco que o mercado possui da ação de uma empresa. O beta utilizado é o alavancado, por se referir a empresas com dívidas. Partindo do mesmo modelo de Lameira *et al.* (2007), utilizamos a suposição de que, quanto maior for este indicador, menor será o valor de mercado da empresa.

O beta de cada empresa foi calculado conforme apresentado na equação (8).

$$BETA_{ij} = \frac{Co\ var\ i\ a\ n\ c\ i\ a\ (r_{ij}; r_{m_j})}{Vari\ a\ n\ c\ i\ a\ (r_{m_j})} \quad (8)$$

sendo:

r_{ij} = retorno da ação da empresa i no período j , calculado através da fórmula:

$$r_{ij} = \ln (P_{i,t} / P_{i,t-1}) \quad (9)$$

Onde:

$P_{i,t}$ = Cotação de fechamento da ação da empresa i na data t .

rm_j = retorno do mercado para o período j , calculado através da fórmula:

$$rm_j = \ln (Ibov_t / Ibov_{t-1}) \quad (10)$$

Onde:

$Ibov_t$ = Cotação do principal índice do mercado brasileiro, Ibovespa, na data t .

As cotações de fechamento das ações de cada empresa e do Ibovespa foram extraídas da base de dados da Economática.

3.2.5 – Variáveis relacionadas com a governança corporativa da empresa

Conforme o estudo de Lameira *et al.* (2007), a adesão das empresas a determinados níveis de governança corporativa pode refletir a qualidade da administração e acarretar maior valor de mercado para uma companhia. As variáveis *dummy* de controle replicadas neste estudo estão listadas abaixo:

- **Programa de ADR nível 2 ou 3 (ADR23)**

Variável *dummy* que identifica se a empresa aderiu aos níveis 2 ou 3 dos programas de ADR no mercado de capitais norte-americano. Conforme o estudo de Lameira *et al.* (2007), para uma empresa aderir a estes níveis de governança corporativa, há a necessidade de se cumprirem mais exigências nas práticas de gestão, sejam elas nos planos informacional, contábil-financeiro, de relacionamento com investidores e de atendimento a regulamentações e normas. Pressupõe-se que a participação nesse tipo de programa seja positivamente

relacionada com o valor de mercado da companhia. Se a empresa participar deste programa, o valor da variável será igual a 1 (um), e zero em caso contrário.

$ADR_{23ij} = 1$ se a empresa i participar deste programa no ano j , com data-base no mês de dezembro, e zero em caso contrário.

- **Programa de ADR (ADR)**

Variável *dummy* que identifica se a empresa aderiu a programas de ADR no mercado de capitais norte-americano em qualquer nível. Conforme o estudo de Lameira *et al.* (2007), a adesão a programas de ADR, mesmo em nível inferior ao 2, pode identificar melhores práticas de gestão, conforme citado na variável anterior. Apesar da inclusão de mais uma variável reduzir os graus de liberdade de um modelo de regressão e adicionar possíveis problemas de multicolinearidade, não fazemos o agrupamento desta variável com as demais porque partimos do modelo estudado por Lameira *et al.* (2007). Pressupõe-se que esta variável seja positivamente relacionada com o valor de mercado da companhia. Se a empresa participar deste programa, o valor da variável será igual a 1 (um), e zero em caso contrário.

$ADR_{ij} = 1$ se a empresa i participar deste programa no ano j , com data-base no mês de dezembro, e zero em caso contrário.

- **Participação no Novo Mercado da BM&FBovespa (NM)**

Trata-se de uma variável *dummy* que identifica a adesão ou não da empresa ao nível de governança corporativa “Novo Mercado” da BM&FBovespa. Conforme estudo de Lameira *et al.* (2007), a participação da empresa no Novo Mercado exige práticas mais rigorosas de governança corporativa e pode estar relacionada positivamente com seu valor de mercado. Se a empresa participar deste programa, o valor da variável será igual a 1 (um), e zero em caso contrário.

$NM_{ij} = 1$ se a empresa i participar deste programa no ano j , com data-base no mês de dezembro, e zero em caso contrário.

- **Participação nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC)**

Variável *dummy* que identifica se a empresa aderiu a um dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, que incluem os níveis 1 e 2 de governança além do Novo Mercado. Conforme estudo de Lameira *et al.* (2007), esta variável também pode estar relacionada com um nível mais elevado da qualidade da administração, porém em grau menor do que as variáveis ADR23, ADR e NM. Pressupõe-se que esta variável seja positivamente relacionada com o valor de mercado da companhia. Se a empresa participar deste programa, o valor da variável será igual a 1 (um), e zero em caso contrário.

$NDGC_{ij} = 1$ se a empresa *i* participar deste programa no ano *j*, com data-base no mês de dezembro, e zero em caso contrário.

Os dados de adesão aos níveis de governança corporativa, ADR23, ADR, NM e NDGC (Nível 1 ou 2) foram obtidos nos *sites* da BM&FBovespa e das empresas analisadas.

3.2.6 – Variáveis de controle de dados em painel

Conforme o modelo adotado, houve a inclusão de variáveis *dummy* para controlar o efeito do ano em relação ao período base de 2002.

- **Ano de 2003 (Y2003)**

Variável *dummy* que identifica se os dados se referem ao ano de 2003. O valor da variável será igual a 1 (um) se sim, e zero em caso contrário.

- **Ano de 2004 (Y2004)**

Variável *dummy* que identifica se os dados se referem ao ano de 2004. O valor da variável será igual a 1 (um) se sim, e zero em caso contrário.

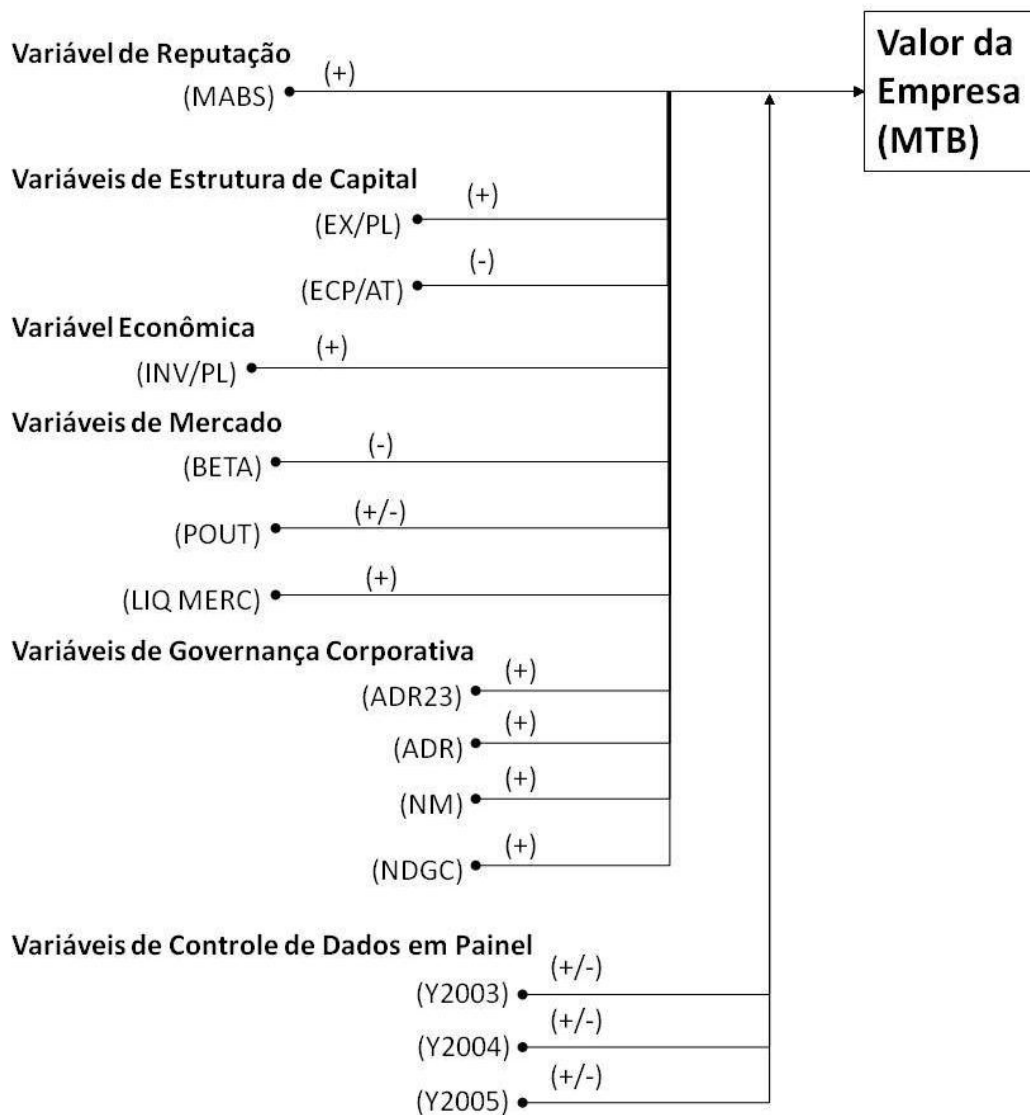
- **Ano de 2005 (Y2005)**

Variável *dummy* que identifica se os dados se referem ao ano de 2005. O valor da variável será igual a 1 (um) se sim, e zero em caso contrário.

3.3 Modelo Conceitual

A figura a seguir ilustra o modelo conceitual desta pesquisa, resumindo as hipóteses indicadas anteriormente.

Figura 1 - Modelo Conceitual



O método escolhido para testar estatisticamente as relações entre a variável dependente e as variáveis independentes foi o método de regressões lineares múltiplas. Este método foi escolhido porque permite controlar muitos fatores que simultaneamente afetam a variável dependente, conforme Wooldridge (2006).

Procuramos testar a hipótese formulada através da obtenção dos coeficientes e seus respectivos níveis de significância (p-valores) resultantes do modelo de regressão representado abaixo.

Modelo de regressão proposto:

$$MTB = \beta_0 + \beta_1 MABS + \beta_2 EX/PL + \beta_3 ECP/AT + \beta_4 INV/PL + \beta_5 LIQMERC + \beta_6 POUT + \beta_7 BETA + \beta_8 ADR23 + \beta_9 ADR + \beta_{10} NM + \beta_{11} NDGC + \varepsilon \quad (11)$$

Para referência e posteriores comparações, apresentamos a seguir a equação estudada por Lameira *et al.* (2007):

Modelo de regressão proposto por Lameira *et al.* (2007):

$$Q = \beta_0 + \beta_1 EX/PL + \beta_2 ECP/AT + \beta_3 INV/PL + \beta_4 LIQMERC + \beta_5 POUT + \beta_6 BETA + \beta_7 ADR23 + \beta_8 ADR + \beta_9 NM + \beta_{10} NDGC + \varepsilon \quad (12)$$

Lameira *et al.* (2007) trabalharam com dados de abril de 2005 de 64 empresas listadas na BM&FBovespa utilizando o Q de Tobin como variável dependente e obtiveram os resultados apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 – Resultados das regressões de Lameira *et al.* (2007)

Variável	Q			
	Modelo com todas as variáveis		Modelo com melhor ajustamento	
	Coeficiente	p-valor	Coeficiente	p-valor
Constante	0,574	0,002	0,463	0,000
EX/PL	0,000	0,122	0,000	0,092
ECP/AT	-0,001	0,699		
INV/PL	0,000	0,854		
LIQMERC	0,381	0,074	0,320	0,094
POUT	0,062	0,573		
BETA	-0,039	0,008	-0,039	0,002
ADR23	-0,175	0,543		
ADR	0,345	0,076	0,262	0,084
NM	1,227	0,000	1,084	0,000
NDGC	-0,146	0,431		
R ²	0,417		0,401	
R ² Ajustado	0,304		0,349	
Teste F	3,713	0,001	7,641	0,000

Os resultados obtidos por Lameira *et al.* (2007) mostraram que, segundo o modelo com melhor ajustamento, a 10% de significância, a qualidade de gestão foi melhor representada pelas variáveis NM e ADR, indicando que empresas que aderem a algum nível de governança corporativa da BM&FBovespa ou um programa de ADR possuem maior valor de mercado. As variáveis de controle EX/PL, LIQMERC e BETA também se mostraram significativas, indicando que o grau de endividamento da empresa e a liquidez da ação estão positivamente relacionados com o valor de mercado, e que a percepção de risco que o mercado possui da ação da empresa está negativamente relacionada com seu valor de mercado. As variáveis ECP/AT, INV/PL, POUT, ADR23 e NDGC não se mostraram significativas. O indicador R² Ajustado, que conforme Wooldridge (2006, p.661) indica “a proporção da variação amostral total na variável dependente que é explicada pela variável independente”, ajustado pelo número de graus de liberdade, ficou em 0,349.

Neste estudo, ao inserirmos a variável MABS procuramos obter um modelo que explique melhor a variação do *Market-to-Book ratio*.

3.4 – Etapas da construção da base de dados

Após a coleta de dados, gostaríamos de utilizar as informações de todas as empresas, porém somente é possível testar a relação para empresas que possuam indicadores de reputação e indicadores financeiros para o período analisado, e tenham ações negociadas em bolsa, para que o seu valor de mercado seja conhecido. A seguir, listamos as etapas do processo de construção da base dados:

1. Coleta de dados das 644 empresas listadas na BM&FBovespa na base da Económica.
2. Coleta de dados das 669 empresas citadas nos 50 rankings setoriais de “As Mais Admiradas do Brasil” publicados pela revista Carta Capital em 2002, 2003, 2004 e 2005.
3. Exclusão das empresas sem valor de mercado para o período de 2002 a 2005 porque não permitem construção da variável dependente.
4. Exclusão das empresas não citadas no ranking de reputação porque não permitem testar a relação proposta na hipótese.
5. Exclusão das observações com valor de Patrimônio Líquido negativo porque sua inclusão acarretaria em distorções nos resultados calculados.
6. Exclusão das observações com índice de *Pay-Out* negativo porque sua inclusão acarretaria em distorções nos resultados calculados.
7. Exclusão de valores aberrantes porque sua inclusão acarretaria em distorções nos resultados calculados. Foram considerados valores aberrantes os seguintes casos: (1) Cia Hering em 2004, com índice EX/PL de 644,9; (2) Copesul em 2002, com índice Pay-Out de 30.353%; (3) Aracruz em 2002, com índice de Pay-Out de 2.042%; e (4) Petroquímica União em 2002, com índice de Pay-Out de 1.825%.

A base de dados resultou em um painel desbalanceado com 104 empresas citadas nos quatro anos, sendo 71 observações para o ano 2002, 64 para 2003, 74 para 2004 e 69 para 2005, totalizando 278 observações que passaram a constituir a amostra desta pesquisa.

4 – RESULTADOS

Inicialmente, geramos as estatísticas descritivas da amostra conforme a Tabela 3, exceto para as variáveis *dummy*, para que se possam conhecer as características das distribuições amostrais.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas

Ano de 2002								
	MABS	VM/PL	EX/PL	ECP/AT	INV/PL	BETA	POUT	LIQMERC
Mínimo	0,1216	0,1135	0,2364	0,0899	0,0144	0,0892	-	0,0000
1º Quartil	0,6930	0,5240	1,1241	0,2449	0,4893	0,3210	-	0,0010
Média	1,2952	1,3868	6,3678	0,3589	2,4780	0,4882	29,79	0,3987
Mediana	1,2148	0,8628	1,7557	0,3172	1,0022	0,4179	28,60	0,0195
3º Quartil	1,7790	1,4575	4,1152	0,4540	1,6945	0,6432	41,35	0,2310
Máximo	3,3627	13,5418	100,2362	0,7842	34,7707	1,1323	133,00	5,1004
Observações (n)	71	71	71	71	71	71	71	71
Ausentes	-	-	-	-	-	-	-	-
Variância	0,5702	4,6317	251,5091	0,0246	33,6063	0,0571	895,79	0,9148
Desvio Padrão	0,7551	2,1521	15,8590	0,1567	5,7971	0,2389	29,93	0,9564
Ano de 2003								
	MABS	VM/PL	EX/PL	ECP/AT	INV/PL	BETA	POUT	LIQMERC
Mínimo	0,0650	0,0187	0,2365	0,0858	0,0139	0,0011	-	0,0000
1º Quartil	0,6018	0,8595	1,4223	0,2394	0,5284	0,3191	9,95	0,0033
Média	1,1169	1,6141	3,0933	0,3540	1,2499	0,5021	44,06	0,6826
Mediana	0,9775	1,3912	1,8742	0,3080	1,0713	0,4519	30,75	0,0608
3º Quartil	1,6259	1,9009	3,4787	0,4454	1,6375	0,6671	53,50	0,5610
Máximo	3,3075	9,0962	17,9080	0,7871	4,0510	1,3761	307,60	10,9667
Observações (n)	64	64	64	64	64	64	64	64
Ausentes	-	-	-	-	-	-	-	-
Variância	0,4511	1,7922	10,0424	0,0243	0,8822	0,0764	2.806,12	2,6091
Desvio Padrão	0,6716	1,3387	3,1690	0,1559	0,9393	0,2764	52,97	1,6153
Ano de 2004								
	MABS	VM/PL	EX/PL	ECP/AT	INV/PL	BETA	POUT	LIQMERC
Mínimo	0,1700	0,1029	0,3547	0,1115	0,0106	0,0373	-	-
1º Quartil	0,6469	1,0813	0,9452	0,2311	0,6591	0,2835	16,15	0,0010
Média	1,2213	2,2269	2,6823	0,3449	1,1666	0,4641	41,38	0,5838
Mediana	0,9930	1,6221	1,5763	0,3043	1,0259	0,4270	33,50	0,0378
3º Quartil	1,7400	2,2555	2,8068	0,4502	1,4598	0,5952	48,35	0,5196
Máximo	3,5860	15,0689	15,9445	0,7719	7,0693	1,1897	197,30	8,8340
Observações (n)	74	74	74	74	74	74	74	74
Ausentes	-	-	-	-	-	-	-	-
Variância	0,5096	5,1834	8,8007	0,0230	0,9718	0,0743	1.781,71	1,7238
Desvio Padrão	0,7138	2,2767	2,9666	0,1518	0,9858	0,2726	42,21	1,3129

Ano de 2005								
	MABS	VM/PL	EX/PL	ECP/AT	INV/PL	BETA	POUT	LIQMERC
Mínimo	0,0181	0,2146	0,3243	0,1073	0,0098	0,0168	-	0,0000
1° Quartil	0,7506	1,1060	0,8395	0,2177	0,4345	0,2639	24,90	0,0021
Média	1,3463	2,3813	2,7449	0,3386	1,1002	0,5065	39,65	0,6772
Mediana	1,1106	1,7400	1,3604	0,2935	0,9286	0,3779	34,10	0,0770
3° Quartil	1,8495	2,7002	2,7772	0,4224	1,2840	0,6143	52,90	0,6487
Máximo	3,8852	16,7896	14,3521	0,8632	7,1414	2,1565	127,30	6,6931
Observações (n)	69	69	69	69	69	69	69	69
Ausentes	-	-	-	-	-	-	-	-
Variância	0,6553	5,9693	11,1725	0,0267	1,4208	0,1323	873,33	1,9208
Desvio Padrão	0,8095	2,4432	3,3425	0,1634	1,1920	0,3638	29,55	1,3859
Consolidado: 2002 a 2005								
	MABS	VM/PL	EX/PL	ECP/AT	INV/PL	BETA	POUT	LIQMERC
Mínimo	0,0181	0,0187	0,2364	0,0858	0,0098	0,0011	-	-
1° Quartil	0,6763	0,8066	1,0670	0,2332	0,5126	0,2998	4,18	0,0016
Média	1,2472	1,9096	3,7337	0,3490	1,5042	0,4895	38,61	0,5825
Mediana	1,1052	1,3712	1,6820	0,3090	1,0058	0,4259	32,70	0,0433
3° Quartil	1,7055	2,0543	3,3595	0,4454	1,5247	0,6373	48,75	0,5027
Máximo	3,8852	16,7896	100,2362	0,8632	34,7707	2,1565	307,60	10,9666
Observações (n)	278	278	278	278	278	278	278	278
Ausentes	-	-	-	-	-	-	-	-
Variância	0,5490	4,5820	73,3164	0,0244	9,6272	0,0842	1.577,66	1,7636
Desvio Padrão	0,7409	2,1406	8,5625	0,1563	3,1028	0,2901	39,72	1,3280

A princípio, podemos observar que a variável dependente VM/PL possui média crescente de 2002 a 2005 indicando que, em média, o *Market-to-Book ratio* aumentou no período analisado. Ou seja, em média, o valor de mercado das companhias abertas aumentou mais do que o valor do patrimônio líquido. Uma análise mais detalhada da variação de ano para ano é fornecida na parte de análise entre períodos.

4.1 – Análise de agrupamento

Com o objetivo de verificar se empresas com características de alta reputação corporativa possuem um valor correspondente alto para o *Market-to-Book ratio*, ou seja, se as variáveis MABS e VM/PL estão associadas, foram criados 4 agrupamentos na amostra com base na distribuição da variável MABS. O grupo 1, Q1, possui as observações pertencentes ao quartil 1, que conforme a Tabela 3 possuem o indicador MABS entre 0,0181 e 0,6763. O grupo 4, Q4, contempla as observações com MABS acima do 3° quartil, com MABS entre

1,7055 e 3,8852. Os grupos 2 e 3 correspondem respectivamente aos quartis 2 e 3 e formam um grupo intermediário.

O teste procura comparar diferenças entre os grupos extremos, sendo o grupo Q1 caracterizado pela baixa pontuação de MABS e o grupo Q4 caracterizado pela alta pontuação de MABS. Os grupos Q2 e Q3, por formarem um grupo intermediário, não foram utilizados nesta etapa para a identificação de diferenças. Neste teste, apenas verificamos a existência de diferenças entre os grupos extremos, sem ainda testar as relações de causa e efeito. Os agrupamentos com as respectivas médias e desvios para as variáveis MABS e VM/PL e os resultados do teste t são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Teste de diferenças entre os agrupamentos – Dados de 2002 a 2005

Grupo	n	Médias		Desvios	
		MABS	VM/PL	MABS	VM/PL
Q1	70	0,4334	1,2940	0,1725	0,8796
Q2	69	0,8836	1,6961		
Q3	69	1,3945	2,1471		
Q4	70	2,2741	2,5015	0,4831	2,9598
Teste t	-	3,2721			
p-valor		0,0016			

O teste t de igualdade de médias indicou que há diferenças nas médias entre os grupos. Portanto, há evidências de que grupos com maior pontuação de reputação corporativa possuem maior *Market-to-Book ratio*. Porém, apenas com a comparação entre os grupos ainda não é possível afirmar nada sobre as relações de causa e efeito ou mesmo a associação entre as variáveis, porque as diferenças de valor de mercado não estão sendo controladas por outros fatores ou variáveis que também ajudam a explicar o valor de uma ação, conforme considerado por Lameira *et al.* (2007).

4.2 – Regressão linear para o período de 2002 a 2005

Para testarmos a hipótese de que empresas com maior reputação corporativa possuem maior *Market-to-Book ratio*, calculamos as regressões lineares com dados em painel, utilizando o método de regressões lineares múltiplas com efeitos fixos para os períodos.

Procuramos inicialmente identificar a possível existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes através das correlações entre essas variáveis, conforme apresentado na Tabela 5.

Tabela 5 – Correlações entre variáveis independentes – Dados de 2002 a 2005

	MABS	EX/PL	ECP/AT	INV/PL	BETA	POUT	LIQMERC
MABS	1,0000						
EX/PL	- 0,0308	1,0000					
ECP/AT	- 0,0126	0,2263	1,0000				
INV/PL	- 0,0394	0,8960	- 0,0357	1,0000			
BETA	0,0588	0,0430	- 0,0012	0,0237	1,0000		
POUT	0,1088	- 0,1381	- 0,0921	- 0,1483	0,1750	1,0000	
LIQMERC	0,1576	- 0,0017	- 0,0517	- 0,0219	0,5408	0,3974	1,0000

A Tabela 5 indica que pode haver correlação significativa entre as variáveis EX/PL e INV/PL, o que pode acarretar em problema de multicolinearidade, recomendando-se que uma das variáveis seja descartada para não prejudicar a eficiência do estimador. Porém, o teste de autovalores indicou que não existe multicolinearidade significativa entre estas variáveis, sugerindo que não podemos afirmar que uma empresa, necessariamente, altera seu grau de endividamento para alterar sua proporção de investimentos sobre o patrimônio líquido. Convém mencionar que Lameira *et al.* (2007) excluíram a variável INV/PL de seu modelo ajustado, conforme pode ser verificado na quarta coluna da Tabela 1, apresentada na parte de metodologia.

Também foi testada a relação entre as variáveis BETA e LIQMERC para identificar a existência de correlação significativa. O teste de autovalores indicou que não existe multicolinearidade significativa entre estas variáveis. Lameira *et al.* (2007) mantiveram ambas as variáveis em seu modelo ajustado e obtiveram uma significância de 10% para a variável LIQMERC, conforme pode ser verificado na Tabela 1.

As demais variáveis independentes não apresentaram correlações significantes que gerem indícios de multicolinearidade.

Para efetuarmos as análises, foram gerados 4 modelos:

1. Modelo com todas as variáveis, com o objetivo de servir de base para comparações.

2. Modelo com melhor ajustamento dos pontos à equação de regressão, objetivando oferecer a melhor explicação da variação de VM/PL em função das variáveis independentes.
3. Modelo sem a variável MABS, com o objetivo de identificar a contribuição da variável MABS ao modelo.
4. Modelo com as variáveis de Lameira *et al.* (2007), com o objetivo de comparar resultados entre os estudos.

A Tabela 6 apresenta os resultados dos quatro modelos de regressão, com dados em painel, gerados para a variável *Market-to-Book ratio*. A primeira coluna lista as variáveis independentes, a segunda coluna apresenta os valores para os coeficientes calculados pelo modelo linear com todas as variáveis. As respectivas significâncias (p-valores) encontram-se na terceira coluna. Para o modelo com melhor ajustamento dos pontos à equação de regressão apresentamos os resultados dos coeficientes e seus níveis de significância respectivamente na quarta e quinta colunas. Para o modelo sem a variável MABS, os resultados estão nas respectivas sexta e sétima colunas, e para o modelo com as mesmas variáveis de Lameira *et al.* (2007) nas oitava e nona colunas.

Tabela 6 – Resultados das regressões – Dados em Painel de 2002 a 2005 com Efeito Fixo

Variável	Market-to-Book							
	Modelo com todas as variáveis		Modelo com melhor ajustamento		Modelo sem a variável MABS		Modelo com as variáveis de Lameira	
	Coeficiente	p-valor	Coeficiente	p-valor	Coeficiente	p-valor	Coeficiente	p-valor
Constante	0,1163	0,7908	0,6068	0,0055	1,0490	0,0000	1,4589	0,0000
MABS	0,4090	0,0092	0,4245	0,0355				
EX/PL	0,0214	0,5393	0,0567	0,0000	0,0572	0,0000	0,0987	0,0000
ECP/AT	1,2998	0,1251						
INV/PL	0,2231	0,0175	0,1435	0,0000	0,1397	0,0000		
LIQMERC	-0,0223	0,8368					0,1542	0,0020
POUT	0,0075	0,0146	0,0063	0,0000	0,0071	0,0000		
BETA	-0,4678	0,2839	-0,5338	0,0004	-0,5702	0,0000	-0,5608	0,0000
ADR23	0,9622	0,0458	0,6888	0,0000	0,9351	0,0000		
ADR	-0,3212	0,4059					0,4988	0,0002
NM	2,6908	0,0000	2,5732	0,0000	2,7894	0,0000	2,5816	0,0000
NDGC	0,8314	0,0076	0,6476	0,0000	0,8117	0,0000		
R ²	0,3563		0,3575		0,3395		0,2844	
R ² Ajustado	0,3296		0,3309		0,3147		0,2631	
Teste F	13,3826	0,0000	13,4540	0,0000	13,7225	0,0000	13,3650	0,0000

A variável relacionada à reputação corporativa, MABS, mostrou-se positivamente relacionada com o *Market-to-Book ratio*, e estatisticamente significativa a 5% tanto no modelo com todas as variáveis, como no modelo com melhor ajustamento, confirmando a hipótese testada.

A relação positiva entre reputação corporativa e valor de mercado é coerente com os resultados obtidos por Roberts e Dowling (2002) para o mercado norte-americano.

O modelo com melhor ajustamento apresentou um R^2 ajustado de 0,3309 contra um R^2 ajustado de 0,3147 obtido no modelo sem a variável MABS; e, com a realização do teste F parcial identificamos que a inclusão da variável MABS contribui para a explicação da variação do *Market-to-Book ratio*. Também podemos constatar que, com a exclusão da variável MABS, não houve alteração na significância das demais variáveis, ou seja, variáveis significantes permaneceram no modelo e variáveis que não eram significantes não se tornaram significantes.

Os demais coeficientes obtidos no modelo com melhor ajustamento indicam que:

- O grau de endividamento medido pela variável EX/PL se mostrou positivo e estatisticamente significativo a 1%, conforme a teoria exposta na metodologia. Isso sugere que a variação do grau de endividamento de uma empresa pode possuir relação com a variação do *Market-to-Book ratio*, se adotarmos o ponto de vista de que maior endividamento afeta positivamente o valor da ação, por trazer benefícios fiscais e reduzir custos de agência do fluxo de caixa livre da empresa que não são compensados por maiores custos de falência. Lameira *et al.* (2007) também encontraram relações estatisticamente significativas para esta variável com os dados do período de 2004.

- A razão do endividamento de curto prazo sobre o ativo total, medido pela variável ECP/AT, também não se mostrou estatisticamente significativa, sugerindo que, conforme mencionamos na parte de metodologia, a proporção de endividamento de curto prazo sobre o ativo total não possui, necessariamente, relação negativa com o *Market-to-Book ratio*. Lameira *et al.* (2007) também não encontraram resultados estatisticamente significativos para esta variável.

- O indicador INV/PL se mostrou positivo e estatisticamente significativo a 1%, conforme a teoria exposta na metodologia, sugerindo que as empresas que possuem mais investimentos registrados em seu balanço contábil podem obter maior capacidade de geração de riquezas para seus acionistas. Lameira *et al.* (2007) não encontraram resultados estatisticamente significativos para esta variável com os dados do período de 2004.

- O índice de liquidez não se mostrou estatisticamente significativo, sugerindo que o grau de liquidez da ação de uma empresa não é estatisticamente relevante para explicar variações em seu *Market-to-Book ratio* nesta amostra. Apesar desta variável não ter apresentado multicolinearidade com a variável BETA, conforme mencionado na análise de correlações entre as variáveis independentes, foi gerado um modelo adicional, substituindo a variável BETA por LIQMERC, e esta variável se manteve estatisticamente não significativa, o que não nos permite afirmar que seu efeito possa ter sido capturado por outra variável. Lameira *et al.* (2007) encontraram resultados estatisticamente significativos para esta variável com os dados do período de 2004.

- O índice de *Pay-Out* mostrou-se positivo e estatisticamente significativo a 1%, sugerindo que, conforme a teoria exposta, as empresas que distribuem mais recursos aos acionistas na forma de dividendos possuem maior *Market-to-Book ratio*. Lameira *et al.* (2007) não encontraram relações estatisticamente significativas para esta variável com os dados do período de 2004.

- BETA mostrou-se negativo e estatisticamente significativo a 1%, conforme a teoria exposta na metodologia, sugerindo que as empresas que possuem maior percepção de risco pelo mercado possuem menor *Market-to-Book ratio*. Os resultados de Lameira *et al.* (2007) também indicaram beta como tendo impacto negativo e estatisticamente significativo a 1%.

- Os indicadores de governança corporativa, ADR23, NM e NDGC, se mostraram positivos e estatisticamente significativos a 1%, sugerindo que, conforme a teoria exposta, as empresas que aderem ao programa de ADR nível 2 ou 3, ou ao nível de Novo Mercado (NM), ou a algum dos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) possuem maior *Market-to-Book ratio*. O coeficiente da variável NM também se mostrou superior ao de NDGC, conforme mencionado na teoria. A variável ADR não se mostrou estatisticamente significativa, sugerindo que a participação em programas de ADRs não aumenta necessariamente o valor do *Market-to-Book ratio* de uma empresa, ou que seu efeito já esteja contemplado em outra variável *dummy*. Lameira *et al.* (2007) encontraram resultados estatisticamente significantes apenas para as variáveis ADR e NDGC utilizando dados de 2004.

Em relação ao modelo com as variáveis de Lameira *et al.* (2007), com a replicação do modelo para um período ampliado de 2002 a 2005 em painel ao invés do modelo original somente com dados de 2005, os resultados obtidos foram estatisticamente significativos para todos os coeficientes, indicando que as empresas que aderem a níveis mais elevados de

governança corporativa também possuem maior relação de *Market-to-Book ratio*. No entanto, podemos destacar que o R^2 ajustado obtido, de 0,2631; ele é inferior ao R^2 ajustado obtido no modelo com melhor ajustamento, indicando que a inclusão da variável MABS contribui para a explicar a variação do *Market-to-Book ratio* além dos indicadores de adesão aos níveis de governança corporativa.

4.3 – Discussão e teste de endogeneidade entre MTB e ranking de reputação corporativa

Em nosso modelo, consideramos a variável *Market-to-Book ratio* como dependente de reputação corporativa (MABS). Porém, sempre podemos nos perguntar se o contrário também não seria possível, sendo uma empresa admirada porque seu valor de mercado é elevado. Nesta relação, podemos incorrer no problema de endogeneidade, o qual, conforme Wooldridge (2006) pode ser causado por variáveis omitidas, erro de medida ou simultaneidade. Quando ignorada, a variável endógena acaba sendo correlacionada com o termo erro, fazendo com que o estimador de mínimos quadrados ordinários seja “viesado”.

Para testarmos a existência de endogeneidade, utilizamos o procedimento apresentado por Wooldridge (2006) para o teste de uma única variável explicativa. As etapas foram:

1 – Incluímos na base de dados a variável Tamanho da Empresa (AT) como variável instrumental de MABS, pois o tamanho de uma empresa pode ter relação com sua admiração mas, não necessariamente com seu *Market-to-Book ratio*.

AT_{ij} = Tamanho da empresa i no ano j obtido pelo campo “Ativo Tot|mmm aaaaR\$ Mil” da base de dados da Economática, sendo “mmm aaaa” referente a mês e ano do dado.

2 – Estruturamos um novo modelo reduzido da equação em um Mínimo Quadrado de 2 Estágios (MQ2E), que é utilizado para tratar relações endógenas, utilizando apenas algumas das variáveis, pois procuramos apenas testar a existência de endogeneidade entre as variáveis MABS e MTB.

Modelo de regressão de 2 estágios para teste de endogeneidade:

$$MTB = \beta_0 + \beta_1 MABS + \beta_2 INV/PL + \beta_3 POUT + \beta_4 NM + \varepsilon \quad (13)$$

Sendo a variável MABS representada pelo modelo:

$$\text{MABS} = \pi_0 + \pi_1 \text{INV/PL} + \pi_2 \text{POUT} + \pi_3 \text{NM} + \pi_4 \text{AT} + y_2 \quad (14)$$

3 – Estimamos a equação (14) e obtivemos os resíduos \hat{y}_2 .

4 – Inserimos os resíduos na equação (13) e obtivemos a equação (15):

$$\text{MTB} = \beta_0 + \beta_1 \text{MABS} + \beta_2 \text{INV/PL} + \beta_3 \text{POUT} + \beta_4 \text{NM} + \theta_1 \hat{y}_2 + \varepsilon \quad (15)$$

Conforme os resultados apresentados na Tabela 7, a variável \hat{y}_2 não é estatisticamente significativa, indicando que não há endogeneidade entre as variáveis MABS e *Market-to-Book ratio*.

Tabela 7 – Teste de endogeneidade – Dados em Painel de 2002 a 2005

Variável	Market-to-Book		Market-to-Book	
	Modelo (13) MQ2E		Modelo (15) MQO	
	Coeficiente	p-valor	Coeficiente	p-valor
Constante	-0,6074	0,5201	-0,6074	0,4692
MABS	1,4675	0,0742	1,4675	0,0436
INV_PL	0,2857	0,0000	0,2857	0,0000
POUT	0,0034	0,2143	0,0034	0,1138
NM	2,1846	0,0000	2,1846	0,0000
\hat{y}_2			-0,8714	0,3057
R ²	0,2352		0,3224	
R ² Ajustado	0,2154		0,3022	
Teste F	15,1185	0,0000	15,9958	0,0000

Convém mencionar que os coeficientes obtidos no modelo de MQ2E para as variáveis independentes, exceto \hat{y}_2 , são idênticos aos coeficientes obtidos no modelo MQO. Conforme Wooldrige (2006, p. 477), “é uma maneira fácil de verificar se fizemos a regressão apropriada para o teste de endogeneidade”, o que confirma a correta execução do procedimento.

4.4 – Análise entre períodos

Conforme mencionado na teoria, a reputação corporativa é uma percepção do prestígio de uma empresa, e é pelo menos razoável cogitar-se que esta medida de percepção possa ter seu impacto alterado no *Market-to-Book ratio* das empresas no decorrer dos períodos. Para investigarmos esta possibilidade, a partir do modelo com melhor ajustamento, inserimos variáveis *dummy* para os anos de 2003, 2004 e 2005 (o ano base sendo 2002), tanto para interceptos quanto os coeficientes de inclinação da variável independente (MABS), e procuramos verificar se há alteração de ano para ano através da obtenção dos coeficientes e seus respectivos níveis de significância (p-valores), resultantes do modelo de regressão representado abaixo.

Modelo de regressão para análise entre períodos:

$$\begin{aligned}
 \text{MTB} = & \beta_0 + \beta_1 Y2003 + \beta_2 Y2004 + \beta_3 Y2005 + \beta_4 \text{MABS} + \beta_5 \text{EX/PL} + \beta_6 \text{BETA} + \beta_7 \text{POUT} + \\
 & \beta_8 \text{NM} + \beta_9 \text{NDGC} + \beta_{10} \text{ADR23} + \beta_{11} \text{MABS} * Y2003 + \beta_{12} \text{MABS} * Y2004 + \beta_{13} \text{MABS} * Y2005 \\
 & + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{16}$$

Os resultados da regressão são apresentados na Tabela 8.

Tabela 8 – Resultado da regressão com *dummy* de ano

Variável	Market-to-Book	
	Modelo com melhor ajustamento	
	Coefficiente	p-valor
Constante	-0,2021	0,0000
Y2003	0,3221	0,2718
Y2004	1,1947	0,0857
Y2005	1,4065	0,0985
MABS	0,1849	0,0000
EX_PL	0,0709	0,0000
INV_PL	0,1202	0,0114
POUT	0,0060	0,0001
BETA	-0,3967	0,0000
ADR23	0,7736	0,0000
NM	2,0008	0,0000
NDGC	0,4881	0,0000
MABS*Y2003	0,3429	0,0200
MABS*Y2004	0,3694	0,6115
MABS*Y2005	0,3959	0,5569
R ²	0,4060	
R ² Ajustado	0,3672	
Teste F	10,4557	0,0000

Conforme os resultados apresentados na Tabela 8, podemos identificar que a variável MABS se manteve positiva e estatisticamente significativa a 1%, confirmando novamente a relação entre reputação corporativa e *Market-to-Book ratio* para o ano-base de 2002.

O coeficiente vinculado à interação de variáveis MABS*Y2003 se mostrou positivo e estatisticamente significativo a 5%, sugerindo que o efeito da reputação corporativa no *Market-to-Book ratio* é diferente entre os anos de 2002 e 2003.

Os coeficientes vinculados às interações de variáveis MABS*Y2004 e MABS*Y2005 não são estatisticamente significativos e sugerem que não há diferença no efeito explicativo da variável MABS sobre o *Market-to-Book ratio* em relação ao ano-base de 2002.

O coeficiente da variável Y2003 não se mostrou estatisticamente significativo, sugerindo que não há eventos específicos para o ano de 2003 que expliquem a variação do *Market-to-Book ratio* em relação ao ano-base de 2002. Foi realizado um teste F parcial cujos resultados também sugerem que a inclusão da variável Y2003 não contribui para a explicação da variação do *Market-to-Book ratio* em relação ao ano-base de 2002.

Para as variáveis Y2004 e Y2005 os coeficientes se mostraram positivos e estatisticamente significativos a 10%, sugerindo que, há eventos específicos para estes períodos que contribuem para a explicação da variação do *Market-to-Book ratio* em relação ao ano-base de 2002. O teste F parcial também confirmou que a inclusão destas variáveis contribui para explicar a variação do *Market-to-Book ratio* em relação ao ano-base de 2002.

A análise entre períodos sugere que: (1) o efeito da reputação corporativa sobre o *Market-to-Book ratio* se alterou de 2002 para 2003; (2) existem outros indicadores não contemplados no modelo deste estudo que podem explicar a variação do *Market-to-Book ratio* para o período analisado. Tais sugestões indicam a necessidade de mais investigação, porém, estão além do escopo proposto para este trabalho e são direcionadas para a parte de sugestões para pesquisas futuras.

5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

Destacamos o resultado do teste empírico que, conforme a literatura, sugere que a reputação corporativa pode ser um recurso relevante para uma empresa criar valor para seus acionistas. Este resultado, estatisticamente significativo para uma amostra do mercado acionário brasileiro, é importante porque sugere que as empresas adotem práticas de gestão de boa reputação para que, com isso, possam obter vantagem competitiva sustentável.

Portanto, sugere-se que a gestão da reputação corporativa faça parte do dia-a-dia das principais atividades das empresas, sendo necessário um processo de gestão formal e, em alguns casos, a utilização de planos de ação específicos, conforme Zabala *et al.* (2005).

A gestão da reputação de uma empresa procura coordenar suas frentes de atuação para que possam (1) obter os benefícios potencializados por uma boa reputação perante os *stakeholders* e (2) evitar a subutilização e até o desperdício de recursos.

Uma analogia pode nos ajudar a compreender este argumento:

Da mesma forma que uma casa pode ser construída por tijolos, o valor da reputação corporativa pode ser composto pelo reconhecimento dos *stakeholders*. Porém, uma pilha de tijolos não é uma casa e os reconhecimentos dos *stakeholders* não criam necessariamente valor para uma empresa. Ou seja, existe necessidade de coordenação e gestão destes recursos para que, de fato, a empresa possa obter benefícios.

Conforme Kaplan e Norton (2004), as utilidades dos recursos intangíveis somente se justificam se trouxerem lucro contábil e fluxo de caixa para uma empresa. Porém, isso não significa que a gestão da reputação corporativa pretende precificar valores como honestidade, respeito ou transparência, mas pretende incorporar tais valores ao dia-a-dia das empresas, de forma que seus negócios possam usufruir dos benefícios desta gestão.

Referentemente à gestão da reputação perante os *stakeholders* externos à empresa, Bonini *et al.* (2009) mencionam que uma empresa deve zelar por sua reputação corporativa mantendo-se em constante comunicação com diversos públicos e priorizando (1) entender o consumidor além das preferências do produto, procurando identificar também suas atitudes políticas; (2) transparência máxima possível; e (3) uma área de relações públicas que seja bidirecional para capturar as percepções dos *stakeholders*. A importância de se monitorar as percepções dos *stakeholders* também é reforçada por Gardberg (2006), que ao realizar pesquisas com *focus groups* identificou que alguns os constructos de reputação corporativa

podem mudar, o que pode implicar em diferentes maneiras de se obter benefícios para a empresa em diferentes públicos.

Quanto à sustentabilidade, convém mencionar a crescente importância que o tema tem apresentado e que, possivelmente, trará novos impactos na percepção da reputação corporativa e nas regulamentações institucionais. Mudanças no ambiente institucional podem conduzir as principais empresas de um setor a se reposicionarem coletivamente, conforme Winn *et al.* (2008), que estudaram o reposicionamento dos setores de exploração de salmão e exploração florestal do estado de British Columbia no Canadá. Convém mencionar que (1) empresas com menor reputação podem perder valor e ser alvos de aquisições, e (2) empresas com má reputação podem ter sérios problemas de desempenho porque sua má reputação pode acarretar em perda de fluxo de caixa, em decorrência de ações judiciais, queda de vendas, entre outras reações dos *stakeholders*.

Referentemente aos indicadores de governança corporativa, não é possível afirmar que o indicador de reputação corporativa substitui os indicadores de adesão aos níveis mais elevados, para o período analisado, porque alguns coeficientes se mostraram estatisticamente significativos. Uma possível explicação consiste na utilização de adesões aos níveis elevados como forma de “atestado externo” para compensar níveis menores de reputação corporativa e obter maior reconhecimento de valor pelo mercado. No entanto, é possível que novas regras de governança corporativa possam convergir para boas práticas de reputação corporativa.

Quanto aos demais resultados, apesar da variável MABS ser positiva e estatisticamente significativa para explicar a variação do *Market-to-Book ratio*, não é possível afirmar que as empresas exploram o máximo de benefício que sua reputação pode lhes proporcionar.

Algumas questões surgiram com este estudo e são direcionadas para a parte de sugestões de estudos futuros, para serem verificadas com novos indicadores. A seguir listamos algumas:

1. Para uma empresa maximizar seu valor, basta ter uma boa reputação corporativa, aderir a níveis mais elevados de governança corporativa e controlar os demais fatores mencionados neste estudo?
2. Por que empresas com boa reputação corporativa não obtiveram altos índices de *Market-to-Book ratio*? O que lhes faltou?
3. Por que empresas com menor reputação corporativa obtiveram altos índices de *Market-to-Book ratio*? Como compensaram?

Para as variações entre os períodos de 2002 a 2005, procuramos identificar eventos específicos neste período que possam ter influenciado o *Market-to-Book ratio* das companhias abertas no Brasil e que talvez possam nos fornecer possíveis explicações.

Conforme matéria de Grabois (2007), o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) apurou uma variação no Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil de +2,7% em 2002, +1,1% em 2003, +5,7% em 2004, e +2,9% em 2005. Também foi verificado que o Ibovespa, principal índice do mercado acionário brasileiro, teve uma alta de 146,4% no período analisado, conforme dados da Economática e apresentado na Tabela 9.

Tabela 9 – Variação do Ibovespa de 2002 a 2005

Data	Ibovespa (pts)	Variação anual
28/12/2001	13.577	
30/12/2002	11.268	-17,01%
30/12/2003	22.236	97,34%
30/12/2004	26.196	17,81%
29/12/2005	33.455	27,71%
Variação de 28/12/2001 a 29/12/2005		146,4%

Uma possível explicação para que existam diferenças entre os anos, conforme apresentado nos resultados da Tabela 8 (especialmente no caso da significância estatística da variável MABS*Y2003), talvez seja a ocorrência de alterações nas condições do mercado, como a variação do Ibovespa apresentada na Tabela 9. Dessa forma, maiores valores de fluxos de caixa descontados passaram a ser incorporados nos preços das ações a partir de 2003. Com isso, o nível do valor de mercado de uma empresa também poderia ser função do nível geral de preços do mercado, ajustado por seu coeficiente beta, como, por exemplo, em decorrência de uma expectativa de maior crescimento da economia. No entanto, são suposições que precisam ser testadas com novos indicadores que contribuam para a explicação da variação do *Market-to-Book ratio*.

5.1 – Limitações do estudo

Os efeitos mensurados são válidos para o nível corporativo das empresas conforme escopo da ação negociada. A utilização de valores de mercado restringe o estudo a empresas de capital aberto negociadas em bolsa e, obviamente, impede que sejam consideradas unidades de negócios, já que as ações negociadas são da empresa consolidada.

A amostra não contempla as empresas negociadas em bolsa que não possuem pontuação de *ranking* setorial, como, por exemplo, o setor de geração de energia elétrica, que não foi abordado pelos realizadores da pesquisa “As Empresas Mais Admiradas do Brasil”; e as empresas que não possuem concorrentes comparáveis em seu setor de atuação no mercado brasileiro, como, por exemplo, a Petrobras, empresa do setor petroquímico, e a Embraer, empresa fabricante de aeronaves. Estas empresas foram descartadas porque não permitem testar a relação proposta na hipótese.

As empresas que possuem valor negativo de Patrimônio Líquido ou índices de *Pay-Out* negativos também não puderam ser contempladas neste estudo, porque sua inclusão acarretaria em distorções nos resultados calculados.

Os resultados são válidos para o período de 2002 a 2005, conforme a disponibilidade da amostra.

5.2 – Sugestões para pesquisas futuras

Sem dúvida, a literatura sobre o tema reputação corporativa não foi esgotada e oferece um elevado potencial para mais pesquisas sobre este assunto, conforme pode ser verificado nas diversas vertentes de publicações. A seguir mencionamos as principais sugestões que podem ser interessantes em estudos futuros que abordem a relação entre a reputação corporativa e a geração de valor para a empresa.

- Replicar a pesquisa para unidades de negócios. Os indicadores de reputação e valor de mercado podem ser adaptados para subdivisões de uma empresa. Apesar das subdivisões não possuírem ações negociadas em bolsa, existem técnicas que possibilitam a avaliação de seu valor.

- Replicar para setores não contemplados na amostra, como, por exemplo, o setor de geração de energia elétrica, para que se possa conhecer se a relação também é válida para estes setores.
- Para as empresas que possuem valor de Patrimônio Líquido negativo ou índice de *Pay-Out* negativo, há a necessidade de se desenvolver modelos alternativos que permitam testar a relação entre reputação corporativa e geração de valor para os acionistas.
- O estudo pode ser replicado em períodos diferentes para que o efeito da reputação corporativa sobre o valor de mercado das companhias abertas brasileiras seja conhecido além dos anos de 2002, 2003, 2004 e 2005, além de permitir a identificação de eventuais alterações em seu efeito no decorrer de diferentes períodos como pode ser observado de 2002 para 2003 neste estudo.
- A pesquisa também pode ser replicada com outros indicadores de reputação corporativa para que se possa conhecer se existe diferença nos resultados conforme o constructo do indicador. Apesar de Fombrun (1996) mencionar que o ranking utilizado neste estudo é um dos melhores publicamente disponíveis, existe a possibilidade de que outros indicadores possam mensurar melhor a reputação de uma empresa.
- Replicar a pesquisa em determinados grupos. Conforme o segmento de interesse, o efeito da reputação pode ser diferente e pode auxiliar as empresas a direcionarem melhores esforços para melhorar sua reputação e seu *Market-to-Book ratio*. Por exemplo, empresas voltadas para exportação.
- Incluir novos indicadores que capturem efeitos adicionais ao da reputação corporativa e que contribuam para explicar a maximização do *Market-to-Book ratio*. Apesar desse estudo sugerir que a reputação corporativa é estatisticamente significativa para explicar a variação do *Market-to-Book ratio*, ainda não é suficiente para explicar sua maximização. Conforme mencionado no referencial teórico, para as empresas que objetivam lucro, uma boa reputação corporativa não é um retorno em si mesmo.

REFERÊNCIAS

ACADEMY of Management – Annual Meeting 2009. Disponível em: <<http://www.aomonline.org>>. Acesso em: 03 Mar. 2010 às 17:00hs.

BARNETT, Michael L.; JERMIER, John M.; LAFFERTY, Barbara A. Corporate Reputation: The Definitional Landscape. **Corporate Reputation Review**, Vol. 9, No. 1 (2006), pp. 26–38.

BARNEY, Jay B. **Gaining and sustaining competitive advantage**. 3rd ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2002.

BERENS, Guido; VAN RIEL, Cees B.M. Corporate Associations in the Academic Literature: Three Main Streams of Thought in the Reputation Measurement Literature. **Corporate Reputation Review**, Vol. 7, No. 2 (2004), pp. 161–178.

BONINI, Sheila; COURT, David; MARCHI, Alberto. Rebuilding corporate reputations. **The McKinsey Quarterly**; June 2009.

BREALEY, Richard A; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. São Paulo: Mc Graw Hill, 2008.

BRITO, Elaine. Reputação e desempenho: uma análise empírica no setor bancário. **E & G Economia e Gestão**, Belo Horizonte, Vol. 5, No. 11, dez (2005), pp. 117-142.

CARTA CAPITAL: **AS EMPRESAS MAIS ADMIRADAS NO BRASIL**. São Paulo: Carta Editorial. Edição especial, 2002.

CARTA CAPITAL: **AS EMPRESAS MAIS ADMIRADAS NO BRASIL**. São Paulo: Carta Editorial. Edição especial, 2003.

CARTA CAPITAL: **AS EMPRESAS MAIS ADMIRADAS NO BRASIL**. São Paulo: Carta Editorial. Edição especial, 2004.

CARTA CAPITAL: AS EMPRESAS MAIS ADMIRADAS NO BRASIL. São Paulo: Carta Editorial. Edição especial, 2005.

CHUNG, Kee H; PRUITT, Stephen W. A Simple Approximation of Tobin's q. **The Journal of the Financial Management Association**; Vol. 23, No. 3, Autumn (1994), pp. 70-74.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Economica, New Series**, Vol. 4, No. 16, Nov. (1937), pp. 386-405.

COURTRIGHT, Jeffrey L.; SMUDDE, Peter M. Leveraging Organizational Innovation for Strategic Reputation Management. **Corporate Reputation Review**, Vol. 12, No. 3, (2009) pp. 245–269.

DAMODARAN, Aswath; YAMAMOTO, Sonia Midori (Trad.); ALVIM, Marcelo Arantes (Trad.). **Avaliação de empresas**. 2ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAVIES, Gary; CHUN, Rosa; DA SILVA, Rui Vinhas; ROPER, Stuart. The Personification Metaphor as a Measurement Approach for Corporate Reputation. **Corporate Reputation Review**, Vol. 4, No 2, Summer (2001), pp. 113-127.

DOLLINGER, Marc J.; GOLDEN, Peggy A.; SAXTON, Todd. The effect of reputation on the decision to Joint Venture. **Strategic Management Journal**, Vol. 18, No 2, (1997), pp. 127–140.

DOMENEGHETTI, Daniel e MEIR, Roberto. **Ativos Intangíveis**, o real valor das empresas. 2a. ed. Editora Campus/Elsevier, 2009.

DOWLING, Grahame. How Good Corporate Reputations Create Corporate Value. **Corporate Reputation Review**, Vol. 9, No. 2, (2006) pp. 134-143.

DURÃO, Vera Saavedra e ROCHA, Janes. Novo Mercado? Não, obrigado. **Valor Econômico**, 16 de novembro de 2009.

DYER, Jeffrey H. Effective Interfirm Collaboration: How Firms Minimize Transaction Costs and Maximize Transaction Value. **Strategic Management Journal**, Vol. 18, No. 7, Aug.(1997), pp. 535-556.

ERNST & YOUNG.; FIPECAFI- FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, Atuariais e Financeiras, USP. **Manual de normas internacionais de contabilidade: IFRS versus normas brasileiras**. São Paulo: Atlas, 2009.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Centro de Pesquisas em Administração**, São Paulo, Vol. 07, No. 4, outubro/dezembro (2000), pp. 27-43.

FOMBRUN, C. J. List of Lists: A Compilation of International Corporate Reputation Ratings. **Corporate Reputation Review**, Vol. 10, No. 2, (2007) pp. 144–153.

FOMBRUN, C. J. **Reputation: Realizing Value from the Corporate Image**. Harvard Business School Press: Boston, MA (1996).

FOMBRUN, C. J.; VAN RIEL, C. B. M.. The Reputational Landscape. **Corporate Reputation Review**, Vol. 1, No 1, (1997), pp. 5-13.

FRIEDMAN, Barry A. Human Resource Management Role Implications for Corporate Reputation. **Corporate Reputation Review**, Vol. 12, No. 3, (2009), pp. 229–244.

GARDBERG, Naomi A. Reputatie, Reputation, Réputation, Reputazione, Ruf: A Cross-Cultural Qualitative Analysis of Construct and Instrument Equivalence. **Corporate Reputation Review**, Vol. 9, No. 1, (2006) pp. 39-61.

GEPPERT, John; LAWRENCE, Janice E. Predicting firm reputation through content analysis of shareholders' letter, **Corporate Reputation Review**, Vol. 11, No. 4, (2008) pp. 285-307.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GRABOIS, Ana Paula. Nova metodologia do IBGE eleva variação do PIB de 2002 a 2005. **UOL Economia** 21/03/2007, Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/economia/ultnot/valor/2007/03/21/ult1913u66380.jhtm>>. Acesso em: 14 Mar. 2010 às 16:00hs.

HALL, Richard. The Strategic Analysis of Intangible Resources. **Strategic Management Journal**, Vol. 13, No. 2, Feb. (1992), pp. 135-144.

HELM, Sabrina. The Role of Corporate Reputation in Determining Investor Satisfaction and Loyalty. **Corporate Reputation Review**, Vol. 10, No. 1 (2007), pp. 22–37.

JAGT, Ron van der. Senior Business Executives See Communication and Reputation as a Crucial Part of Their Leadership Role. **Corporate Reputation Review**, Vol. 8, No. 3, (2005), pp. 179–186.

JARMON, Randall. Reputation's Effect on Pricing Power: The Importance of Strategy. **Corporate Reputation Review**, Vol. 12, No. 3, (2009), pp. 281–296.

KAPLAN, Robert S.; NORTON, David P. Measuring the Strategic Readiness of Intangible Assets. **Harvard Business Review**, February (2004), pp. 52-63.

KOTLER, Philip. **Administração de Marketing**. 10a. ed. Prentice Hall, 2000.

LAMEIRA, Valdir de Jesus; NESS JUNIOR, Walter Lee; MACEDO-SOARES, T. Diana L. van Aduard de. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **RAUSP**, Vol.42, No.1, jan./fev./mar. (2007), pp. 64-73.

LEV, Baruch. **Intangibles: Management, Measurement, and Reporting**. Washington Brookings, 2001.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Miller. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. **The Journal of Business**, Vol. 34, No. 4, Oct. (1961), pp. 411-433.

PELOZA, John; PAPANIA, Lisa. The Missing Link between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Stakeholder Salience and Identification. **Corporate Reputation Review**, Vol. 11, No. 2 (2008), pp. 169–181.

PETERAF, Margareth A. The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View. **Strategic Management Journal**, Vol. 14, No. 3 (1993) pp. 179-191.

ROBERTS, Peter W.; DOWLING, Grahame R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. **Strategic Management Journal**, Vol. 23, No. 12, Dec. (2002), pp. 1077-1093.

SCHWAIGER, Manfred. Components and Parameters of Corporate Reputation – an Empirical Study. **Schmalenbach Business Review**, Vol. 56, January (2004), pp. 46-71.

STEWART, Thomas A.; RODRIGUES, Ana Beatriz (Trad.); CELESTE, Priscilla Martins (Trad.). **Capital intelectual: a nova vantagem competitiva das empresas**. 9ª Ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

TEECE, David J.; PISANO, Gary; SHUEN, Amy. Dynamic Capabilities and Strategic Management. **Strategic Management Journal**, Vol. 18, No. 7, Aug. (1997), pp. 509-533.

THE, Chang Chuan, KAYO, Eduardo Kazuo; KIMURA, Herbert. Marcas, Patentes e Criação de Valor. **RAM – REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO MACKENZIE**. Vol 9, No. 1, (2008), pp. 86-106.

THOMAZ, Jose Carlos; BRITO, Eliane Pereira Zamith. Reputação Corporativa: Construtos Formativos e Implicações para a Gestão. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, Vol. 14, No. 2, art. 3, Mar./Abr. (2010), pp. 229-250.

VANCE, Patricia de Salles; DE ÂNGELO, Claudio Felisoni; Reputação corporativa: uma revisão teórica. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, Vol. 14, No. 4, outubro/dezembro, 2007, pp. 93-108.

VILLALONGA, Belén. Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. **Journal of Economic Behavior & Organization**. Vol. 54 (2004) pp. 205–230.

WEIGELT, Keith; CAMERER, Colin. Reputation and Corporate Strategy: a review of recent theory and applications. **Strategic Management Journal**, Vol. 9, (1988), pp. 443-454.

WERNERFELT, Birger. A Resource-based View of the Firm. **Strategic Management Journal**; Vol. 5, No. 2, Apr-Jun (1984), pp. 171-180.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

WILLIAMSON, Oliver E. Strategizing, economizing, and economic organization. **Strategic Management Journal**; Vol. 12, Winter (1991), pp. 75-94.

WINN, Monika I.; MACDONALD, Patricia; ZIESTMA, Charlene. Managing Industry Reputation: The Dynamic Tension Between Collective And Competitive Reputation Management Strategies. **Corporate Reputation Review**, Vol. 11, No. 1, (2008), pp. 35–55.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

YU, Tieying; LESTER, Richard H. Moving Beyond Firm Boundaries: A Social Network Perspective on Reputation Spillover. **Corporate Reputation Review**, Vol. 11, No. 1, (2008) pp. 94–108.

ZABALA, Ignacio et al. Corporate Reputation in Professional Services Firms: 'Reputation Management Based on Intellectual Capital Management. **Corporate Reputation Review**, Vol. 8, No. 1, (2005), pp. 59–71.

APÊNDICES

Apêndice A – Pesquisa “As Mais Admiradas do Brasil”

A pesquisa “As Empresas Mais Admiradas do Brasil” foi realizada pela empresa TNS/Interscience, instituto de pesquisa com presença em diversos países, através de telefonemas para cerca de 1000 executivos de 50 setores da economia, de maneira similar à pesquisa “As Empresas Mais Admiradas da América” da revista *Fortune* (*Fortune America's Most Admired Corporations – AMAC*).

Os executivos entrevistados elegem o ranking referente ao seu próprio setor através da votação no concorrente que mais admiram e também elegem uma empresa de qualquer setor no ranking geral. Neste estudo, preferimos utilizar apenas o ranking setorial por refletir a opinião de executivos mais familiarizados com as características dos ramos em que atuam.

Além do ranking de admiração, os respondentes elegem a importância dos fatores-chave relacionados ao setor, enumerando as opções: respeito pelo consumidor, ética, qualidade de produtos e serviços, responsabilidade social, qualidade da gestão, notoriedade, compromisso com recursos humanos, responsabilidade ambiental, inovação, solidez financeira, compromisso com o país e capacidade de competir globalmente, que são fatores semelhantes à composição da reputação corporativa; portanto, pressupomos que as empresas melhor posicionadas no ranking de admiração são as que mais zelam pelos fatores-chave priorizados.

O fato de a pesquisa ser realizada por um instituto com experiência e reconhecimento do mercado permite que as taxas de resposta sejam superiores às de questionários enviados de forma independente; por sua vez, a coleta de dados através de contato telefônico permite validação e monitoramento do público respondente com maior precisão. Porém, uma verificação externa não é permitida devido ao acordo de confidencialidade entre o instituto e os respondentes.

A pesquisa é realizada no Brasil desde 1997 e os resultados oficiais são divulgados pela revista Carta Capital. A publicidade é amplamente divulgada pela mídia, principalmente pelos canais de comunicação das áreas de Relações com Investidores das companhias listadas na BM&FBovespa. Por se tratar de uma pesquisa cujos resultados são amplamente divulgados, supõe-se que empresas com má reputação sejam inibidas de receberem premiações ou destaques.

Além da publicação na mídia, há um evento de premiação, que em 2008 contou com a presença do Presidente da República Federativa do Brasil, Luiz Inácio Lula da Silva, e do Governador do Estado de Minas Gerais, Aécio Neves, cujas imagens políticas supomos que não gostariam de vincular a empresas de má reputação.

Conforme Fombun (1996), esta pesquisa é um dos melhores indicadores de reputação corporativa disponíveis publicamente, o que nos permite utilizá-la como variável *proxy* para a real reputação corporativa já que, segundo Wooldridge (2006), a utilização de variáveis *proxy* pode resolver ou pelo menos aliviar o problema de viés de variáveis não observáveis.