



IZABELA PARANAÍBA CALEGARI

**OS EFEITOS DA REPUTAÇÃO CORPORATIVA NO CUSTO DE
CAPITAL PRÓPRIO EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS**

BRASÍLIA-DF

2014

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB

Reitor:

Professor Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo

Vice-Reitor:

Professor Doutora Sônia Nair Bão

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação:

Professor Doutor Jaime Martins de Santana

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade:

Professor Doutor Roberto de Goés Ellery Junior

Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais:

Professor Mestre Wagner Rodrigues dos Santos

**Coordenador Geral do Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós Graduação
em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN**

Professor Doutor Rodrigo de Souza Gonçalves

IZABELA PARANAÍBA CALEGARI

**OS EFEITOS DA REPUTAÇÃO CORPORATIVA NO CUSTO DE
CAPITAL PRÓPRIO EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS**

Dissertação submetida à apreciação da banca examinadora do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UEPB/UFRN), como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Rodrigo de Souza Gonçalves, Dr.

Área de Concentração: Mensuração Contábil

Linha de Pesquisa: Impactos da Contabilidade na Sociedade

BRASÍLIA-DF

2014

Divisão de Serviços Técnicos
Catalogação da Publicação na Fonte. UnB / Biblioteca Central

Calegari, Izabela Paranaíba.

Os Efeitos da Reputação Corporativa no Custo de Capital Próprio em Empresas Brasileiras Listadas / Izabela Paranaíba Calegari. – Brasília, DF, 2014.
87 f.

Orientador: Prof. Rodrigo de Souza Gonçalves, Dr.

Dissertação (mestrado) – Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Atuariais – FACE. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UEPB/UFRN).

1. Custo de Capital Próprio – Dissertação. 2. Reputação Corporativa – Dissertação. 3. Índice de Sustentabilidade Empresarial. 4. As Melhores da Dinheiro. 5. Programas Sociais – Dissertação. 6. Mercado de Capitais – Dissertação. I. GONÇALVES, Rodrigo de Souza. II. Universidade de Brasília. III. Universidade Federal da Paraíba. IV. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. V. Título.

IZABELA PARANAÍBA CALEGARI

**OS EFEITOS DA REPUTAÇÃO CORPORATIVA NO CUSTO DE
CAPITAL PRÓPRIO EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS**

Dissertação submetida à apreciação da banca examinadora do Programa de Mestrado Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN), como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 31/03/2014

Prof. RODRIGO DE SOUZA GONÇALVES
Orientador

Prof. Dr. ANDRÉ LUIZ MARQUES SERRANO
Membro Externo

Prof. Dr. JOMAR MIRANDA RODRIGUES
Membro Interno Não Vinculado

BRASÍLIA-DF

2014

AGRADECIMENTOS

Agradeço principalmente a Deus, que esteve sempre comigo me guardando e me dando forças para enfrentar as provações.

Agradeço ao meu esposo, que esteve comigo em todos os momentos me apoiando a continuar.

Agradeço à minha família e amigos, que me ouviram e me deram esperança quando mais precisava.

Agradeço ao meu orientador que me aconselhou com sábias palavras.

Agradeço aos meus colegas de mestrado e professores que compartilharam comigo seus conhecimentos.

*“ ‘Basta-te minha graça, porque é na fraqueza que se revela totalmente a minha força’.
Portanto, prefiro gloriar-me das minhas fraquezas, para que habite em mim a força de Cristo”.*
2 Cor 12, 9

RESUMO

As empresas buscam legitimizar suas atividades frente aos *stakeholders* através da divulgação de informações sociais. A reputação corporativa surge como representação da avaliação dos usuários a respeito das ações da empresa. Assim tais ações podem aumentar o capital reputacional e reduzir os riscos inerentes à atividade. A partir desse conceito, este estudo tem por objetivo verificar se a reputação corporativa contribui para um menor custo de capital próprio das empresas brasileiras de capital aberto. A reputação corporativa é um conjunto de percepções de diferentes *stakeholders*, para tanto utilizou-se o Índice de Sustentabilidade Empresarial para captar percepções de investidores, agentes do meio ambiente, auditores independentes e organizações de finalidade pública; o *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro para captar percepções de analistas de mercado, e o Índice de *Social Disclosure*, elaborado por Gonçalves, De Medeiros e Gonçalves (2012), para captar percepções dos investidores e usuários externos. Quanto ao custo de capital próprio, o modelo utilizado foi o modelo de Gordon, que utiliza a previsão de investidores e estima com mais robustez o custo de capital esperado e o prêmio pelo risco implícito, quando utilizado em companhias com crescimento estável. Para tanto, foram analisadas 56 empresas presentes no Ibovespa no período de 2008 a 2012. Os resultados evidenciam que as métricas de reputação corporativa utilizadas contribuem de forma distinta o custo de capital próprio, ou seja, as métricas de reputação corporativa Índice de Sustentabilidade Empresarial e Índice de *Social Disclosure* contribuem para a redução do custo de capital, e o *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro contribui positivamente com o custo de capital próprio.

Palavras-chave: Custo de capital próprio. Reputação corporativa. Índice de Sustentabilidade Empresarial. As Melhores da Dinheiro. Programas sociais. Mercado de capitais.

ABSTRACT

Companies look for legitimize their activities in front of stakeholders by disclosing social information. The corporate reputation arises as a representation of the assessment of stakeholders regarding the stocks company. Thus, such actions can increase the reputational capital and reduce the risks inherent in the activity. Based on this concept, this work aims to verify whether the corporate reputation contributes to a lower cost of equity of Brazilian public companies. As corporate reputation is a set of perceptions of different stakeholders, we used: i) the Corporate Sustainability Index to capture perceptions of investors, environmental agents, auditors and public purpose organizations; ii) the ranking of the magazine's As Melhores da Dinheiro to capture perceptions of market analysts and; iii) the Social Disclosure Index developed by Gonçalves, De Medeiros e Gonçalves (2012) to capture investor perceptions and external stakeholders. For the cost of equity, the Gordon model was used, which uses prediction investors and more robustly estimates the cost of capital and the expected risk premium implied by, when used in companies with stable growth. Therefore, 56 companies present were analyzed in Bovespa in the years 2008-2012. The results show that the metrics of corporate reputation Corporate Sustainability Index and Social Disclosure Index negatively contributes to the cos of capital, and the ranking of the magazine's As Melhores da Dinheiro contributes positively to the cost of equity.

Keywords: Cost of equity. Corporate Reputation. Corporate Sustainability Index. As Melhores da Dinheiro. Social programs. Stock Market.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Questões/ Eventos e Legitimidade da Empresa.....	22
Figura 2 – Relação entre as ações de responsabilidade social e o custo de capital.....	31

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Empresas da amostra listadas ou não no Índice de Sustentabilidade Empresarial.....	48
Gráfico 2 – Empresas da amostra incluídas ou não no <i>ranking</i> da revista As Melhores da Dinheiro.....	49

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Índice de <i>Social Disclosure</i>	43
Quadro 2 – Resumo das Variáveis de Controle.....	45
Quadro 3 – Nível de evidenciação das empresas da amostra.....	50
Quadro 4 – Nível de evidenciação total por categoria no período de 2008 a 2012.....	52
Quadro 5 – Nível de evidenciação total por setor no período de 2008 a 2012.....	54
Quadro 6 – Interação entre as métricas da Reputação Corporativa.....	55
Quadro 7 – Resultados esperados e observados do Custo de Capital Próprio e variáveis independentes.....	65

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Empresas componentes na amostra no final de cada ano.....	36
Tabela 2 – Custo de Capital Próprio médio das empresas listadas e não listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial.....	56
Tabela 3 – Custo de Capital Próprio médio das empresas listadas e não listadas no <i>ranking</i> da revista As Melhores da Dinheiro.....	57
Tabela 4 – Custo de Capital Próprio médio das empresas quanto ao nível de evidenciação por quartil do Índice de <i>Social Disclosure</i>	58
Tabela 5 – Interação das métricas de Reputação Corporativa quanto ao Custo de Capital Próprio.....	59
Tabela 6 – Matriz de correlação das variáveis do modelo.....	62
Tabela 7 – Teste de <i>Hausman</i> para o modelo com efeito aleatório.....	62
Tabela 8 – Modelo estimado com dados em painel com efeitos fixos, corrigido pelo MQP, para variável dependente Custo de Capital Próprio.....	64

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS.....	10
LISTA DE GRÁFICOS.....	11
LISTA DE QUADROS.....	12
LISTA DE TABELAS.....	13
1. INTRODUÇÃO.....	16
1.1 OBJETIVOS.....	18
1.2 JUSTIFICATIVA.....	18
1.3 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO.....	19
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	21
2.1 REPUTAÇÃO CORPORATIVA.....	21
2.1.1 Legitimidade e Reputação Corporativa.....	21
2.1.2 Reputação Corporativa – Aspectos Conceituais.....	24
2.1.3 Mensuração da Reputação Corporativa.....	25
2.2 ESTIMAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	28
2.2.1 Formas de estimação do custo de capital próprio e os problemas apresentados.....	28
2.3 REPUTAÇÃO CORPORATIVA, RISCO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	31
3 PERCURSO METODOLÓGICO.....	35
3.1 NATUREZA E TIPO DE PESQUISA.....	35
3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA.....	36
3.3 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO A PREÇO CORRENTE (CCP).....	36
3.4 MODELO E VARIÁVEIS ESTATÍSTICAS E ECONOMÉTRICAS.....	39
3.4.1 Variável independente: Reputação Corporativa.....	39
3.4.2 Variáveis de controle.....	43
3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	46

4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	47
4.1 ANÁLISE DAS MÉTRICAS DE REPUTAÇÃO CORPORATIVA.....	47
4.2 RELAÇÃO DAS MÉTRICAS DE REPUTAÇÃO CORPORATIVA E O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO A PREÇO CORRENTE.....	56
4.3 REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL: REPUTAÇÃO CORPORATIVA E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	62
5 CONCLUSÕES.....	69
REFERÊNCIAS.....	72
APÊNDICE A – Relação das companhias da amostra por setores de atuação segundo a classificação proposta pela BM&FBovespa.....	83
APÊNDICE B – Descrição em categorias de cada item do Índice de <i>Social Disclosure</i> (GONÇALVES, DE MEDEIROS e GONÇALVES, 2012).....	84

1. INTRODUÇÃO

Durante a década de 1960, surgiram os programas sociais desenvolvidos pelas companhias em resposta às pressões de movimentos sociais em diversos países (SEIDLER e SEIDLER, 1975). Nessa conjuntura, Ramanatan (1976, p. 521) publicou um artigo sobre a teoria da Contabilidade Social Corporativa, definindo que seu objetivo é “tornar disponível de maneira ótima, para todos os componentes sociais, informações relevantes sobre os objetivos, políticas, programas e desempenho da empresa e suas contribuições para objetivos sociais”¹. A Contabilidade Social é descrita por Estes (1985) como uma área da contabilidade desenvolvida durante os anos 1970 para mensurar e demonstrar o impacto total do negócio na sociedade, incluindo efeitos como poluição, discriminação, segurança do produto e efeitos financeiros e/ou a natureza e impacto das atividades socialmente responsáveis da companhia.

Em 1972, a ONU – Organização das Nações Unidas realizou em Estocolmo a Conferência das Nações Unidas sobre o meio ambiente. Sendo o objetivo principal da reunião a atenção especial para as organizações que o ser humano se prepara para viver em harmonia com o meio ambiente (ONU, 1972).

A divulgação voluntária das informações sociais busca evidenciar atividades e objetivos das empresas de modo a legitimar suas ações, além de transmitir aos usuários a visão responsável da empresa (SANCOVSCHI e SILVA, 2006). A busca da legitimidade da atividade por meio da divulgação de informações sociais tange a questão da reputação corporativa, de forma que ela é a representação do resultado das ações da empresa (FOMBRUN e SHANLEY, 1990).

A reputação corporativa não é somente a imagem da companhia, ela abarca a visão de todos os *stakeholders* a respeito da companhia (DAVIES *et al*, 2001). Como a reputação corporativa é o resultado das ações da empresa, a avaliação das informações ambientais e sociais, evidenciadas voluntariamente nos relatórios da companhia influencia a reputação corporativa (ROBERTS e DOWLING, 2002), e conseqüentemente reduz a assimetria e o risco, e aumenta seu valor de mercado (HERREMANS, AKATHAPORN e McINNES, 1993).

Segundo Machado Filho e Zylbersztajn (2003), as ações sociais e ambientais aumentam o capital reputacional gerando oportunidades para a empresa e reduzindo riscos.

¹ *An objective of corporate social accounting is to make available in an optimal manner, to all social constituents, relevant information on a firm's goals, policies, programs, performance and contributions to social*

Assim, as ações socioambientais realizadas pela empresa buscam reforçar o vínculo entre a companhia e a comunidade, de forma que a construção do capital reputacional melhora a comunicação com os usuários e minimiza o custo de capital (FOMBRUN, GARDBERG e BARNETT, 2000; QUAZI e O'BRIEN, 2000).

Apesar das atividades sociais e ambientais buscarem aumentar o capital reputacional, Fombrun, Gardberg e Barnett (2000) explicam que existe o risco reputacional intrínseco, ou seja, a possibilidade de ganho ou perda de capital reputacional. Machado Filho e Zylbersztajn (2003) verificaram que as ações de responsabilidade social das empresas estão voltadas para atender às pressões ambientais, quanto às atividades das empresas, e quanto ao aspecto social, em relação à política de recursos humanos, assegurando a minimização de riscos reputacionais.

Roberts e Dowling (2002), Lourenço e Schoroder (2003) e Brammer e Pavelim (2006) corroboraram com a afirmativa de Fombrun, Gardberg e Barnett (2000) de que existe uma relação positiva entre a reputação corporativa e o desempenho financeiro. Outros autores, como Richardson, Welker e Hutchinson (1999), Machado Filho e Zylbersztajn (2003) e Cruz e Lima (2010), acrescentam que a divulgação de informações voluntárias nos relatórios anuais e socioambientais reflete na reputação corporativa e que posteriormente diminui o custo de capital próprio.

Como a relação entre reputação corporativa e custo de capital próprio é controversa, pois alguns autores afirmam existir uma relação positiva (BOTOSAN e PLUMLEE, 2001; LOPES e ALENCAR, 2010), outros autores uma relação negativa (HERREMANS, AKATHAPORN e McINNES, 1993; HAMMOND e SLOCUM Jr., 1996; BOTOSAN, 1997; HAIL, 2002) e outros declaram não haver relação entre o custo de capital próprio e a reputação corporativa (NEVILLE, BELL e MENGÜÇ, 2005; ROVER e SANTOS, 2013; BATSMAN e GEISER, 2013), esta pesquisa busca responder: **A reputação corporativa contribui para um menor custo de capital próprio de empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa?**

1.1. OBJETIVOS

Considerando-se o problema de pesquisa, este estudo busca verificar a relação entre a reputação corporativa e o custo de capital próprio, ou seja, quanto melhor a reputação corporativa, menor o custo de capital próprio.

Para que este objetivo seja alcançado foram traçados os seguintes objetivos específicos:

- Identificar a métrica capaz de captar o custo de capital próprio pelo preço corrente;
- Definir os indicadores de reputação corporativa e as variáveis de controle; e
- Testar a relação entre reputação corporativa e custo de capital próprio a preço corrente.

1.2. JUSTIFICATIVA

A relação entre reputação corporativa, risco e custo de capital próprio é complexa (ROSE e THOMSEN, 2004), pois como a reputação corporativa é um conjunto de percepções de diferentes *stakeholders* (FOMBRUN, 1996), captá-la é uma tarefa árdua. Este estudo é relevante por apresentar um conjunto de percepções de diferentes *stakeholders* em relação à reputação corporativa e como ela se relaciona com o custo de capital próprio.

Os estudos de Herremans, Akathaporn e McInnes (1993), Roberts e Dowling (2002), e Brammer e Pavelin (2006), entre outros, mensuraram a reputação corporativa somente por uma métrica – o *ranking* de revistas especializadas, como a *Fortune* e a *Management Today*.

Métricas igualmente relevantes, como o Índice de Sustentabilidade Empresarial (CRUZ e LIMA, 2010; ALMEIDA-SANTOS *et al*, 2012) e o Índice de *Social Disclosure* (RICHARDSON, WELKER e HUTCHINSON, 1999; MACHADO FILHO e ZYLBERSZTAJN, 2003) são reconhecidas como significantes para medir a reputação corporativa. Porém, esses estudos também utilizaram somente uma dessas métricas para verificar a reputação corporativa, o que não corresponde com sua característica fundamental de captar percepções de todos os *stakeholders*.

Em relação ao custo de capital próprio, nos estudos de Alencar (2005), Lopes e Alncar (2010) e Gonçalves *et al* (2013) esse foi mensurado pelo *Capital Asset Pricing Model* – CAPM, pelo modelo Ohlson (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2002) e pela média do modelo Claus e Thomas, Ohlson e Juettner-Nauroth e Easton (ROVER e SANTOS, 2013).

O modelo de Gordon (1959) é um modelo *ex ante*, ou seja, utiliza previsão dos analistas para captar o custo de capital próprio. Esse modelo se difere dos outros modelos *ex ante* por utilizar uma previsão de crescimento constante dos dividendos. Segundo Sanvicente e Carvalho (2012), apesar do mercado brasileiro ser volátil, o modelo de Gordon é o estimador mais adequado do custo de capital próprio a preço corrente quando existe uma taxa de crescimento estável. No entanto, não foi identificado estudo que verificasse a relação entre a reputação corporativa e custo de capital próprio a preço corrente pelo modelo de Gordon.

Este estudo avança no sentido de verificar a relação entre a reputação corporativa – por três métricas, para buscar percepções de diferentes *stakeholders* – e o custo de capital próprio a preço corrente, que capta informações dos analistas de mercado.

1.3. ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO

O estudo está exposto em cinco capítulos, sendo o primeiro capítulo a Introdução, na qual foi apresentada a contextualização do assunto e a abordagem geral do tema. O segundo capítulo é subdividido em dois tópicos igualmente relevantes: a estimação do custo de capital próprio e a reputação corporativa. No primeiro tópico, apresentam-se a definição do custo de capital próprio e as diferentes métricas para alcançar a estimação mais próxima do seu valor real. Já no segundo tópico, é apresentada a definição de reputação corporativa, as formas de mensuração, a teoria, bem como a relação entre reputação corporativa, risco e custo de capital próprio.

A metodologia do estudo é descrita no capítulo 3, mais especificamente, a natureza e o tipo de pesquisa, a amostra, a construção da métrica do custo de capital próprio pelo modelo de Gordon e o modelo econométrico utilizado para o teste entre a reputação corporativa (variável independente) e o custo de capital próprio (variável dependente).

O capítulo 4 exhibe o tratamento e análise dos resultados. Este capítulo está dividido em três etapas, na qual se analisa as métricas da reputação corporativa, a relação entre as

métricas e o custo de capital e, posteriormente, o teste central do trabalho é realizado, que é a relação entre a reputação corporativa e o custo de capital a preço corrente.

Finalmente, o capítulo 5 expõe as conclusões, que tem o condão de responder o problema de pesquisa baseado nos resultados obtidos nesta pesquisa e sugerir futuras pesquisas acerca do tema.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. REPUTAÇÃO CORPORATIVA

2.1.1 Legitimidade e Reputação Corporativa

As instituições buscam construir e melhorar a reputação através de atividades dentro do contexto corporativo para legitimar suas ações (RAO, 1994; STAW e EPSTEIN, 2000; DEEPHOUSE e CARTER, 2005). Patten (1991) argumenta que é através da Teoria da Legitimidade que as empresas legitimam suas ações por meio da divulgação das informações voluntárias, e é a base na noção de contrato social, tratado por Ramanatan (1976) e Mathews (1993).

O contrato social é uma forma, pela qual a instituição social, seja de negócios ou não, opera na sociedade. A sobrevivência e crescimento da instituição são baseados na entrega de alguns fins socialmente desejáveis pela e para a sociedade em geral e na distribuição de benefícios econômicos, sociais ou políticos aos grupos dos quais deriva seu poder. Shocker e Sethi (1973) explicam que, como a sociedade está em constante transformação, a instituição é periodicamente testada quanto a sua legitimidade e relevância demonstrando suas atividades para a sociedade para obter sua aprovação.

Desta forma, legitimidade é um meio pelo qual a empresa opera e relata para os usuários, e como ela será influenciada pelos valores sociais da comunidade em que está inserida. Assim, a companhia busca operar dentro dos limites e padrões da comunidade (GRAY, KOUHY e LAVERS, 1995; GUTHRIE e PARKER, 1990).

A divulgação de informações sociais pelas companhias tem o intuito de considerar não apenas o direito dos investidores, mas também dos outros *stakeholders*. Assim, a companhia busca reduzir a exposição da empresa no ambiente social e político. Quanto maior a exposição de mudanças adversas, maior a necessidade de tentar influenciar o processo através da divulgação social (PRESTON e POST, 2012).

Como a teoria trata-se de legitimidade, existe uma diferença entre a legitimidade e legitimação. Segundo Lindblom (1994), legitimidade é o estado ou condição, e a legitimação é o processo subjacente a este estado ou condição. Portanto, este conceito amplia o

entendimento da motivação dos administradores em divulgar informações sociais e ambientais de forma voluntária.

A legitimação é a aplicação da insatisfação da comunidade com a entidade. Quando os consumidores não concordam com as ações da entidade, deixam de comprar os produtos, reduzindo ou eliminando a demanda, os fornecedores não ofertam trabalho e capital financeiro para o negócio, e os constituintes governamentais aumentam os impostos e aplicam multas e leis para coibir as ações que não estão conformes com as expectativas da comunidade (DEEGAN e RANKIN, 1996; TILT, 1994).

A Figura 1 apresenta a lacuna da legitimidade e não legitimidade da empresa. O'Donovan (2002) argumenta que a área X representa a congruência entre as ações e atividades da empresa (área Z) e as expectativas e percepções da sociedade sobre a empresa e suas atividades (área Y), baseada nos valores sociais e normas. Deste modo, a incongruência das áreas Y e Z representa a não legitimidade da empresa, ou seja, suas ações não estão de acordo com o que a sociedade espera.

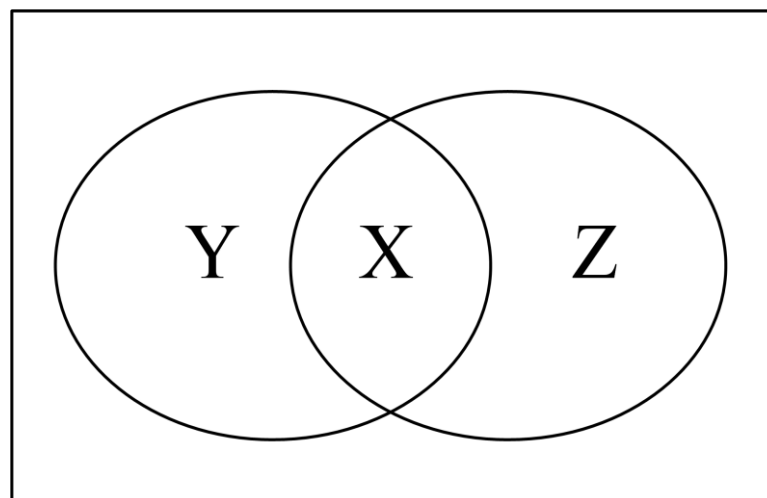


Figura 1 – Questões/ Eventos e Legitimidade da Empresa
(adaptado de O'DONOVAN, 2002)

Quando há uma forte pressão pública para as empresas serem ou parecerem mais social e ambientalmente responsáveis, os gestores são impulsionados a ampliarem sua legitimidade. O impacto das informações na empresa é a razão da tática empregada para aumentar esta legitimidade. Em geral, as empresas acreditam que a divulgação de informações negativas acarreta o aumento da pressão pública sobre a empresa, impactando de tal forma sua legitimidade que optam por não fazerem (SANCOVSCHI e SILVA, 2006). As

estratégias da organização estão diretamente ligadas às estratégias de legitimidade, tendo implicações na evidenciação das informações.

Lindblom (1994) afirma que há quatro tipos de estratégias utilizadas pelas empresas para melhorar sua legitimidade:

- Formar e informar o público-alvo sobre as mudanças atuais no desempenho e atividades da entidade;
- Alterar as percepções do público-alvo, sem alterar o comportamento atual;
- Influenciar a percepção do público-alvo, desviando a atenção de questões de interesse para outras questões que não gerem conflitos.
- Mudar as expectativas externas de seu desempenho.

De acordo com Lindblom (1994), as companhias empregam estas estratégias nas informações evidenciadas nos relatórios anuais. Todavia o uso destas estratégias é empregado de forma deliberada pelos administradores. Assim, a empresa, buscando apenas a legitimidade, não se preocupa com a forma e o conteúdo da informação social e ambiental evidenciada (BEUREN *et al*, 2010).

O estudo de Gray, Kouhy e Lavers (1995, p. 65) corrobora com as estratégias apresentadas por Lindblom (1994), quanto ao tom, a orientação e o foco da evidenciação ambiental. Algumas empresas mudam seu desempenho atual em respeito às interações ambientais e usam o relatório socioambiental para informar os usuários interessados, outras empresas utilizam da evidenciação ambiental para mudar a percepção sobre seu desempenho ambiental, se são “sujas” ou “irresponsáveis”, distraindo a atenção da questão ambiental central, outras empresas ainda utilizam a evidenciação ambiental para informar que necessitam mudar seu desempenho atual em respeito ao ambiente.

Desta forma, a legitimidade é parte do processo da construção da reputação. Apesar de legitimidade e reputação apresentar conceitos semelhantes, segundo Deephouse e Carter (2005), existem propriedades distintas de cada conceito e que mesmos antecedentes semelhantes podem produzir diferentes resultados.

2.1.2 Reputação Corporativa – Aspectos Conceituais

A reputação corporativa é comumente tratada como imagem ou identidade corporativa (BARNETT, JERMIER e LAFFERTY, 2006), porém apesar de serem conceitos próximos, há diferenças em cada uma das definições.

A principal característica da identidade corporativa é que ela parte de dentro da companhia. Para Scott e Lane (2000), a identidade corporativa é o conjunto de valores definidos pela administração e acionistas sobre as características centrais da organização. Barnett, Jermier e Lafferty (2006) contrapõem apresentando que identidade é a característica básica da empresa a partir da perspectiva dos funcionários. Balmer e Greyser (2006) acrescentam que a identidade corporativa é o sentimento coletivo dos empregados quanto à definição da companhia. Dessa forma, a identidade da companhia pode ser entendida resumidamente como o que a empresa acredita ser (WHETTEN, 1997; GRAY e BALMER, 1998).

Walker (2010) verificou que existem dois termos da identidade corporativa – a identidade real e a identidade desejada – porém, a grande maioria dos periódicos revisados pelo autor, não apontam a identidade desejada, apresentando somente a identidade real, ou seja, o que os usuários internos sabem e pensam sobre a companhia, e não o que estão interessados em conhecer.

A imagem corporativa é a visão da companhia, a figura mental que os usuários externos possuem dela (GRAY e BALMER, 1998; DAVIES *et al*, 2001). Em outras palavras, Dutton e Dukerich (1991) descrevem imagem corporativa como um indicador da opinião dos usuários externos em relação à empresa. A definição de Keller (1993) é mais restrita quando apresenta que a imagem é a percepção somente dos clientes. Para Whetten (1997), a imagem corporativa é o que a empresa deseja que os outros pensem que ela é.

Para Lewellyn (2002), a identidade corporativa é a mensagem transmitida dentro da empresa, e a imagem corporativa é a mensagem da companhia para os *stakeholders*. Assim, a percepção da companhia pelos usuários pode ser positiva ou negativa quando se trata da identidade corporativa, pois é uma percepção atual; já em relação à imagem corporativa, por se tratar de percepções desejadas, ela nunca será negativa (WALKER, 2010), pois se trata de projeções futuras da companhia.

A reputação corporativa é um termo coletivo que se refere à visão de todos os *stakeholders* acerca da reputação corporativa da empresa, incluindo a identidade e a imagem (DAVIES *et al*, 2001). Para Whetten e Mackey (2002), reputação corporativa é o *feedback* dos *stakeholders* para a companhia, em relação à credibilidade da identidade declarada. Hall (1992) acredita que reputação é a avaliação da empresa por seus *stakeholders* em relação à sua influência, consideração e conhecimento.

Lewellyn (2002) define reputação como a mensagem avaliada da organização pelos usuários. Por se tratar da percepção atual dos *stakeholders* internos e externos, ela pode ser positiva ou negativa (WALKER, 2010). Em outras palavras, a reputação é um atributo organizacional, que ao longo do tempo, reflete o modo pelo qual os *stakeholders* veem a companhia como cidadã corporativa (ROBERTS e DOWLING, 2002).

Entre imagem e reputação corporativa há uma diferença de tempo. Enquanto a imagem pode mudar frequentemente, devido ao fato de ser dinâmica e rapidamente observada, a reputação corporativa é estável, pois se leva tempo para construí-la (RINDOVA, 1997; GRAY e BALMER, 1998; ROBERTS e DOWLING, 2002).

Uma das definições de reputação corporativa mais utilizada por autores é a de Fombrun (1996, p. 72) que a define como “uma representação perceptiva das ações passadas e projeções futuras da companhia que descrevem sua atração global para todos os seus principais usuários quando comparada com seus concorrentes”².

Portanto, é possível afirmar que a reputação corporativa tem cinco características: (1) é baseada em percepções; (2) é um conjunto de percepções de todos os *stakeholders*; (3) é comparativa; (4) pode ser positiva ou negativa; e (5) é estável e permanente (WALKER, 2010).

2.1.3 Mensuração da Reputação Corporativa

Como a reputação corporativa é baseada em percepções, sua mensuração deveria se basear nas percepções dos *stakeholders*, e não numa representação real (WARTICK, 2002). Para Walker (2010), a utilização de participação no mercado ou prêmios de competições não são boas métricas, pois são medidas objetivas, já a utilização de pesquisas, como o *ranking* As

² “a perceptual representation of a company’s past actions and future prospects that describes the firm’s overall appeal to all of its key constituents when compared with other leading rivals”.

Companhias Mais Admiradas da revista *Fortune* – FMAC, é mais apropriada, pois capta a percepção de diferentes *stakeholders*, enquanto as outras métricas capta a percepção apenas dos investidores.

Outra característica da reputação é que ela é um conjunto de percepções de todos os *stakeholders*. Assim, métrica de reputação corporativa deve capturar todas estas percepções, contudo, é difícil que apenas uma medida consiga captar todas as percepções. Para minimizar esse problema, Fombrun (1996) afirma que é possível medir a reputação através de um conjunto representativo de diferentes *stakeholders*, desde que estabeleça critérios conceitualmente relevantes.

A reputação corporativa deve ser comparativa. Segundo Wartick (2002), a comparabilidade da reputação permite flexibilidade em incorporar ou isolar padrões possíveis de reputação. Ou seja, existem diferentes formas de comparação de reputação, como entre concorrentes, ou reputações anteriores, ou reputação em cada setor etc (WALKER, 2010).

Ao mensurar a característica da reputação ser positiva ou negativa, é necessário avaliar as empresas analisadas. Apesar de estudos avaliarem empresas com maior reputação (ROBERTS e DOWLING, 2002; RINDOVA *et al*, 2005), o estudo de Walker (2010) verificou que análises de empresas com reputação positiva e negativa tendem proporcionar maior conhecimento que quando se avalia somente empresas com reputação positiva.

Como a reputação corporativa é estável e permanente, Hassard (1991) afirma que se deve realizar uma pesquisa longitudinal para captar a reputação, pois esta pesquisa é mais acurada que a pesquisa *cross-sectional*, pois avalia o efeito no tempo, já o estudo *cross-sectional* é mais relevante quando se avalia determinado aspecto num mesmo período.

Para capturar a reputação corporativa, Deegan e Gordon (1996), Toms (2002), Michelin (2007) e outros, pesquisaram métricas capazes de suportar todas as características da reputação.

Ranking de revistas especializadas é o mais utilizado internacionalmente como métrica de reputação corporativa. Para Herremans, Akathaporn e McInnes (1993), Hammond e Slocum Jr. (1996) e Roberts e Dowling (2002), os *rankings Britain's Most Admired Companies* e *America's Most Admired Corporations* são boas métricas, pois capturam a percepção de diferentes *stakeholders*, como executivos, diretores e analistas financeiros.

A utilização de índices sustentáveis é capaz de capturar a reputação corporativa, porque, segundo Michelin (2007), eles listam companhias cidadãs de acordo com o

desempenho econômico, social e ambiental, com práticas de sustentabilidade bem desenvolvidas. Cruz e Lima (2010) e Almeida-Santos *et al* (2012) verificaram que o *Dow Jones Sustainability Index* – DJSI e o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, são estatisticamente significantes para mensurar a reputação corporativa. Além disso, segundo Lourenço *et al* (2013), as companhias incluídas no ISE tem maior reputação quando comparada com as demais empresas.

As informações socioambientais são evidenciadas voluntariamente nos relatórios das companhias. Segundo Cruz e Lima (2010), as empresas que possuem forte reputação corporativa apresentam mais informações sociais e ambientais para os *stakeholders*, assim, a reputação influencia o nível de evidenciação voluntária. Deegan e Gordon (1996) e Deegan e Ranking (1996) verificaram que as companhias apresentam informações ambientais que são favoráveis à sua reputação corporativa. Simnett, Vanstraelen e Chua (2009), verificaram que as companhias que buscam construir a reputação corporativa possuem mais credibilidade em seus relatórios socioambientais.

Quanto ao aspecto social das informações evidenciadas pelas companhias, os programas sociais realizados visam minimizar as externalidades geradas pela atividade operacional. Ou seja, o objetivo da evidenciação social é ser o meio de comunicação entre a companhia e a comunidade, divulgando as ações de responsabilidade social desenvolvidas, sejam internas ou externas.

Segundo Michelon (2007), a reputação corporativa pode ser influenciada pelo relatório de sustentabilidade, pois através dele a companhia comunica seu desempenho social e ambiental aos *stakeholders*. Desta forma, “se a companhia se comporta como uma ‘boa cidadã corporativa’, então a evidenciação vai aumentar a reputação da organização”³. Assim, uma divulgação ampla e transparente das ações de responsabilidade social, e contato frequente com analistas e investidores através dos relatórios, induzem percepções favoráveis de transparência da companhia e assim aumentam seu valor de mercado (JONES, 1995; RICHARDSON, WELKER e HUTCHINSON, 1999; FOMBRUN, GARDBERG e BARNETT, 2000; BROWN, HELLAND e SMITH, 2006).

Assim, faz-se necessário a utilização de diferentes métricas capazes de capturar parte da reputação corporativa, como busca de verificar a percepção dos diferentes *stakeholders* frente à companhia.

³ “If a company is behaving a ‘good corporate citizen’, then such disclosures will increase the reputation of the organization.”

2.2. ESTIMAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

No intuito de diminuir a assimetria informacional, segundo Lee, Walker e Christensen, (2006), as empresas que buscam melhorar a qualidade da evidenciação voluntária atraem investidores, pois encontraram relação entre a qualidade da evidenciação e o maior valor da empresa.

Antes de qualquer decisão de investimento em ativos, é necessário avaliar primeiramente o risco e o retorno intrínseco. Segundo Silva e Quelhas (2006), risco é a incerteza em relação ao retorno do investimento em um ativo, é probabilidade e magnitude de perda ou ganho em obter um retorno de investimento diferente do previsto.

De acordo com a teoria de finanças, o retorno previsto de um ativo deve ser proporcional ao risco, em outras palavras, quanto maior a expectativa de retorno, maior será o risco do investimento (WHITE, SONDHY e FRIED, 1994).

O custo de capital da empresa é utilizado como medida de avaliação da atratividade econômica de um investimento, de referência para análise de desempenho e viabilidade operacional e de definição de uma estrutura ótima de capital (ASSAF NETO, LIMA e ARAUJO, 2008). Para Damodaran (2007), o desafio da avaliação do custo de capital próprio é o de transformar esse custo implícito em explícito e obter uma taxa de retorno que os diversos investidores aceitem como o custo do patrimônio líquido adequado na avaliação da empresa.

Para a decisão de investimento há diferentes modelos financeiros de estimação do custo de capital próprio que buscam mensurar o risco de qualquer investimento para depois convertê-lo no retorno esperado necessário para compensar esse risco.

2.2.1 Formas de estimação do custo de capital próprio e os problemas apresentados

A estimação do custo de capital próprio pode ser obtida através de diversos modelos. A verificação pode ser *ex post* ou *ex ante*. A verificação *ex post* do custo de capital próprio é baseada na análise dos retornos realizados, e a verificação *ex ante* do custo de capital próprio é baseada nas previsões de retornos.

Um dos modelos mais aplicados no mercado de verificação *ex post* é o *Capital Asset Pricing Model* – CAPM. Esse modelo captura a exposição de um ativo a todo o risco de mercado em um número, o beta do ativo, definido através da covariância entre o ativo precificado e um índice do mercado de todos os ativos disponíveis para investimento (LINTNER, 1965).

O modelo CAPM utiliza dados históricos para calcular o prêmio pelo risco. Assim, o prêmio pelo risco é a diferença entre os retornos médios sobre ações e os retornos médios sobre títulos livres de risco por um período histórico (SANVICENTE E CARVALHO, 2012). Nesse modelo, parte-se do princípio que as informações anulam-se ao longo do tempo ocorrendo que o estimador histórico é imparcial para estimar o futuro (LINTNER, 1965), no entanto, Elton (1999) acredita que esta premissa é equivocada.

Para Damodaran (2007), esse modelo é mais simples para estimar e utilizar, no entanto, perde em desempenho se comparado com o modelo *Arbitrage Pricing Model* – APM, quando há fatores econômicos pouco representados no índice de mercado. Rogers e Ribeiro (2004) afirmam que o modelo APM, por ser uma derivação do modelo CAPM, consegue captar uma gama de variáveis relevantes que afetam o risco de um negócio no Brasil, como o risco país, que conseqüentemente afetam as decisões de investimento.

Apesar de o modelo APM e o Multifatorial captarem melhor, em princípio, o custo do capital próprio, eles ainda apresentam falhas quanto à utilização de dados históricos. Não há um consenso quanto à utilização de títulos de curto ou longo prazo. Segundo Damodaran (2013), a utilização de títulos de longo prazo diminui o risco histórico, porém a utilização de títulos de curto prazo fornece uma estimativa mais atualizada. Em outras palavras, a utilização de títulos de curto prazo, como títulos de cinco anos, não refletem o prêmio pelo risco requerido pela inflação esperada ao longo do tempo (COPELAND, KOLLER e MURRIN, 1994).

Por esses fatores, Lee, Walker e Chistensen (2006) e Rover e Santos (2013) consideram a verificação *ex ante* a que melhor garante controle das variáveis, pois aborda a previsão dos investidores e os potenciais fluxos de caixa e crescimento da empresa. Damodaran (2013) corrobora apontando que o prêmio pelo risco corrente é o que possui um melhor poder preditivo, se considerar o mercado neutro, enquanto que o prêmio pelo risco histórico possui um baixo poder preditivo tanto considerando títulos de longo quanto de curto prazo.

Diversos são os modelos de verificação *ex ante* para cálculo do prêmio pelo risco, como o modelo Claus e Thomas (2001), o modelo Ohlson e Juettner-Nauroth (2005) e o modelo de Gordon (1959).

Claus e Thomas (2001) associam o valor de uma ação à previsão de lucro residual a uma taxa de crescimento de longo prazo, e a previsão de distribuição de dividendos. Esse modelo explica as previsões de lucro de até cinco anos e considera o valor residual como função da última previsão de lucro e da taxa de crescimento de longo prazo (ROVER e SANTOS, 2013). A limitação desse modelo é que como se utiliza o crescimento do dividendo, a escolha da taxa de crescimento dos dividendos na perpetuidade é feita arbitrariamente.

Outro modelo utilizado é o de Ohlson e Juettner-Nauroth (2005), que tem como premissa que o lucro por ação esperado crescente determina o valor da empresa. Ou seja, o valor da empresa é calculado como função dos dividendos futuros por ação a uma taxa de crescimento projetada por analistas de mercado (MARTINS *et al*, 2006). Esse modelo requer que a previsão do lucro e o crescimento esperado sejam positivos. Além disso, utiliza as projeções dos analistas de mercado que se torna um viés para o resultado, pois essas projeções tendem a serem positivas (MARTINS *et al*, 2006).

O modelo de Gordon (1959) é mais parcimonioso para avaliar as ações, pois considera a taxa de crescimento dos dividendos constante. A principal diferenciação do modelo de Gordon para os demais, é que ele substitui o crescimento esperado dos dividendos pelo crescimento esperado dos lucros (MARTINS *et al*, 2006). Assim, o crescimento é definido como constante ao longo do tempo. Gordon e Gordon (1997) determinam que seja utilizado o horizonte finito de tempo que geralmente os analistas de mercado utilizam, como, por exemplo, cinco anos. Além disso, Damodaran (2013) acrescenta que esse modelo apenas pode ser utilizado para companhias com crescimento estável.

De acordo com Martins *et al* (2006), o modelo Ohlson e Juettner-Nauroth – OJ (2005) e o modelo de Gordon (1959) apresentam resultados semelhantes entre si e são os modelos que estimam com maior acurácia o custo de capital próprio. A principal diferença é que o modelo OJ utiliza previsão de analistas para definir o lucro por ação esperado enquanto o modelo de Gordon utiliza uma previsão de crescimento constante dos dividendos. Sanvicente e Carvalho (2012) acreditam que, apesar do mercado brasileiro ser sensível às crises econômicas e financeiras, o modelo de Gordon estima melhor o preço corrente do custo de capital quando a empresa possui uma taxa de crescimento estável. Além disso, segundo Guay,

Kothari e Shu (2011), a previsão dos analistas pode ser lenta quanto a informação do retorno das ações.

2.3. REPUTAÇÃO CORPORATIVA, RISCO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

A reputação corporativa é uma representação do resultado das ações organizacionais (FOMBRUN e SHANLEY, 1990). As ações de responsabilidade social desenvolvidas pelas companhias, segundo Quazi e O'Brien (2000), no longo prazo podem maximizar o valor de mercado, gerando benefícios econômicos para o acionista.

A companhia demonstra sua responsabilidade social através de programas sociais que se compromete a realizar na comunidade (PASSADOR, 2002). Fombrun, Gardberg e Barnett (2000) acrescentam que atividades socioambientais reforçam o vínculo entre a empresa e a comunidade, de forma que a construção do capital reputacional melhora a comunicação com os *stakeholders* e minimiza o custo de capital. Jones (1995) corrobora afirmando que a responsabilidade social aprimora o desempenho da companhia.

O capital reputacional é criado quando a companhia desenvolve ações que estimulem os funcionários a trabalharem melhor, os clientes a comprarem seus produtos ou serviços, e seus investidores a comprar suas ações. Todavia, existe o risco reputacional, que é definido como a possibilidade de ganho ou perda de capital reputacional (MACHADO FILHO e ZYLBERSZTAJN, 2003).

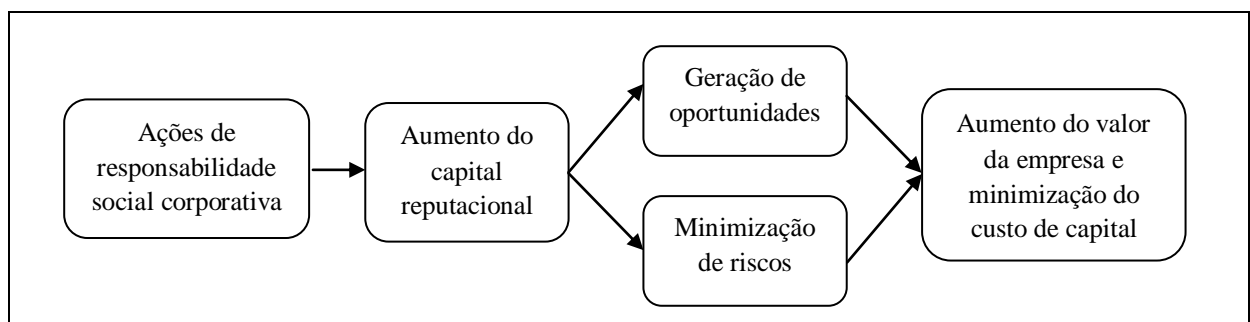


Figura 2 – Relação entre as ações de responsabilidade social e o custo de capital
(adaptado de FOMBRUN, GARDBERG e BARNETT, 2000)

A lógica apresentada na figura 2 é ilustrar que as ações de responsabilidade social e ambiental aumentam o capital reputacional, o valor excedente entre o valor de mercado e o

valor de liquidação e o capital intelectual (FOMBRUN, GARDBERG e BARNETT, 2000), gerando oportunidades e diminuindo os riscos potenciais de sua conduta no mercado, ocasionando o aumento do valor da empresa e conseqüentemente minimizando seu custo de capital (MACHADO FILHO e ZYLBERSZTAJN, 2003).

A ameaça ao risco reputacional pode ser derivada de várias ações da companhia a cada *stakeholder*. Segundo Fombrun, Gardberg e Barnett (2000) um comportamento desonesto dos funcionários que não estão condizentes com a política da companhia, um mal-entendido frente aos clientes, ou a divulgação de más notícias pelos investidores podem colocar em risco o capital reputacional da companhia.

Oliveira Neto (1999) verificou que companhias que investiram em formação da consciência ética e desenvolveram programas específicos sobre questões morais, apresentaram um aumento significativo no faturamento, em comparação com empresas que não implementaram este tipo de ação. Lourenço e Schroder (2003) corroboram que ações socialmente responsáveis, aumentam o valor da empresa frente aos investidores nacionais e estrangeiros.

A reputação corporativa é influenciada pelas ações corporativas, dentre elas, a divulgação de informações voluntárias nos relatórios anuais e socioambientais, e que posteriormente pode diminuir o custo de capital próprio (RICHARDSON, WELKER e HUTCHINSON, 1999; MACHADO FILHO e ZYLBERSZTAJN, 2003; CRUZ e LIMA, 2010). Segundo Cyert e March (1963), quando existe uma folga financeira, a empresa pode investir em programas de responsabilidade social, o que aumentará a reputação corporativa ao longo do tempo. De forma semelhante, McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988) apontam que empresas com baixo risco possuem uma imagem de alta responsabilidade social.

Estudos verificam a relação entre a divulgação de informações socioambientais e o custo de capital, desempenho financeiro e risco (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2002; LOPES e ALENCAR, 2010; GONÇALVES *et al*, 2013; BATSMAN e GEISER, 2013; ROVER e SANTOS, 2013).

Botosan (1997) verificou uma associação negativa entre o custo de capital próprio e a quantidade de evidenciação voluntária nos relatórios, ou seja, a maior divulgação esta relacionada com o menor custo de capital próprio, para empresas com baixo reporte de analistas de mercado. Já para empresas com alto nível de reporte, a associação não foi identificada. Essa teoria foi parcialmente contestada por Botosan e Plumlee (2000) que

identificaram uma associação positiva entre a evidenciação mais tempestiva e o custo de capital próprio. Este achado confirma a opinião de administradores que a divulgação mais tempestiva aumenta a volatilidade dos preços e conseqüentemente do custo de capital próprio.

Hail (2002) corrobora apresentando uma relação negativa e significativa entre o nível de evidenciação e o custo de capital próprio em empresas não-financeiras suíças. Já Lopes e Alencar (2010) verificaram que há uma relação positiva entre a evidenciação voluntária e o custo de capital para empresas brasileiras com baixa divulgação, mais que nos Estados Unidos. Além disso, há associação positiva entre a divulgação não financeira e o custo de capital. Uma das possibilidades de justificativa para esta correlação positiva é que os especuladores utilizam as informações não financeiras, pois elas induzem a volatilidade das ações aumentando o custo de capital. Outro resultado é que o impacto da divulgação no custo de capital próprio é três vezes maior para as empresas com menor cobertura de analistas.

Contrariando os achados de Lopes e Alencar (2010), o estudo de Batsman e Geiser (2013) objetivou investigar se a quantidade de informação evidenciada nos relatórios de sustentabilidade afeta o desempenho financeiro das companhias listadas na bolsa NASDAQ OMX e também se a existência deste relatório afeta o desempenho financeiro, e apresentou resultados que assinalaram que a informação evidenciada e a existência do relatório de sustentabilidade não afetam o retorno das ações, no entanto afeta a volatilidade do mercado. Eles concluíram que não há benefício financeiro na evidenciação das atividades sociais e ambientais através dos relatórios de sustentabilidade.

Rover e Santos (2013) verificaram que a evidenciação de informações socioambientais nos Relatórios de Sustentabilidade influencia de maneira distinta o custo de capital próprio. Eles identificaram uma relação positiva entre a informação voluntária desfavorável e o custo de capital próprio, mas não identificaram relação entre o nível de evidenciação socioambiental e o custo de capital próprio.

Outros estudos, porém, identificaram a relação entre a reputação corporativa e o desempenho financeiro, custo de capital e risco (HERREMANS, AKATHAPORN e McINNES, 1993; ROBERTS e DOWLING, 2002; LOURENÇO *et al*, 2013).

Herremans, Akathaporn e McInnes (1993) verificaram que empresas com maior reputação corporativa obtiveram menor valor de mercado e menor risco, durante um período de seis anos. Posteriormente, Hammond e Slocum Jr. (1996) analisaram empresas no período de cinco anos, e verificaram que a reputação pode ser afetada pela redução do risco financeiro

e controle de custos. Brammer e Pavelin (2006) corroboram que a reputação corporativa pode ser determinada pelo desempenho social e financeiro da companhia, pelo risco de mercado, o grau das ações de longo prazo e pela natureza dos negócios.

Roberts e Dowling (2002) avançam na pesquisa, pois verificaram que a reputação corporativa aumenta o desempenho financeiro; além disso, como os autores analisaram um período de quinze anos, identificaram que empresas com boa reputação são mais capazes de sustentar lucros superiores ao longo do tempo. Eberl e Schwaiger (2005) corroboram com pesquisas anteriores que a reputação corporativa aumenta significativamente o desempenho financeiro futuro, quando o desempenho passado é controlado. Já Rose e Thomsen (2004) elaboraram um índice, baseado no *ranking* da revista *Fortune*, que captou a reputação corporativa durante cinco anos, e constataram que o desempenho financeiro melhora a reputação corporativa.

Os resultados do estudo de Brammer e Pavelin (2006) revelaram que existe uma relação positiva entre a reputação corporativa e o desempenho financeiro, o que corrobora com Fombrun e Shanley (1990) e Roberts e Dowling (2002).

Segundo Neville, Bell e Mengüç (2005), os resultados ambíguos das pesquisas anteriores podem ser parcialmente explicados pelas contingências organizacionais e de mercado. E ainda acrescentam que estratégia de negócio, a competitividade e a gestão da reputação corporativa moderam o relacionamento entre o desempenho social e financeiro.

Frente à reflexão da relação entre reputação corporativa e custo de capital próprio, é importante verificar a contribuição da reputação, medida por diferentes *proxies*, para um menor custo de capital próprio.

3. PERCURSO METODOLÓGICO

O percurso metodológico para a elaboração desta pesquisa está dividido em cinco subseções:

- Natureza e tipo de pesquisa;
- Seleção da amostra;
- Custo de capital próprio a preço corrente;
- Modelo e variáveis estatísticas e econométricas; e
- Limitações da pesquisa.

3.1. NATUREZA E TIPO DE PESQUISA

A natureza da pesquisa é quali-quantitativa. Segundo Walliman (2001) a pesquisa qualitativa é usada para interpretar atitudes, crenças e motivações de uma população sobre o assunto, permitindo que surjam conceitos e teorias. Já a pesquisa quantitativa parte dos conceitos, teorias e testes de maneira rigorosa e estruturada para que os resultados possam ser apoiados, corrigidos ou rejeitados.

O emprego da pesquisa qualitativa analisa a interação de variáveis e possibilita, de maneira geral, com maior profundidade, o entendimento das particularidades do comportamento dos indivíduos. Estes dados qualitativos são transformados em elementos quantificáveis através de técnicas que empregam critérios, categorias, escalas de atitudes que identificam a intensidade, grau ou conceito de determinada opinião dos indivíduos. E a pesquisa quantitativa se torna necessária pois permite investigar a relação de causalidade entre as variáveis (RICHARDSON *et al*, 2012).

Assim, este estudo é qualitativo porque uma das métricas de reputação corporativa será extraída a partir do uso da técnica de análise de conteúdo dos relatórios das companhias; e quantitativo porque os dados encontrados serão analisados e interpretados de modo a identificar a relação entre as variáveis do estudo.

Quanto à tipologia, a pesquisa é descritiva e longitudinal. Os estudos descritivos investigam as características de uma situação específica. É utilizado quando o pesquisador deseja entender o comportamento de fatores que influenciam determinado fenômeno, ou seja,

a relação entre variáveis (GIL, 1996; RICHARDSON *et al*, 2012). E o estudo é longitudinal por coletar os dados em diversos pontos no tempo (HAIR *et al*, 2005), ou seja, caracterizando uma série temporal de observações.

3.2. SELEÇÃO DA AMOSTRA

Este estudo tem como universo as companhias listadas na BM&FBovespa. E por ser uma pesquisa longitudinal, o período analisado foi de cinco anos, de 2008 a 2012.

Para delimitar a amostra, foram consideradas todas as empresas incluídas no Índice Bovespa – Ibovespa da BM&FBovespa. O Ibovespa é o mais importante indicador de desempenho médio das cotações do mercado de ações no Brasil. Em termos de liquidez, o Ibovespa responde por mais de 80% do volume de negociações na BM&FBovespa (BM&FBOVESPA, 2013).

Devido à limitação do modelo de Gordon (1959) de estimação do custo de capital próprio, foram excluídas as instituições financeiras, fundos fechados de investimentos, companhias de seguro e empresas que obtiveram no ano, lucro líquido ou patrimônio líquido negativo. Assim, a amostra que compõe este trabalho pode ser observada conforme a Tabela 1 a seguir:

Tabela 1 – Empresas componentes na amostra no final de cada ano

Ano	2008	2009	2010	2011	2012
Quantidade	35	43	42	38	37

O Apêndice A apresenta a quantidade das companhias da amostra por setores de atuação segundo a classificação proposta pela BM&FBovespa.

3.3. CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO A PREÇO CORRENTE (CCP)

Os modelos de custo de capital próprio baseado em dados históricos, como o *Capital Asset Pricing Model* – CAPM e o *Arbitrage Pricing Model* – APM, segundo Sanvicente e Carvalho (2012) não são sensíveis às mudanças nas condições do mercado. Desta forma, os

modelos de estimação do custo de capital próprio *ex ante*, são mais vantajosos, pois utilizam preços correntes de mercado. Conforme Damodaran (2013), quando existe neutralidade do mercado ou quando o poder de previsão do risco é crítico, o prêmio pelo risco corrente é mais plausível que o prêmio pelo risco histórico.

O modelo utilizado no estudo para capturar o custo de capital próprio foi o modelo de Gordon (1959). Este modelo estima com mais robustez o custo de capital esperado e o prêmio pelo risco implícito, quando utilizado em companhias com crescimento estável (DAMODARAN, 2013), pois substitui o crescimento esperado dos dividendos pelo crescimento esperado dos lucros (MARTINS *et al*, 2006)

O modelo de Gordon associa o valor de uma ação aos seus dividendos esperados no próximo período, o custo de oportunidade de capital próprio da entidade e a taxa de crescimento constante esperado dos dividendos (SANVICENTE e CARVALHO, 2012).

O custo de capital próprio (CCP) é calculado pelos retornos exigidos para a ação de cada empresa da amostra. Sendo o preço de mercado da ação determinado pelos dividendos futuros esperados que crescem a uma taxa de crescimento constante.

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g} \quad (1)$$

Onde:

P_0 = Preço de mercado corrente da ação

D_1 = Dividendo esperado no próximo período. Pode ser obtido por $D_1 = D_0(1+g)$. Sendo D_0 o dividendo corrente por ação

k_e = Retorno exigido para a ação

g = taxa de crescimento constante esperado dos dividendos

A taxa de crescimento constante esperado dos dividendos pode ser obtida a partir da relação do retorno sobre o patrimônio líquido da empresa e o *payout*, ou seja, a proporção do lucro que será distribuída aos acionistas através de dividendos (SANVICENTE, 2012), assim:

$$g = ROE (1 - payout) \quad (2)$$

Onde:

g = taxa de crescimento constante esperado dos dividendos

ROE = Lucro líquido / Patrimônio Líquido

$payout$ = Dividendo pago por ação / Lucro por ação

Considerando que o preço de mercado corrente da ação (P_0) é o preço corrente da ação no fechamento do ultimo pregão do ano, ou até três dias anteriores, caso não tenha cotação no ultimo pregão do ano, e que o dividendo corrente (D_0) é o dividendo distribuído por ação no período de doze meses anteriores ao ultimo pregão do ano, o retorno exigido para a ação será calculado da seguinte forma:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (3)$$

Onde:

k_e = Retorno exigido para a ação

D_1 = Dividendo esperado no próximo período

P_0 = Preço de mercado corrente da ação

g = taxa de crescimento constante esperado dos dividendos

O custo de capital próprio (CCP) é definido pelos retornos exigidos para a ação em longo prazo. Além disso, este modelo foi estimado conforme dados obtidos na base de dados da Economática® ajustados pela inflação – IPCA.

Apesar de ser mais parcimonioso para avaliar ações, é necessário considerar que não podem ser incluídas (SANVICENTE, 2012):

- As instituições financeiras, fundos fechados de investimento, companhias de seguro, porque possuem um grau de endividamento muito maior que as demais empresas, o que pode enviesar o resultado do custo de capital;

- Empresas com lucro líquido ou patrimônio líquido negativo, pois a razão do retorno sobre o patrimônio líquido seria negativa, resultando numa taxa de crescimento negativa; e
- Empresas cujas ações não tiveram cotação na janela de tempo necessária (de até três dias antes do último pregão do ano).

3.4. MODELO E VARIÁVEIS ESTATÍSTICAS E ECONOMETRICAS

3.4.1 Variável independente: Reputação corporativa

Há diferentes meios para medir a reputação corporativa (WALKER, 2010). Este trabalho em especial captará a reputação por três diferentes métricas: o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE); o *ranking* da Revista Isto É Dinheiro (DINH); e o índice de *social disclosure* (ISD) elaborado por Gonçalves, De Medeiros e Gonçalves (2012).

As métricas foram determinadas procurando captar a reputação corporativa segundo suas características. Por ela ser complexa, captando percepções passadas e projeções futuras da companhia pelos *stakeholders* (FOMBRUN, 1996), é difícil medi-la, desta forma, este estudo buscou captar parte destas percepções. Assim, a reputação corporativa terá a seguinte função:

$$\text{Reputação corporativa} = f(\text{ISE}, \text{DINH}, \text{ISD})$$

O Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE é um índice elaborado pela BM&FBovespa para captar melhores práticas de sustentabilidade, semelhante ao *Dow Jones Sustainability Index* – DJSI da bolsa americana Dow Jones. Segundo Michelon (2007) este índice é uma metodologia consistente para qualificar as empresas com boa reputação, porque ele apresenta companhias com práticas de sustentabilidade bem desenvolvidas.

O ISE é composto por quarenta empresas das duzentas empresas com maior liquidez na bolsa, a participação é voluntária e a metodologia do índice se baseia em um questionário elaborado pela BM&FBovespa, Associações e ONGs (BM&FBOVESPA, 2014), ou seja,

empresas que apresentam melhor desempenho financeiro, social e ambiental de forma conjunta.

Cruz e Lima (2010) corroboram que o índice de sustentabilidade é *proxy* adequada para a reputação corporativa, porém não utiliza em seu trabalho pois o índice de sustentabilidade não abrangia o período estudado. Já Almeida-Santos *et al* (2012) verificaram que o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, semelhante ao DJSI, é estatisticamente significativo para mensurar a reputação corporativa e que existe influência da reputação corporativa ambiental no nível de *disclosure* verde. Murcia e Souza (2009) verificaram que o ISE é significativo para explicar a evidenciação ambiental. Lourenço *et al* (2013) corroboram que as companhias presentes no índice de sustentabilidade tem uma maior reputação, e que esta reputação influencia a percepção dos *stakeholders* em relação à organização. Os resultados apontam que o valor de mercado do lucro líquido é maior das empresas que possuem uma boa reputação.

Além de o ISE ser significativo para medir a reputação corporativa, ele foi utilizado neste estudo por captar as percepções dos investidores, instituições e organizações sociais e ambientais, auditores independentes e organizações de finalidade pública (BM&FBOVESPA, 2014) a respeito das companhias. Como o Índice de Sustentabilidade Empresarial é um índice que contém empresas consideradas sustentáveis, o estudo trabalhará com a presença ou não no índice de cada empresa anualmente, assim, esta variável é binária, ou seja, a presença no índice é classificada como (1) e a ausência no índice (0).

Outra métrica utilizada para mensurar a reputação corporativa é a presença das companhias nos *rankings* de revistas especializadas. A revista *Management Today* juntamente com a *Birmingham City Business School* elaboram anualmente o *Britain's Most Admired Companies*, uma classificação das maiores companhias quanto à reputação. A revista norte-americana *Fortune* reporta anualmente as *America's Most Admired Corporations*. Esta pesquisa de reputação é baseada nas respostas de executivos, diretores e analistas financeiros em relação a oito itens: utilização de ativos, comunidade e respeito pelo meio ambiente, capacidade de desenvolver e manter pessoas-chave, solidez financeira, grau de inovação, valor do investimento, gestão da qualidade e qualidade dos produtos (TOMS, 2002; ROBERTS e DOWLING, 2002).

Toms (2002) e Hasseldine, Salama e Toms (2005) utilizaram os dados do *ranking* Responsabilidade Comunitária e Ambiental – CER, publicada pela revista *Management Today* como métrica de reputação corporativa. Toms (2002) verificou que a implementação,

manutenção e evidenciação de políticas ambientais contribuem positivamente com a reputação ambiental. E Hasseldine, Salama e Toms (2005) corroboram os achados de Toms (2002) e acrescentam que a qualidade dos relatórios, em detrimento da quantidade das informações ambientais, tem um efeito mais robusto na criação da reputação ambiental entre executivos e investidores. Hammond e Slocum Jr. (1996), Roberts e Dowling (2002) utilizaram o *ranking America's Most Admired Corporations* para mensurar a reputação corporativa e identificaram uma relação positiva entre reputação e desempenho financeiro. Herremans, Akathaporn e McInnes (1993) também utilizaram o *ranking* da revista *Fortune*, e identificaram que empresas com melhor reputação de responsabilidade social possuem melhor retorno de mercado e baixo risco se comparado com empresas com baixa reputação.

Semelhante às revistas internacionais, no Brasil a revista Isto É Dinheiro lança anualmente *rankings* das empresas que mais se destacaram no período. O *ranking* As Melhores da Dinheiro da revista Isto É Dinheiro classifica empresas por critérios, como sustentabilidade financeira, recursos humanos, inovação e qualidade, responsabilidade socioambiental e governança corporativa. Posteriormente este questionário é tabulado e analisado pelos técnicos da Trevisan Escola de Negócios e publicado na edição especial da revista denominada As Melhores da Dinheiro (ISTO É DINHEIRO, 2013).

Esta métrica é capaz de capturar a reputação corporativa por abranger percepções de analistas de mercado. Além disso, a revista Isto É Dinheiro classifica as maiores empresas – as quinhentas maiores nos anos de 2008 a 2011 e as mil maiores empresas no ano de 2012 – segundo resultados das ações passadas e projeções futuras. Em detrimento de a amostra ser menor que a classificação da revista, limitou-se neste trabalho a observação das cem maiores empresas ranqueadas. Assim, esta variável é binária, isto é, a presença no *ranking* é classificada como (1) e a ausência no *ranking* (0).

Além do *ranking* de revistas e a inclusão em índices socioambientais de bolsas de valores, Fombrun e Shanley (1990), Heal (2004) e McWilliams, Siegel e Wright (2006) afirmam que programas sociais são ações que melhoram a reputação corporativa das empresas. Richardson, Welker e Hutchinson (1999) acrescentam que a informação social contribui na construção da reputação da companhia, diminuindo o custo de capital próprio.

Simnett, Vanstraelen e Chua (2009) verificaram que empresas que buscam aumentar a credibilidade de seus relatórios e de sua reputação corporativa tendem a terem mais credibilidade em seus relatórios. De tal modo, acredita-se que a evidenciação voluntária de

informações sociais e ambientais contribui positivamente para a reputação corporativa da empresa (DEEGAN e GORDON, 1996; DEEGAN e RANKIN, 1996).

Consoante à afirmação, Gonçalves, De Medeiros e Gonçalves (2012) estabeleceram um índice de *social disclosure* testado e validado que capta o nível de evidenciação social baseado nos estudos de Ramanatan (1976), Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004). Este índice avalia o nível de transparência das informações dos programas sociais desenvolvidos.

Este índice possui três características intrínsecas: informações passadas, prospecções de ações futuras e acessibilidade. Para a avaliação da qualidade da evidenciação utiliza-se a análise de conteúdo nos relatórios anuais e de responsabilidade social e sustentabilidade.

A análise de conteúdo é “uma técnica de coleta de dados que consiste em codificar informações qualitativas de forma anedótica e literária em categorias a fim de obter uma escala quantitativa de diferentes níveis de complexidade”⁴ (ABBOTT e MONSEN, 1979, p. 504). Krippendorff (2013) acrescenta que esta técnica de pesquisa pode ser replicada e pode ser feita inferências válidas sobre os dados do contexto. Desta forma, Gonçalves, De Medeiros e Gonçalves (2012) categorizaram as dimensões em níveis de informação de restrito (1) a amplo (4):

- Restrito – quando a empresa não evidencia a informação proposta no item;
- Baixo – quando a empresa evidencia a informação proposta no item, mas não a divulga por programas sociais ou área de atuação, ou seja, ou seja, a informação é evidenciada de forma genérica;
- Médio – quando a empresa evidencia a informação proposta no item por área de atuação ou de alguns programas sociais; e
- Amplo – quando a empresa evidencia a informação proposta no item de forma analítica, isto é, com maior precisão e amplitude.

O quadro 1 apresenta somente as dimensões, os direcionadores para a coleta de dados e os itens evidenciados do Índice de *Social Disclosure*, a descrição em categorias de cada item encontra-se no Apêndice B.

Com a publicação da Lei nº 11.638/2007, que tornou obrigatória a elaboração da Demonstração do Valor Adicionado, bem como a verificabilidade por meio de auditoria

⁴ “a technique for gathering data that consists of codifying qualitative information in anecdotal and literary form into categories in order to derive quantitative scales of varying levels of complexity.”

externa, o item ‘Distribuição do Valor Adicionado’ foi retirado, uma vez que todas as companhias terão um nível de evidenciação considerado alto a partir de 2008.

A variável ISD é uma variável ordinal, sendo classificada no total dos doze itens no intervalo de no mínimo doze pontos para empresas com divulgação de informações restritas e de no máximo 48 pontos para empresas com divulgação de informações amplas (GONÇALVES, DE MEDEIROS e GONÇALVES, 2012).

ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	DIMENSÃO	DIRECIONADORES	ITENS EVIDENCIADOS		
	Informações passadas	Avaliação (Ramanatan, 1976)	VAR001 – Relação dos programas sociais com valores da empresa		
			VAR002 – Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais		
			VAR005 – Descrição dos objetivos e metas para os programas sociais		
		Mensuração (Ramanatan, 1976)	VAR006 – Recursos financeiros alocados nos programas sociais		
			VAR007 – Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado		
			VAR008 – Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais		
			VAR009 – Resultados sociais obtidos nos programas sociais		
			Prospecções de ações futuras	Avaliação (Ramanatan, 1976)	VAR003 – Descrição de aspectos para a melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais
					VAR004 – Descrição dos programas sociais futuros e em andamento
	Acessibilidade	Mensuração (Ramanatan, 1976)	VAR010 – Projeção do Fluxo de Caixa Futuro da alocação de recursos em programas sociais		
			Padrão de relatórios (Ramanatan, 1976)	VAR012 – Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social	
				VAR013 – Frequência na divulgação dos relatórios de responsabilidade social	

Quadro 1 – Índice de Social Disclosure

Fonte: Gonçalves, De Medeiros e Gonçalves (2012) adaptado

3.4.2 Variáveis de controle

As variáveis de controle do custo de capital próprio são incluídas no modelo para maior robustez ao modelo (BAUMANN e NIER, 2004; DE MEDEIROS e SILVEIRA, 2007). Baseado em pesquisas anteriores (BOTOSAN e PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002; GUAY,

KOTHARI e SHU, 2011; ROVER e SANTOS, 2013), as variáveis que repercutem na determinação do custo de capital próprio a preço corrente e o sinal esperado de seus coeficientes são:

- *Endividamento* (END) – Representa a relação entre a dívida financeira total sobre o patrimônio total da companhia no final de cada ano. Desta forma, se o valor for maior que 1 significa que a empresa dispõe de recursos para garantir a dívida, se o valor for menor que 1 significa que a empresa possui mais dívidas que recursos, e caso o valor seja igual a 1 significa que a empresa possui o valor de dívidas igual ao valor de recursos. Espera-se que a relação entre o endividamento e o custo de capital próprio seja positiva, de modo que quanto maior o endividamento, maior o risco econômico e financeiro alocado, e conseqüentemente, maior o custo de capital (BOTOSAN e PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002; ROVER e SANTOS, 2013).
- *Beta* (BETA) – Representa o valor dos betas (β) de cada empresa obtidos a partir de no mínimo de trinta retornos mensais no horizonte temporal de 60 meses, cujo objetivo é minimizar as alterações pontuais no mercado. Os betas de cada empresa foram obtidos a partir da base de dados da Economatica®. Espera-se que a relação entre o beta e o custo de capital próprio seja positiva, uma vez que o beta representa o risco sistemático do custo de capital (BOTOSAN e PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002; ROVER e SANTOS, 2013).
- *Tamanho* (TAM) – Elaborado a partir do logaritmo natural do valor de mercado – multiplicação do preço da ação pela quantidade de ações – de cada ano da companhia, ajustado pela inflação – IPCA. O logaritmo é utilizado para minimizar a heterocedasticidade do modelo. Espera-se que a relação entre o tamanho da empresa e o custo de capital próprio seja negativa, pois quanto maior o valor de mercado da companhia, maior a capacidade de atrair a atenção dos *stakeholders* e captar recursos a menores custos (HAIL, 2002; GUAY, KOTHARI e SHU, 2011).
- *Book-to-Market* (BTM) – Elaborado a partir da relação entre o valor contábil e o valor de mercado da companhia. A inclusão desta variável demonstra o conservadorismo do valor patrimonial e o valor da ação. Espera-se que a relação entre o *Book-to-Market* e o custo de capital próprio seja negativo, pois quando o valor patrimonial é inferior ao valor de mercado, menores riscos são

assumidos, diminuindo o custo de capital (GUAY, KOTHARI e SHU, 2011). Porém, a pesquisa de Botosan e Plumlee (2001) apresentou resultados contrários.

Ressalta-se que os dados foram obtidos pela base de dados da Economática® e ajustados pela inflação – IPCA – de modo a minimizar discrepâncias nos resultados ao longo do tempo.

O quadro 2 apresenta o resumo das variáveis de controle, mensuração, justificativa e sinal esperado.

Variáveis	Mensuração	Justificativa	Sinal esperado
Endividamento	$\frac{Dívida\ financeira\ total}{Patrimônio\ Total}$	Quanto maior o endividamento, maior o custo de capital	(+)
Beta	Beta obtido a partir de no mínimo trinta retornos mensais no horizonte temporal de 60 meses	Quanto maior o beta, maior o risco sistemático do custo de capital	(+)
Tamanho	Logaritmo natural do valor de mercado	Quanto maior o valor de mercado, menor o custo de capital	(-)
Book-to-Market	$\frac{Valor\ contábil}{Valor\ de\ mercado}$	Quanto maior o valor contábil em relação ao valor de mercado, menor o custo de capital	(-)

Quadro 2 – Resumo das Variáveis de Controle

Considerando o objetivo deste estudo, a equação seguinte apresenta como será verificada a relação entre o custo de capital e a reputação corporativa, que será estimada utilizando dados em painel:

$$Y_{it} = \alpha_i + \gamma X_{it} + \sum_{j=1}^4 \delta_j Z_{it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad (4)$$

$$u_{it} \sim iid [0, \sigma_u^2]$$

Onde:

Y_{it} é a variável custo de capital próprio; α é a constante da regressão; γ é o coeficiente associado a X_{it} – é a variável de reputação corporativa (Índice de Sustentabilidade Empresarial, *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro, Índice de *Social Disclosure*); δ é o

parâmetro associado à Z_{it} – variáveis de controle e u_{it} é o erro aleatório independente e identicamente distribuído. Os subscritos it do modelo representam a i – *ésima* empresa no período t .

3.5. LIMITAÇÕES DA PESQUISA

O presente estudo possui as seguintes limitações em decorrência do objetivo e operacionalização do trabalho:

1. O modelo de Gordon de estimação do custo de capital próprio limita o estudo por ser um estimador apenas para empresas com crescimento constante e por não ser capaz de estimar o custo de capital próprio de instituições financeiras, companhias de seguro, fundos fechados de investimento e de empresas com lucro líquido ou patrimônio líquido negativo.
2. O Índice de *Social Disclosure* é limitante do estudo, pois captura apenas informações sobre programas sociais externos contidos nos relatórios anuais e de sustentabilidade. As informações sociais contidas em outros relatórios e nos *sites* não são observadas pelo índice.
3. As *proxies* da reputação corporativa utilizadas nesta pesquisa são limitantes na medida em que captam apenas parte da reputação, e não a reputação corporativa como um todo.
4. Foram incluídas no estudo somente as empresas melhores ranqueadas até a centésima posição pela revista *As Melhores da Dinheiro*, o que pode ter interferir o resultado do estudo quanto a essa métrica de reputação corporativa.

4. TRATAMENTO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta sessão tem por objetivo apresentar a análise das métricas de reputação corporativa individualmente e a relação entre elas e verificar a relação da reputação e custo de capital próprio a preço corrente.

4.1. ANÁLISE DAS MÉTRICAS DE REPUTAÇÃO CORPORATIVA

Este estudo objetiva analisar a reputação corporativa com a utilização de três *proxies*: o Índice de Sustentabilidade Empresarial; o *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro; e o Índice de *Social Disclosure*.

A primeira análise realizada foi em relação à inclusão do Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE. Segundo Cruz e Lima (2010) e Almeida-Santos *et al* (2012) a inclusão em um índice de Sustentabilidade é uma *proxy* apropriada de reputação corporativa, pois as companhias pertencentes a esse índice desenvolvem práticas adequadas de evidenciação de informações socioambientais e são selecionadas conforme seu desempenho financeiro, social e ambiental (MICHELON, 2007).

O Gráfico 1 apresenta a quantidade de empresas da amostra que foram incluídas no Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE.

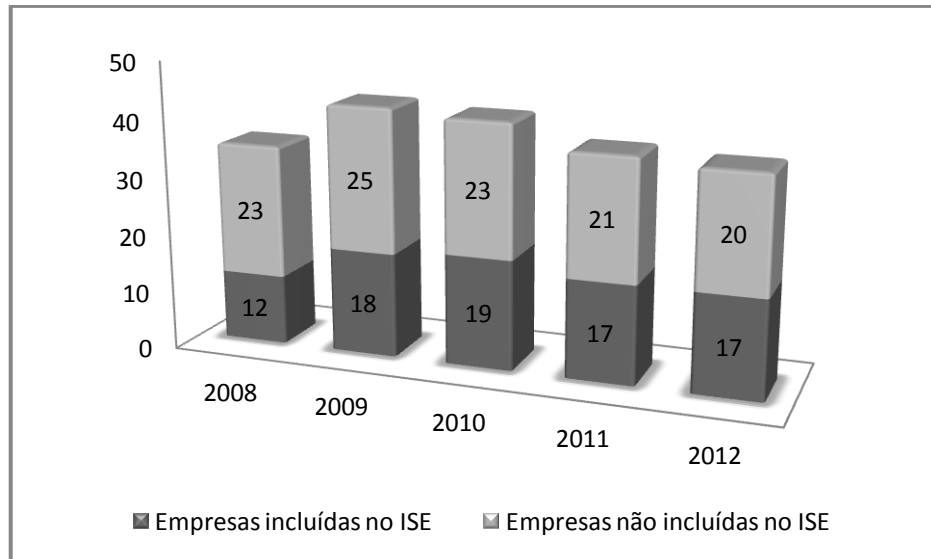


Gráfico 1 – Empresas da amostra listadas ou não no Índice de Sustentabilidade Empresarial

Observa-se no Gráfico 1 que a maior parte das empresas com maior liquidez – companhias da amostra – não estão incluídas no ISE, ou seja, não são sustentáveis de acordo com as percepções dos investidores, agentes do meio ambiente, auditores independentes e organizações de finalidade pública. Vale ressaltar, porém, que houve um aumento de 12% de empresas que foram incluídas no ISE de 2008 a 2012.

Os setores de alto impacto ambiental – como água e saneamento, energia elétrica, madeira e papel, mineração e químicos – estão incluídos no Índice de Sustentabilidade Empresarial como forma de legitimar suas ações através da divulgação da razão dos impactos causados por sua atividade, corroborando como Richardson e Welker (2001) e Branco e Rodrigues (2008).

Os setores de bebidas, comércio e distribuição de alimentos, construção e engenharia, exploração de imóveis, fumo, gás, mídia, petróleo, gás e biocombustíveis, produtos diversos, saúde, tecidos e vestuário e calçados, não foram incluídos em nenhum dos cinco anos pesquisados no Índice de Sustentabilidade Empresarial, ou seja, 28,57% da amostra total não foi incluída no ISE. As empresas dos demais setores, 71,43%, foram incluídas na lista do Índice de Sustentabilidade Empresarial em pelo menos um dos cinco anos analisados.

Em seguida, observou-se a relação da quantidade de empresas incluídas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro. De acordo com Toms (2002), Hasseldine, Salama e Toms (2005) e Roberts e Dowling (2002), o *ranking* de revistas especializadas é uma métrica adequada para avaliação da reputação corporativa. Herremans, Akathaporn e McInnes (1993)

acrescentam que empresas com maior reputação corporativa, medidas pelo *ranking*, possuem menor risco quando comparado com empresas com baixa reputação.

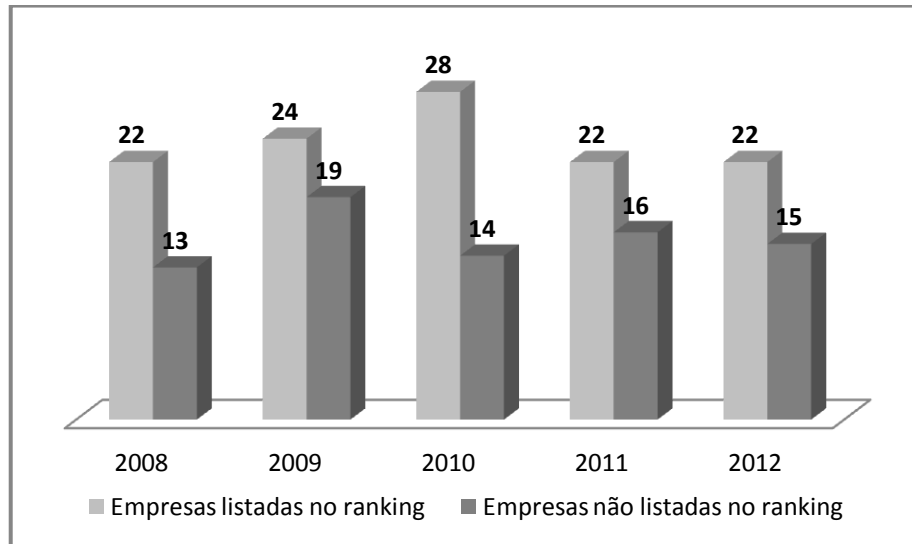


Gráfico 2 – Empresas da amostra incluídas ou não no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro

De acordo com o Gráfico 2, pode-se observar que a quantidade de empresas incluídas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro é em torno de 60% maior que as empresas não listadas. Somente os setores de exploração de imóveis, gás, mídia, produtos diversos, saúde, tecidos e vestuário e calçados, não foram ranqueados pela revista.

As empresas dos setores de bebidas, comércio, comércio e distribuição de alimentos, construção e engenharia, fumo e petróleo, gás e biocombustíveis, foram incluídas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro, mas não foram listadas no ISE. Uma possível justificativa é que a revista As Melhores da Dinheiro ranqueia empresas com base em critérios econômico-financeiros, sociais e ambientais. Sendo assim, o resultado econômico-financeiro elevado pode ter ocasionado que empresas não listadas no ISE fossem incluídas no *ranking* da revista, como, por exemplo, Petrobras, Souza Cruz e Ambev.

Quanto ao Índice de *Social Disclosure*, o quadro 3 apresenta os resultados dos níveis de evidenciação das variáveis do índice das companhias da amostra, quanto à moda.

Dimensão	2008	2009	2010	2011	2012
Informações passadas					
Relação dos programas sociais com valores da empresa	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito
Descrição dos objetivos e metas para os programas sociais	Amplio	Amplio	Amplio	Amplio	Amplio
Recursos financeiros alocados nos programas sociais	Amplio	Médio	Médio	Médio	Médio
Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito
Resultados sociais obtidos nos programas sociais	Baixo	Amplio	Amplio	Amplio	Amplio
Prospecções de ações futuras					
Descrição de aspectos para a melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais	Restrito	Restrito	Restrito	Baixo	Restrito
Descrição dos programas sociais futuros e em andamento	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito
Projeção do Fluxo de Caixa Futuro da alocação de recursos em programas sociais	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito
Acessibilidade					
Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social	Médio	Amplio	Amplio	Amplio	Amplio
Frequência na divulgação dos relatórios de responsabilidade social	Amplio	Amplio	Amplio	Amplio	Amplio

Quadro 3 – Nível de evidenciação das empresas da amostra

Os resultados compreendidos no Quadro 3 corroboram com Gonçalves, De Medeiros e Gonçalves (2012) quando se avalia as Informações passadas, Prospecções de ações futuras e Acessibilidade.

A fim de justificar a relação dos programas sociais com os valores da empresa, as companhias buscam justificar os motivos das suas atividades sociais com o objetivo de amenizar os impactos causados pela atividade operacional. Apesar disto, o nível de

evidenciação médio aponta que, em sua maioria, os relatórios não esclarecem como os valores organizacionais contribuíam na proposição de cada programa social.

O nível de evidenciação da avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais tende a restrito. Poter e Kraemer (2002) argumentam que é necessária a identificação e avaliação das necessidades da comunidade para obter maior e melhor impacto das atividades sociais. Contudo, isto não foi observado nos relatórios das companhias. A maior parte dos relatórios evidencia que realizou projetos sociais, mas não como e se avaliou as necessidades locais antes de promover as atividades.

A evidenciação da descrição dos objetivos e metas para os programas sociais tende, em geral, a um nível amplo, o que significa que a grande maioria das companhias evidenciam os objetivos e metas e a alocação de recursos financeiros para cada programa social desenvolvido. No entanto, em relação aos recursos financeiros alocados nos programas sociais, o nível de evidenciação tende a médio, ou seja, as companhias analisadas evidenciam os recursos financeiros alocados por área social e não por cada programa desenvolvido. Isto demonstra certa precaução em expor de forma transparente cada programa social, o que corrobora com Peliano *et al* (2002), que empresas brasileiras não possuem um orçamento específico para os programas sociais, fazendo-os de acordo com a demanda.

O nível de evidenciação das informações sobre o valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado tende a baixo, e o nível de evidenciação do valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais tende a restrito, demonstra que as companhias não evidenciam com transparência as informações de caráter econômico-financeiro aplicadas nos programas sociais.

Os resultados sociais obtidos nos programas sociais são apresentados, no total, a um nível de evidenciação que tende a amplo. A maioria dos relatórios divulga os resultados sociais acompanhados das descrições, o que demonstra uma possível justificativa das áreas de atuação dos programas sociais e os resultados alcançados destas ações.

Ramanathan (1976) aponta que a divulgação das prospecções de ações futuras é importante para que os usuários externos avaliem a repercussão dos programas sociais no resultado futuro da empresa, contudo, no geral, os itens dessa dimensão são evidenciados a um nível restrito. A consequência desta não divulgação é a incerteza quanto a continuidade

dos programas sociais, o que corrobora com Peliano *et al* (2002) e Machado Filho e Zylbersztajn (2003).

Quanto à acessibilidade, a maioria das companhias divulgam os relatórios sociais em sua página na rede mundial de computadores (internet) e apresentaram a política e frequência de divulgação, o que resultou em um resultado que tende a amplo. Porém, algumas companhias não apresentam relatórios sociais, ou porque foram incorporadas por outras, ou porque como os relatórios são voluntários, não tiveram interesse de divulgá-los.

O Quadro 4 apresenta o nível de evidenciação social total por categoria do Índice de *Social Disclosure* – restrito, baixo, médio ou amplo – pelo período analisado, quanto a moda das variáveis do índice.

Ano	Nível de evidenciação social total por categoria				
	Restrito (% e quant.)	Baixo (% e quant.)	Médio (% e quant.)	Amplo (% e quant.)	Total (% e quant.)
2008	94% (33)	0% (0)	3% (1)	3% (1)	100% (35)
2009	70% (30)	2% (1)	14% (6)	14% (6)	100% (43)
2010	62% (26)	7% (3)	7% (3)	24% (10)	100% (42)
2011	42% (16)	11% (4)	18% (7)	29% (11)	100% (38)
2012	62% (23)	5% (2)	8% (3)	24% (9)	100% (37)

Quadro 4 – Nível de evidenciação total por categoria no período de 2008 a 2012

Observa-se no Quadro 4 que houve mudanças no nível de evidenciação social durante o período analisado. Nos anos 2008, 2009 e 2010 mais empresas publicaram informações sociais tendendo a um nível restrito, ou seja, a maior parte dos itens do Índice de *Social Disclosure* não foi evidenciada. Apesar disto, quantidade de empresas que evidenciaram resultados que tendem ao nível amplo aumentou no triênio.

Nos anos de 2011 e 2012, houve um aumento na transparência das informações resultando no maior nível de evidenciação. Todavia, é possível verificar que no total do nível de evidenciação, mais variáveis foram evidenciadas a um nível restrito, seguidamente do nível amplo.

Analisando conjuntamente o Quadro 3 e o Quadro 4, a divulgação restrita das seguintes variáveis interferiu no resultado final do nível de evidenciação social total: (1) o valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais; (2)

a descrição de aspectos para a melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais; (3) a descrição dos programas sociais futuros e em andamento, e (4) a projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais.

Desta forma, a maior transparência na divulgação das informações dos programas sociais quanto aos valores empregados em cada programa e a prospecção das ações futuras da companhia na comunidade poderá melhorar o nível de evidenciação, podendo contribuir na melhora da reputação corporativa, como trata Richardson, Welker e Hutchinson (1999).

Segundo Richardson e Welker (2001) e Branco e Rodrigues (2008), empresas de setores de alto impacto ambiental divulgam mais informações sociais como forma de minimizar o risco de suas atividades. O Quadro 5 corrobora com esses autores de forma que as empresas dos setores de água e saneamento, energia elétrica, gás, madeira e papel, mineração, petróleo, gás e biocombustíveis e químicos divulgam as informações sociais a um nível maior que as empresas dos demais setores.

Setor	Nível de evidenciação total por setor				
	2008	2009	2010	2011	2012
Setores de alto impacto ambiental (RICHARSON e WELKER, 2001; BRANCO e RODRIGUES, 2008)					
Água e saneamento	-	Ampla	Médio	Baixo	Baixo
Energia elétrica	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Gás	Médio	Ampla	-	-	-
Madeira e papel	Médio	Ampla	Médio	Ampla	Médio
Mineração	Médio	Baixo	Baixo	Baixo	Médio
Petróleo, gás e biocombustíveis	Baixo	Médio	Médio	Baixo	Ampla
Químicos	-	Ampla	Ampla	-	-
Demais setores					
Alimentos processados	Restrito	Médio	Baixo	Médio	Baixo
Bebidas	Baixo	Médio	Médio	Baixo	Baixo
Comércio	Restrito	Restrito	Restrito	Médio	Médio
Comércio e distribuição de alimentos	Médio	Médio	Médio	Médio	Ampla
Construção e Engenharia	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito
Exploração de imóveis	-	-	-	Restrito	Restrito
Fumo	Médio	-	-	Restrito	Restrito
Holdings diversificadas	Médio	Médio	Restrito	Médio	Médio
Material de transporte	Baixo	Baixo	Médio	Médio	Baixo
Mídia	-	Restrito	-	-	-
Produtos de uso geral e de limpeza	Médio	Baixo	Médio	Baixo	Médio
Produtos diversos	-	-	-	-	Baixo
Saúde	-	-	-	-	Baixo
Siderurgia e metalúrgica	Ampla	Baixo	Baixo	Baixo	Restrito
Tecidos, vestuário e calçados	-	-	-	Restrito	Restrito
Telefonia fixa	Restrito	-	Restrito	Baixo	Baixo
Telefonia móvel	Baixo	Baixo	Baixo	Médio	Ampla
Transporte	Baixo	Baixo	Restrito	Baixo	Baixo

Quadro 5 – Nível de evidenciação total por setor no período de 2008 a 2012

Através da análise do Índice de *Social Disclosure* e suas implicações, pode-se verificar que a divulgação das informações sociais nos relatórios anuais e de sustentabilidade das companhias demonstra a preocupação com a legitimação de suas ações frente à comunidade e investidores, o que busca aumentar a reputação corporativa e minimizar os riscos inerentes à

atividade comercial. Porém as companhias são prudentes quanto à divulgação transparente dos custos envolvidos aos programas sociais externos desenvolvidos e as prospecções futuras desses programas.

Além disso, constatou-se que as companhias de setores de alto impacto ambiental evidenciam mais informações sociais e são listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial, como forma de minimizar o impacto de suas atividades.

O Quadro 6 verifica a interação entre as métricas da reputação corporativa – Índice de *Social Disclosure* – quanto à moda–, Índice de Sustentabilidade Empresarial e *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro.

Empresas	Nível de evidenciação total medido pelo Índice de <i>Social Disclosure</i>				
	2008	2009	2010	2011	2012
Listadas no ISE	Amplio	Amplio	Médio	Médio	Médio
Não listadas no ISE	Médio	Médio	Médio	Restrito	Baixo
Listadas no <i>ranking</i> da Dinheiro	Amplio	Médio	Médio	Baixo	Amplio
Não listadas no <i>ranking</i> da Dinheiro	Médio	Médio	Restrito	Médio	Baixo

Quadro 6 – Interação entre as métricas da Reputação Corporativa

Segundo o Quadro 6, observa-se que no ano de 2008 e 2009 as empresas listadas no ISE evidenciaram mais informações sobre os programas sociais desenvolvidos que as empresas não listadas no ISE; o mesmo ocorreu com as companhias listadas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro em 2008 e 2010, ou seja, houve mais transparência na evidenciação das companhias ranqueadas pelas revista que nas companhias não ranqueadas.

Em 2009, não houve diferença na evidenciação das informações sociais das empresas ranqueadas e não ranqueadas pela revista As Melhores da Dinheiro. Em 2010, não houve diferença na divulgação social entre as empresas listadas e não listadas no Índice de Sustentabilidade. Esses resultados apontam que as empresas listadas ou não apresentaram mesma tendência de evidenciação social.

Em 2011 e 2012, as companhias listadas no ISE apresentaram maior nível de evidenciação que as companhias não listadas. Já as companhias ranqueadas pela Dinheiro

apresentaram menor nível de evidenciação que as companhias não ranqueadas em 2011, comportamento não verificado por Roberts e Dowling (2002) e Hasseldine, Salama e Toms (2005). Em 2011, as companhias listadas no *ranking* da revista apresentaram nível de evidenciação amplo, enquanto que as companhias não listadas no *ranking* apresentaram nível baixo de evidenciação.

Por meio do Quadro 6, observa-se que há uma tendência das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial e listadas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro apresentarem maior nível de evidenciação que as empresas não listadas pelo ISE e pelo *ranking*, corroborando com Michelin (2007), de que o relatório de sustentabilidade pode ser visto como um direcionador da reputação corporativa pois comunica aos *stakeholders* seu desempenho social e ambiental.

4.2. RELAÇÃO DAS MÉTRICAS DE REPUTAÇÃO CORPORATIVA E O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO A PREÇO CORRENTE

Segundo Lourenço e Schroder (2003) e Machado Filho e Zylbersztajn (2003) as ações de responsabilidade social visam aumentar o valor da empresa, e minimizar os riscos reputacionais. Assim, esta subseção objetiva verificar a relação entre cada métrica de reputação corporativa e o custo de capital próprio a preço corrente.

A Tabela 2 apresenta a relação entre as empresas listadas ou não no Índice de Sustentabilidade Empresarial e a média do custo de capital próprio nos anos de 2008 a 2012.

Tabela 2 – Custo de Capital Próprio médio das empresas listadas e não listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial

Empresas	Custo de Capital Próprio a preço corrente médio				
	2008	2009	2010	2011	2012
Listadas no ISE	0,1473	0,0897	0,1189	0,0974	0,0747
Não listadas no ISE	0,1505	0,1799	0,1381	0,1409	0,1080

As empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial apresentam, em todos os anos analisados, custo de capital próprio a preço corrente menor que as empresas não listadas no ISE. Este resultado corrobora com Michelin (2007) e Lourenço *et al* (2013) de

que os índices de sustentabilidade são boas métricas de reputação corporativa, e com Batsman e Geiser (2013) de que a reputação corporativa afeta o custo de capital próprio.

A Tabela 3 apresenta a interação entre as empresas listadas ou não no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro e a média do custo de capital próprio no período de 2008 a 2012.

Tabela 3 – Custo de Capital Próprio médio das empresas listadas e não listadas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro

Empresas	Custo de Capital Próprio a preço corrente médio				
	2008	2009	2010	2011	2012
Listadas no <i>ranking</i> da Dinheiro	0,1528	0,1437	0,1380	0,1226	0,0929
Não listadas no <i>ranking</i> da Dinheiro	0,1436	0,1401	0,1120	0,1199	0,0925

O custo de capital próprio médio das empresas listadas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro apresentou resultado diferente das pesquisas de Herremans, Akathaporn e McInnes (1993), Hammond e Slocum Jr. (1996) e Roberts e Dowling (2002). Esses autores verificaram que a reputação corporativa, medida pelo *ranking* de revistas especializadas, possui relação negativa com o risco, porém a Tabela 3 apresenta que as empresas listadas no *ranking* da Dinheiro possuem maior custo de capital próprio médio que as empresas não listadas.

Como o *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro lista companhias por critérios econômico-financeiros, sociais e ambientais, as empresas de alto impacto ambiental – água e saneamento, energia elétrica, madeira e papel, mineração, petróleo, gás e biocombustíveis e químicos – foram incluídas por apresentarem resultado econômico-financeiro superior.

Como as empresas de alto impacto ambiental possuem maior risco decorrente de suas atividades, elas apresentam maior custo de capital. Acredita-se que o resultado encontrado na Tabela 3 é consequência da inclusão dessas empresas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro.

A Tabela 4 apresenta a relação do nível de evidenciação, medido pelo Índice de *Social Disclosure*, e o custo de capital próprio. O ISD foi dividido em quartis.

Tabela 4 – Custo de Capital Próprio médio das empresas quanto ao nível de evidenciação por quartil do Índice de *Social Disclosure*

Empresas com nível de evidenciação	Custo de Capital Próprio a preço corrente médio					
	2008	2009	2010	2011	2012	2008 a 2012
1º Quartil	0,1094	0,1650	0,1665	0,1721	0,1317	0,1540
2º Quartil	0,1079	0,1900	0,0898	0,1150	0,0757	0,1356
3º Quartil	0,2196	0,1092	0,1264	0,0966	0,0734	0,0992
4º Quartil	0,2980	0,1013	0,1299	0,0786	0,0853	0,1184

Segundo a Tabela 4, em 2008, as empresas com menor nível de evidenciação possuem menor custo de capital quando comparadas com os demais níveis de evidenciação. Em 2009, o resultado foi oposto, ou seja, o menor custo de capital foi verificado nas empresas com maior nível de evidenciação. Em 2010, 2011 e 2012, o maior custo de capital próprio correspondeu ao menor nível de evidenciação.

Observa-se que, durante o período, o custo de capital próprio médio aumentou somente em empresas com baixo nível de evidenciação; as empresas com nível maior de evidenciação apresentaram menor custo de capital próprio ao longo dos anos. Sendo que a diferença entre o maior e o menor custo de capital em cada ano diminuiu, em 2008 foi de 0,1901 e em 2012 foi de 0,0583.

No período total da amostra, se observa que as empresas que evidenciaram mais informações sociais (3º e 4º quartil) apresentam menor custo de capital. Este resultado corrobora com Richardson, Welker e Hutchinson (1999), Dhaliwal *et al* (2011) e Gonçalves *et al* (2013) de que as companhias que divulgam informações sobre os programas sociais desenvolvidos tem um menor custo de capital próprio quando comparado com companhias que não divulgam tais informações.

A Tabela 5 apresenta a interação das métricas de reputação corporativa quanto ao custo de capital próprio. A métrica Índice de Sustentabilidade Empresarial foi dividida em empresas listadas no ISE e não listadas no ISE. A métrica *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro foi dividida em empresas listadas no *ranking* da revista e as empresas não listadas. A métrica Índice de *Social Disclosure* foi dividida em quartis. O resultado da interação das três métricas resultou na média do custo de capital próprio a preço corrente.

Tabela 5 – Interação das métricas de Reputação Corporativa quanto ao Custo de Capital Próprio

2008	CCP x ISD				2009	CCP x ISD			
	ISD 19	ISD 25	ISD 28	ISD 34		ISD 22,5	ISD 26	ISD 29,5	ISD 32
Listadas no ISE	0,0703	0,1204	0,1678	0,1664	Listadas no ISE	0,0619	0,1168	0,0668	0,0909
Não listadas no ISE	0,1138	0,1004	0,2610	0,1573	Não listadas no ISE	0,1753	0,2318	0,1376	0,1481
Listadas no ranking da Dinheiro	0,0823	0,1020	0,2405	0,1741	Listadas no ranking da Dinheiro	0,1327	0,2413	0,1191	0,1098
Não listadas no ranking da Dinheiro	0,1276	0,1257	0,1935	0,0759	Não listadas no ranking da Dinheiro	0,1835	0,1472	0,0863	0,0787
2010	CCP x ISD				2011	CCP x ISD			
	ISD 23	ISD 28	ISD 31	ISD 33		ISD 23	ISD 29	ISD 31	ISD 38
Listadas no ISE	0,1366	0,0684	0,1322	0,1299	Listadas no ISE	-	0,1047	0,1099	0,0738
Não listadas no ISE	0,1725	0,1040	0,1180	-	Não listadas no ISE	0,1721	0,1254	0,0701	0,1027
Listadas no ranking da Dinheiro	0,2624	0,0870	0,1284	0,1400	Listadas no ranking da Dinheiro	0,2137	0,1172	0,0797	0,0906
Não listadas no ranking da Dinheiro	0,1185	0,0963	0,1108	0,1098	Não listadas no ranking da Dinheiro	0,1484	0,1042	0,1179	0,0666
2012	CCP x ISD				2008 a 2012	CCP x ISD			
	ISD 24	ISD 28	ISD 30	ISD 35		ISD 23	ISD 27	ISD 30	ISD 38
Listadas no ISE	0,0517	0,0925	0,0594	0,0821	Listadas no ISE	0,0981	0,1206	0,0811	0,1193
Não listadas no ISE	0,1405	0,0661	0,1577	0,0918	Não listadas no ISE	0,1604	0,1434	0,1255	0,1161
Listadas no ranking da Dinheiro	0,1405	0,0913	0,0612	0,0827	Listadas no ranking da Dinheiro	0,1717	0,1478	0,1038	0,1231
Não listadas no ranking da Dinheiro	0,1228	0,0627	0,1040	0,0948	Não listadas no ranking da Dinheiro	0,1439	0,1144	0,0858	0,1054

No ano de 2008, quando se compara o custo de capital das empresas listadas no ISE e listadas no *ranking* da Dinheiro, observa-se que as empresas listadas no ISE apresentam menor custo de capital em qualquer nível de evidênciação. Porém quando se observa as empresas não listadas, o comportamento é contrário quando há o maior nível de evidênciação, ou seja, as empresas não listadas no ISE com mais transparência apresentam maior custo de capital que as empresas não listadas no *ranking* da Dinheiro com maior nível de evidênciação.

As empresas com maior transparência das informações sociais, que apresentam menor custo de capital próprio são as empresas não listadas no ISE e as empresas não listadas no *ranking* da Dinheiro, enquanto que as empresas com menor nível de evidênciação e menor custo de capital são as empresas listadas tanto no ISE quanto no *ranking* da Dinheiro.

Em 2009, as empresas listadas no ISE apresentam menor custo de capital em todos os níveis de evidênciação do ISD, ao passo que as empresas listadas no *ranking* da Dinheiro apresentam menor custo de capital somente a um nível restrito de evidênciação social. Quando se analisa a evolução na transparência de informações sociais, somente as empresas listadas no ISE apresentaram aumento do custo de capital, ou seja, na maior parte das empresas, o custo de capital diminui quando aumenta o nível de evidênciação.

Os anos de 2010, 2011 e 2012 seguem a tendência apresentada em 2009, demonstrando que, no geral, as empresas listadas no ISE apresentam menor custo de capital em qualquer nível de evidênciação do ISD; já as empresas listadas no *ranking* da Dinheiro apresentam comportamento contrário, ou seja, apresentam maior custo de capital próprio que as empresas não listadas.

Nos três últimos anos analisados, a diferença entre o custo de capital médio das empresas listadas no ISE e das empresas não listadas no ISE diminuiu quando aumentou o nível de evidênciação. Como se observa no ano 2012, a diferença entre as empresas listadas no ISE e não listadas, com menor nível de evidênciação é 0,0888 e com maior nível de evidênciação é 0,0097. O mesmo comportamento ocorre com as empresas listadas e não listadas no *ranking* da Dinheiro. Como no ano 2010, a diferença do custo de capital é de 0,1439 com menor nível de evidênciação, e 0,0302 com maior nível de evidênciação. Esse resultado corrobora com Michelin (2007) de que o maior nível de evidênciação minimiza o risco.

Vale destacar que não houveram empresas não listadas no ISE no quarto quartil do ISD no ano de 2010 e empresas listadas no ISE no primeiro quartil do ISD no ano de 2011.

Analisando sob a perspectiva do Índice de Sustentabilidade Empresarial, no geral, as empresas listadas no ISE apresentam menor custo de capital em todos os níveis de evidenciação do ISD em comparação com as empresas não listadas no ISE. Destaca-se que há uma disparidade entre as empresas com maior custo de capital próprio, ou seja, o maior custo de capital próprio das empresas listadas no ISE é bem inferior ao maior custo de capital próprio das empresas não listadas no ISE, corroborando com Batsman e Geiser (2013) e Lourenço *et al* (2013) de que as empresas listadas no ISE apresentam menor custo de capital próprio.

O resultado obtido do custo de capital das empresas listadas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro não é semelhante às empresas listadas no ISE. O custo de capital próprio médio da amostra foi menor nas empresas não ranqueadas pela revista em comparação com as empresas ranqueadas. Este resultado diverge dos estudos de Hammond e Slocum Jr. (1996), Roberts e Dowling (2002) e Hasseldine, Salama e Toms (2005) por apresentar uma relação positiva entre *ranking* de revistas especializadas e custo de capital próprio.

Além disso, apesar da volatilidade dos resultados, no geral, o custo de capital próprio, diminuiu em relação ao maior nível de evidenciação do ISD tanto nas empresas listadas no *ranking* da Dinheiro.

Quanto ao Índice de *Social Disclosure*, durante todo o período analisado, os menores custos de capital estão relacionados com o maior nível de evidenciação, no 3º e 4º quartil, nas empresas listadas ou não no ISE e nas empresas listadas ou não no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro. Este resultado corrobora com Dhaliwall *et al* (2011) e Gonçalves *et al* (2013) de que existe uma relação negativa entre o custo de capital próprio e o nível de evidenciação social, ou seja, quanto maior a transparência das informações sociais, menor o custo de capital próprio.

No período total, de 2008 a 2012, é possível verificar que as empresas listadas no ISE apresentam menor custo de capital próprio se comparadas com as empresas não listadas, e que o menor custo está relacionado à maior evidenciação; já as empresas listadas no *ranking* da Dinheiro apresentam maior custo de capital em relação às empresas não listadas.

Assim, constata-se que as empresas listadas no ISE apresentam maior nível de evidenciação social e um custo de capital menor, corroborando com Almeida-Santos *et al* (2012) e Lourenço *et al* (2013). Enquanto que as empresas listadas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro apresentam maior nível de evidenciação social porém com custo de capital maior quando comparadas com as empresas não listadas no *ranking* da Dinheiro.

4.3. DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL: REPUTAÇÃO CORPORATIVA E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Inicialmente, verificou-se a existência de variáveis em comum, pela matriz de correlação. A existência de alta correlação entre as variáveis pode ocasionar viés na estimação do modelo. A Tabela 6 apresenta a matriz de correlação das variáveis do modelo.

Tabela 6 – Matriz de correlação das variáveis do modelo

Variáveis	CCP	ISE	DINH	ISD	END	BETA	TAM	BTM
CCP	1,0000							
ISE	-0,1797	1,0000						
DINH	0,0362	0,2923	1,0000					
ISD	-0,1970	0,4521	0,2750	1,0000				
END	0,1411	-0,1609	0,0168	-0,2788	1,0000			
BETA	0,1898	-0,3999	-0,3049	-0,3842	0,0388	1,0000		
TAM	-0,0675	0,0682	0,4641	0,2260	-0,1339	-0,1240	1,0000	
BTM	-0,1121	0,2463	0,1292	0,1507	-0,2148	-0,1922	-0,0704	1,0000

Segundo Gujarati (2006), são consideradas variáveis altamente correlacionadas resultados acima de 0,80. Desta forma, é possível visualizar que as variáveis do modelo não possuem alta correlação entre si.

Para identificar se painel deve ser estimado por efeitos fixos ou aleatórios, realizou-se o teste de *Hausman*.

Tabela 7 – Teste de *Hausman* para o modelo com efeito aleatório

Resultado do teste	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Efeito aleatório	42,5932	7	3,99658e-007

O resultado do Teste de *Hausman* rejeita a hipótese nula para estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios, portanto, o modelo deve ser estimado com efeitos fixos. Segundo Gujarati (2006, p. 516), o modelo em painel com efeitos fixos pode ser estimado através de seguintes possibilidades:

- a) Quando o intercepto e os coeficientes angulares são constantes ao longo do tempo e no espaço e que o termo de erro capta as diferenças ao longo do tempo e entre os indivíduos;
- b) Quando os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia entre os indivíduos;
- c) Quando os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia entre os indivíduos e ao longo do tempo,
- d) Quando todos os coeficientes – intercepto e coeficientes angulares – variam entre os indivíduos; e
- e) Quando o intercepto e os coeficientes angulares variam entre indivíduos e ao longo do tempo.

Wooldridge (2006) acrescenta que a abordagem de efeitos fixos é mais sensível às quebras de pressupostos de normalidade.

Para verificar autocorrelação dos resíduos, o resultado do teste de *Durbin-Watson* (1,989996) apontou que o modelo não rejeita a hipótese nula de não existência de autocorrelação, ou seja, o modelo sugere a não existência de autocorrelação dos resíduos.

O teste de normalidade dos resíduos considera como hipótese nula que os resíduos são normalmente distribuídos. O resultado obtido no teste ($p\text{-valor} = 9,09547e-013$) rejeita a hipótese de que a distribuição dos resíduos é normal. Contudo, em razão da quantidade de observações utilizadas para o teste (195 observações), acredita-se que a distribuição tende a ser normal alinhado ao que Brooks (2008) afirma que a premissa de normalidade será atendida para grandes amostras. Além disso, os mínimos quadrados são estimadores não tendenciosos sendo os erros normalmente distribuídos ou não (GUJARATI, 2006).

Para identificar se a série é estacionária, foi realizado o teste de raiz unitária de Levin, Lin e Chut ($p\text{-valor} < 0,00$); Im, Pesaran e Shin ($p\text{-valor} < 0,00$); ADF-Fisher ($p\text{-valor} < 0,00$) e PP-Fisher ($p\text{-valor} < 0,00$), os quais rejeitam a hipótese nula, indicando a não existência de raízes unitárias, isto é, a série é estacionária.

O resultado do Teste de *Wald* apontou evidência de heterocedasticidade do modelo (p -valor $< 0,00$). Assim, para corrigir o problema de heterocedasticidade, utilizou-se o modelo ajustado pelos Mínimos Quadrados Ponderados – WLS (GUJARATI, 2006).

Após o ajuste, o modelo não apresentou problemas de heterocedasticidade. Desta forma, o modelo de regressão foi estimado com dados em painel com efeitos fixos, coeficientes angulares constantes e corrigido pelo WLS para heterocedasticidade.

Tabela 8 – Modelo estimado com dados em painel com efeitos fixos, corrigido pelo WLS, para variável dependente Custo de Capital Próprio (N=195)

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Estatística <i>t</i>	p-valor	
const	0,285926	0,0634253	4,508	1,15e-05	***
ISE	-0,0130736	0,00765596	-1,708	0,0894	*
DINH	0,0394267	0,00846413	4,658	6,04e-06	***
ISD	-0,00123055	0,000566797	-2,171	0,0312	**
END	4,28380e-06	4,65880e-05	0,09195	0,9268	
BETA	0,0222722	0,00724343	3,075	0,0024	***
TAM	-0,0101237	0,00364846	-2,775	0,0061	***
BTM	-0,00862374	0,00895005	-0,9635	0,3365	
Soma resíd. quadrados		181,8793	E.P. da regressão	0,986213	
R-quadrado		0,161257	R-quadrado ajustado	0,129860	
F (7, 187)		5,136105	P-valor (F)	0,000023	
Log da verossimilhança		-269,9015	Critério de Akaike	555,8030	
Critério de Schwarz		581,9870	Critério Hannan-Quinn	566,4046	

De acordo com a Tabela 8, o modelo foi significativo como um todo, considerando o teste *F* (p -valor $<0,01$).

Em relação à multicolinearidade, segundo Gujarati (2006), uma das maneiras de detectar a multicolinearidade é quando o R^2 é alto ($>0,80$). A Tabela 8 apresenta o R^2 de 0,16 que corrobora que o modelo não apresenta indícios de multicolinearidade.

A partir das análises realizadas do modelo, é possível afirmar que o mesmo é significativo e capaz de responder o problema de pesquisa. O Quadro 7 apresenta os resultados esperados das variáveis e os resultados encontrados no modelo.

Variáveis independentes	Sinal esperado	Sinal observado	Significância
Índice de Sustentabilidade Empresarial	(-)	(-)	Sim *
<i>Ranking</i> da revista As Melhores da Dinheiro	(-)	(+)	Sim ***
Índice de <i>Social Disclosure</i>	(-)	(-)	Sim **
Endividamento	(+)	(+)	Não
Beta	(+)	(+)	Sim ***
Tamanho	(-)	(-)	Sim ***
<i>Book-to-Market</i>	(-)	(-)	Não

* Significativa ao nível de significância de 10%

** Significativa ao nível de significância de 5%

*** Significativa ao nível de significância de 1%

Quadro 7 – Resultados esperados e observados do Custo de Capital Próprio e variáveis independentes

Quanto aos resultados obtidos, a variável Endividamento foi positiva, corroborando o sinal esperado, porém ela não foi significativa, resultado que vai ao encontro dos achados de Gonçalves *et al* (2013). O mesmo ocorreu com a variável *Book-to-Market*, o sinal observado foi o mesmo do sinal esperado, corroborando com Guay, Kothari e Shu (2011), porém não foi significativa.

A variável Beta apresentou um resultado significante. Desta forma, é possível inferir que o beta, ou seja, a variação entre o risco do ativo e a carteira de mercado, aumenta o custo de capital próprio a preço corrente, corroborando com Botosan e Plumlee (2001), Hail (2002) e Rover e Santos (2013). Isto significa que quanto menor a diferença entre o risco do ativo e da carteira de mercado, menor será o custo de capital próprio.

Outra variável que merece destaque é a variável Tamanho, significante ao nível de 1%. Este resultado corrobora com Hail (2002) e Guay, Kothari e Shu (2011), de que o valor de mercado da companhia interfere no risco, de modo que quanto maior o valor de mercado, mais atenção à companhia atrai dos usuários externos, resultando num menor custo de capital.

Segundo Wartick (2002), a reputação corporativa é baseada nas percepções dos *stakeholders*, e não numa representação real. Por ser difícil utilizar apenas uma medida que consiga captar as percepções de todos os *stakeholders*, Fombrun (1996) afirma que é possível medir a reputação corporativa através de um conjunto representativo de diferentes *stakeholders*. Desta forma, a utilização do ISE, *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro, e ISD captam, conjuntamente, as percepções dos investidores, instituições e organizações sociais e ambientais, auditores independentes e organizações de finalidade pública, analistas de mercado e *stakeholders* interessados nos programas sociais desenvolvidos pela companhia.

A reputação corporativa é uma representação do resultado das ações organizacionais (FOMBRUN e SHANLEY, 1990), aprimora o desempenho da companhia (JONES, 1995) e pode diminuir o custo de capital próprio (FOMBRUN, GARDBERG e BARNETT, 2000).

Corroborando com Richardson, Welker e Hutchinson (1999), Machado Filho e Zylbersztajn (2003) e Cruz e Lima (2010), de que a reputação corporativa pode diminuir o custo de capital próprio, era esperado que as métricas de reputação corporativa – ISE, *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro e ISD – reduzissem o custo de capital próprio a preço corrente, contudo, não se pode observar totalmente esta afirmação.

O Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE é um índice elaborado pela BM&FBovespa para listar as quarenta empresas com melhores práticas de sustentabilidade. Segundo Cruz e Lima (2010), Almeida-Santos *et al* (2012) e Lourenço *et al* (2013), este índice é significativo para captar a reputação corporativa, e diminuir o risco.

O estudo verificou que o ISE é estatisticamente relevante para reduzir o custo de capital próprio, ao nível de 10% de significância. O resultado do Quadro 7 corrobora a análise da Tabela 2 e da Tabela 5, de que as empresas listadas no ISE apresentam custo de capital próprio a preço corrente menor que as empresas não listadas no ISE. Assim, a um nível de 10% de significância, é possível corroborar com Batsman e Geiser (2013) de que a reputação corporativa, medida pelo índice de sustentabilidade, afeta de forma negativa o custo de capital próprio.

A revista As Melhores da Dinheiro publica todo ano, as empresas com melhores resultados em relação à sustentabilidade financeira, inovação, qualidade, recursos humanos, responsabilidade socioambiental e governança corporativa. De acordo com Herremans, Akathaporn e McInnes (1993) as empresas com maior reputação, listadas em *rankings* de revistas especializadas, possuem melhor retorno de mercado e baixo risco. Todavia, este estudo revelou resultado contrário, é estatisticamente significativo ao nível de 1%.

O resultado do Quadro 7 corrobora os achados da Tabela 3 e da Tabela 5, de que as empresas incluídas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro apresentam maior custo de capital próprio a preço corrente que as empresas não incluídas, contrariando os resultados de Hammond e Slocum Jr. (1996) e Roberts e Dowling (2002).

Uma possível explicação para tal fato é que as empresas de setores de alto impacto ambiental, que possuem maior risco operacional, são ranqueadas pela revista porque o resultado econômico-financeiro sobressai sob o aspecto do resultado social e ambiental. Além

disso, o *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro é analisado somente por analistas financeiros, enquanto os *rankings* das revistas *Fortune* e *Management Today* trabalham com análises de executivos, diretores e analistas financeiros. Esta diferença pode resultar em baixa confiança dos *stakeholders*, aumentando o risco, e o custo de capital.

O Índice de *Social Disclosure* – ISD foi significativo ao nível de 5%. Este índice, elaborado por Gonçalves, De Medeiros e Gonçalves (2012), é capaz de captar informações relevantes sobre os programas sociais externos das companhias. Segundo Ramanathan (1976), os relatórios sociais devem fornecer informações sobre os programas sociais, como o objetivo de cada um, políticas de apoio, o desempenho e as contribuições dos programas sociais desenvolvidos.

O resultado do ISD obtido no Quadro 7 corrobora as análises das Tabelas 4 e 5, de que as empresas com maior nível de evidenciação apresentam menor custo de capital, corroborando com os estudos de Richardson, Welker e Hutchinson (1999), Dhaliwall *et al* (2011) e Gonçalves *et al* (2013).

Desta forma, os achados deste trabalho vão ao encontro de que a transparência na divulgação das informações sociais, captadas pelo ISD, contribui na construção da reputação corporativa, diminuindo o custo de capital próprio (RICHARDSON, WELKER e HUTCHINSON, 1999).

O Índice de *Social Disclosure*, métrica da reputação corporativa, contribui na redução do custo de capital próprio, ou seja, quanto maior a divulgação de informações sociais, menor o risco, e menor o custo de capital próprio a preço corrente.

Tomando por base a característica de que a reputação corporativa é um conjunto de percepções de todos os *stakeholders*, este trabalho foi relevante, pois abarcou três métricas significantes que captaram percepções de diferentes *stakeholders*. Segundo Fombrun (1996), é possível medir a reputação através de um conjunto representativo de diferentes *stakeholders*, desde que estabeleça critérios conceitualmente relevantes; desta forma, enquanto o Índice de Sustentabilidade Empresarial capta as percepções dos investidores, agentes do meio ambiente, auditores independentes e organizações de finalidade pública, a revista As Melhores da Dinheiro ranqueia empresas baseada em critérios de responsabilidade social e é analisado por técnicos da Trevisan Escola de Negócios, e o Índice de *Social Disclosure* capta a percepção dos *stakeholders* em relação aos programas sociais desenvolvidos pela companhia.

Outra característica da reputação, é que ela deve ser comparativa. Walker (2010) explica que a reputação pode ser comparada, não somente entre empresas, mas também entre concorrentes, reputações anteriores e entre setores. De tal modo, este trabalho verificou uma gama de companhias de setores diferentes, o que capturou a característica de comparabilidade da reputação corporativa.

Este trabalho também captou a característica da reputação ser positiva ou negativa, quando analisou companhias pelo critério de liquidez e não pela reputação, corroborando com Walker (2010) que verificou que análises de empresas com reputação positiva e negativa tendem proporcionar maior conhecimento que quando se avalia somente empresas com reputação positiva (ROBERTS e DOWLING, 2002; RINDOVA *et al*, 2005).

A reputação corporativa deve ser estável e permanente. Este trabalho corrobora com Hassard (1991), quando pesquisa um período de cinco anos, já que a pesquisa longitudinal é mais acurada que a pesquisa *cross-sectional*, pois avalia o efeito no tempo.

Em suma, este trabalho identificou que as métricas utilizadas para captar a reputação corporativa contribuem significativamente para o custo de capital próprio. De forma que (1) as empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial apresentam menor custo de capital próprio; (2) as empresas com maior nível de evidenciação dos programas sociais externos, captado pelo Índice de *Social Disclosure*, apresentam menor custo de capital próprio; e (3) as empresas listadas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro apresentam maior custo de capital próprio.

Pelo exposto, este trabalho foi relevante como um todo, pois verificou que a reputação corporativa contribui de forma relativa para o custo de capital próprio a preço corrente. Enquanto o *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro tem uma relação positiva com o custo de capital, o Índice de Sustentabilidade Empresarial e o Índice de *Social Disclosure* relacionam-se negativamente com o custo de capital.

5. CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi testar a relação entre a reputação corporativa e o custo de capital próprio a preço corrente de empresas brasileiras de capital aberto. Para que o objetivo fosse alcançado, foram traçados objetivos específicos.

A primeira etapa foi identificar a métrica capaz de captar o custo de capital próprio a preço corrente. Conforme Botosan e Plumlee (2001), foi utilizado o modelo de Gordon (1959), porque é considerado o melhor estimador do custo de capital próprio quando comparado com outros modelos. O custo de capital próprio a preço corrente, segundo o modelo de Gordon (1959), é definido pelos retornos exigidos para cada ação de cada empresa, e o preço de mercado da ação é determinado pelos dividendos futuros esperados que crescem a uma taxa de crescimento constante.

A segunda etapa foi definir os indicadores de reputação corporativa e as variáveis de controle. Tomando por norte pesquisas anteriores (HERREMANS, AKATHAPORN e McINNES, 1993; HAMMOND e SLOCUM JR., 1996; DEEGAN e GORDON, 1996; DEEGAN e RANKIN, 1996; TOMS, 2002; ROBERTS e DOWLING, 2002; HASSELDINE, SALAMA E TOMS, 2005; MICHELON, 2007; SIMNETT, VANSTRAELEN e CHUA, 2009; CRUZ e LIMA, 2010; ALMEIDA-SANTOS *et al*, 2012; GONÇALVES, DE MEDEIROS e GONÇALVES, 2012; LOURENÇO *et al*, 2013), foram definidas três métricas capazes de capturar a reputação corporativa: o Índice de Sustentabilidade Empresarial, o *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro, e o Índice de *Social Disclosure*.

Já as variáveis de controle identificadas como relevantes na determinação do custo de capital próprio a preço corrente foram: endividamento (BOTOSAN e PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002; ROVER e SANTOS, 2013), beta (BOTOSAN e PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002; ROVER e SANTOS, 2013), tamanho (HAIL, 2002; GUAY, KOTHARI e SHU, 2011), e *book-to-market* (BOTOSAN e PLUMLEE, 2001).

Finalmente, o modelo desenvolvido para responder a última etapa – testar a relação entre a reputação corporativa e o custo de capital próprio – foi significativa. O modelo apresentou que as métricas de reputação corporativa e as variáveis de controle – beta e tamanho, são robustas para influenciar o custo de capital próprio a preço corrente.

Cruz e Lima (2010), Almeida-Santos *et al* (2012) e Lourenço *et al* (2013) verificaram que o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE – é uma métrica significativa para captar a

reputação corporativa e diminuir o risco. Este resultado corrobora com esses autores apresentando que as empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial possuem um menor custo de capital próprio que as empresas não listadas no índice.

Vários autores verificaram que o *ranking* de revistas especializadas, como *Fortune* e *Management Today*, é significativa para medir a reputação corporativa (HERREMANS, AKATHAPORN e McINNES, 1993; TOMS, 2002; ROBERTS e DOWLING, 2002; HASSELDINE, SALAMA e TOMS, 2005). Este modelo corrobora, apontando que o *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro é significativa para medir a reputação corporativa, todavia a relação é positiva com o custo de capital próprio a preço corrente. Ou seja, as empresas ranqueadas pela revista apresentam um custo de capital maior que empresa fora do *ranking*.

O critério de análise da revista e a inclusão de empresas de setores de alto impacto ambiental no *ranking* são as possíveis explicações para este resultado. As empresas de setores de alto impacto ambiental, que possuem maior risco operacional, conseqüentemente maior custo de capital, são ranqueadas pela revista porque o resultado econômico-financeiro sobressai sobre o resultado social e ambiental; e como o *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro é avaliado somente por analistas financeiros, isto pode aumentar a desconfiança dos *stakeholders*, aumentando o risco, e o custo de capital.

Embora este resultado aponte relação positiva, fazem-se necessários estudos adicionais para verificar a influência desta métrica no custo de capital próprio, pois foram utilizadas neste estudo empresas classificadas até a centésima posição no *ranking*, o que pode ter interferido no resultado.

Os estudos de Botosan (1997), Richardson, Welker e Hutchinson (1999), Machado Filho e Zylbersztajn (2003) e Gonçalves *et al* (2013) verificaram que o nível de evidenciação social contribui para o menor custo de capital. Este estudo utilizou o Índice de *Social Disclosure* elaborado por Gonçalves, Mendeiros e Gonçalves (2012) para captar o nível de evidenciação social.

Este estudo constatou que o Índice de *Social Disclosure* é significativa na construção da reputação corporativa, corroborando com Richardson, Welker e Hutchinson (1999) e Gonçalves *et al* (2013), e que contribui de forma negativa com o custo de capital próprio a preço corrente, ou seja, quanto maior o nível de evidenciação social, menor o custo de capital.

A reputação corporativa é um conjunto complexo de percepções de diferentes *stakeholders* em relação à companhia. Desta forma, as métricas da reputação corporativa

utilizadas nesta pesquisa são limitantes na medida em que captam apenas parte da reputação, e não a reputação corporativa como um todo. Além disso, a utilização do modelo de Gordon é uma limitação, pois considera a taxa de crescimento de dividendos fixa, e isto nem sempre acontece na prática.

Como sugestão para pesquisas futuras, pode-se indicar a verificação de outras métricas robustas como forma de captar a reputação corporativa, bem como sua influência no custo de capital próprio. E também, pode-se averiguar os motivos da relação positiva entre as empresas listadas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro e o custo de capital.

Portanto, as principais contribuições deste trabalho à literatura são: (1) a transparência de informações sociais contribui com a reputação corporativa diminuindo o custo de capital próprio; (2) existe uma relação relativa entre a reputação corporativa e o custo de capital próprio a preço corrente; (3) há uma relação significativa e negativa entre as métricas de reputação corporativa Índice de Sustentabilidade Empresarial e Índice de *Social Disclosure* e o custo de capital; e (4) há uma relação significativa e positiva entre as empresas listadas no *ranking* da revista As Melhores da Dinheiro, métrica de reputação corporativa, e o custo de capital próprio.

REFERÊNCIAS

ABBOTT, Walter F.; MONSEN, R. Joseph. *On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement*. **The Academy of Management Journal**, v. 22, n. 3, p. 501-515, set. 1979.

ALENCAR, Roberta Carvalho. Custo do Capital Próprio e Nível de Disclosure nas Empresas Brasileiras. **BBR – Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 1-12, 2005.

ALMEIDA-SANTOS, Paulo Sérgio; VARGAS, Alzenir José de; ALMEIDA, Dalci Mendes; LAVARDA, Carlos Eduardo Facin. Nível de *disclosure* verde e a reputação corporativa ambiental das companhias abertas brasileiras de capital aberto. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 9, n. 18, p. 63-82, jul./dez. 2012.

ARLOW, Peter; GANNON, Martin J. *Social Responsiveness, Corporate Structure, and Economic Performance*. **Academy of Management Review**, v. 7, n. 2, p. 235-241, 1982.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; ARAUJO, Adriana Maria Procópio de. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **R. Adm.**, v. 43, n. 1, p. 72-83, jan./fev./mar. 2008.

BALMER, John M. T.; GREYSER, Stephen A. *Corporate marketing: Integrating corporate identity, corporate branding, corporate communications, corporate image and corporate reputation*. **European Journal of Marketing**, v. 40, n. 7/8, p. 730-741, 2006.

BARNETT, Michael L.; JERMIER, John M.; LAFFERTY, Barbar A. *Corporate Reputation: A Definitional Landscape*. **Corporate Reputation Review**, v. 9, n. 1, p. 26-38, 2006.

BATSMAN, Mirja; GEISER, Sofia. *Quantity over Quality: A study of separate sustainability report's effect on financial performance for companies on NASDAQ OMX Stockholm*. **Student Umea School of Business and Economics**, 2013.

BAUMANN, Ursel; NIER, Erlend. *Disclosure, Volatility, and Transparency: An Empirical Investigation Into the Value of Bank Disclosure*. **FRBNY Economic Policy Review**, set. 2004.

BEUREN, Ilse Maria *et al.* Adequação da Evidenciação Social das Empresas de Capital Aberto no Relatório da Administração e Notas Explicativas às Recomendações da NBC T 15. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEA-RP/USP**, v. 4, n. 8, p. 47-68, jan./abr. 2010.

BM&FBOVESPA. **Índice Bovespa – Ibovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=Ibovespa&Idioma=pt-br>>. Acesso em: dez. 2013.

BM&FBOVESPA. **Metodologia do Índice Bovespa – Ibovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/Nova-Metodologia-do-Indice-Bovespa-R.pdf>>. Acesso em: dez. 2013.

BM&FBOVESPA. **Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/Apresentacao-ISE.pdf>>. Acesso em: jan. 2014.

BOTOSAN, Christine A. *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*. **The Accounting Review**, v. 72, n. 3, p. 323-349, jul. 1997.

BOTOSAN, Christine; PLUMLEE, Marlene A. *Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure*. Janeiro, 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=%20208148>. Acesso em: nov. 2013.

BOTOSAN, Christine; PLUMLEE, Marlene A. *Estimating Expected Cost of Equity Capital: A Theory-Based Approach*. **Working Paper da Universidade de Utah, 2001**. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279309>. Acesso em: out. 2013.

BRAMMER, Stephen J.; PAVELIN, Stephen. *Corporate Reputation and Social Performance: The Importance of Fit*. **Journal of Management Studies**, v. 43, n. 3, mai. 2006.

BRANCO, Manoel Castelo; RODRIGUES, Lúcia Lima. *Factors Influencing Social Responsibility Disclosure by Portuguese Companies*. **Journal of Business Ethics**, v. 83, n. 4, p. 685-701, 2008.

BROOKS, Chris. *Introductory Econometrics for Finance*. 2. Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

BROWN, William O.; HELLAND, Eric; SMITH, Janet Kiholm. *Corporate philanthropic practices*. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 5, p. 855-877, 2006.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. *Financial accounting information and corporate governance*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001.

CLAUS, James; THOMAS, Jacob. *Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets*. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 5, p. 1629-1666, out. 2001.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Valuation: Mensuring and Managing the Value of Companies**. 2. ed. New York: John Wiley & Sons, 1994.

CRUZ, Cássia Vanessa Olak Alves; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. Reputação Corporativa e Nível de *Disclosure* das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 1, p. 85-101, jan./mar. 2010.

CYERT, Richard; MARCH, James. **A Behavioral Theory of the Firm**. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1963.

DAMODARAN, Aswath; tradução Sonia Midori Yamamoto e Marcelo Arantes Alvim; revisão técnica Mara Luquet. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath. *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2013 Edition*. 2013. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238064>. Acesso em: jan. 2014.

DAVIES, Gary *et al.* *The Personification Metaphor as a Measurement Approach for Corporate Reputation*. **Corporate Reputation Review**, v. 4, n. 2, p. 113-127, jul. 2001.

DE MEDEIROS, Otavio Ribeiro; SILVEIRA, Maria Lizete da. *Corporate Values and Stock Performance of Latin American Banks*. Março, 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=958897>. Acesso em: jan. 2014.

DEEGAN, Craig; GORDON, Ben. *A Study of Environmental Disclosure Practices of Australian Corporations*. **Accounting and Business Research**, v. 26, n. 3, p. 187-199, 1996.

DEEGAN, Craig; RANKIN, Michaela. *Do Australian companies report environmental news objectively? An analysis of environmental disclosures by firms prosecuted successfully by the Environmental Protection Authority*. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 9, n. 2, p. 50-67, 1996.

DEEPHOUSE, David L.; CARTER, Suzanne M. *An Examination of Differences Between Organizational Legitimacy and Organizational Reputation*. **Journal of Management Studies**, v. 42, n. 2, p. 329-360, mar. 2005.

DHALIWAL, Dan S *et al.* *Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting.* **The Accounting Review**, v. 86, n. 1, 2011.

DUTTON, Jane E.; DUKERICH, Janet M. *Keeping an Eye on the Mirror: Image and Identity in Organizational Adaptation.* **Academy of Management Journal**, v. 34, n. 3, p. 517-554, set. 1991.

EBERL, Markus; SCHWAIGER, Manfred. *Corporate reputation: disentangling the effects on financial performance.* **European Journal of Marketing**, v. 39, n. 7/8, p. 838-854, 2005.

ELTON, Edwin J. *Expected Return, Realized Return, and Asset Pricing Tests.* **The Journal of Finance**, v. 54, n. 4, p. 1199-1220, 1999.

ESTES, Ralph W. *Dictionary of Accounting.* 2. ed. Cambridge. 1985.

FOMBRUN, Charles. *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image.* Boston: Harvard Business School Press, 1996.

FOMBRUN, Charles; SHANLEY, Mark. *What's in a name? Reputation Building and Corporate Strategy.* **Academy of Management Journal**, v. 33, n. 2, p. 233-258, 1990.

FOMBRUN, Charles; GARDBERG, Naomi; BARNETT, Michael. *Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk.* **Business and Society Review**, v. 105, n. 1, p. 85-106, 2000.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

GONÇALVES, Rodrigo de Souza; DE MEDEIROS, Otávio Ribeiro; GONÇALVES, Andréa de Oliveira. *Evidenciação Social das Empresas Brasileiras de Capital Aberto: Uma Análise Qualitativa das Ações em Programas Sociais Externos no Período de 2005 a 2009.* **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 4, p. 97-118, out./dez. 2012.

GONÇALVES, Rodrigo de Souza *et al.* *Social Disclosure e Custo de Capital Próprio em Companhias Abertas no Brasil.* **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 113-124, mai./jun./jul./ago. 2013.

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

GORDON, Joseph R.; GORDON, Myron J. *The Finite Horizon Expected Return Model*. **Financial Analysts Journal**, v. 53, n. 3, p. 52-61, mai./jun. 1997.

GRAY, Edmund R.; BALMER, John M. T. *Managing Corporate Image and Corporate Reputation*. **Long Range Planning**, v. 1, n. 5, p. 695-702, out. 1998.

GRAY, Rob; KOUHY, Reza; LAVERS, Simon. *Corporate social and environmental reporting: A review of literature and a longitudinal study of UK disclosure*. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 8, n. 2, p. 47-77, 1995.

GUAY, Wayne; KOTHARI, SP; SHU, Susan. *Properties of implied cost of capital using analysts' forecasts*. **Australian Journal of Management**, v. 36, n. 2, p. 125-149, 2011.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GUTHRIE, James P.; PARKER, Lee David. *Corporate Social Disclosure Practice: A Comparative International Analysis*. **Advances in public interest accounting**, v. 3, p. 159-175, 1990.

HAIL, Luiz. *The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex ante Cost of Capital for Swiss Firms*. **The European Accounting Review**, v. 11, n. 4, p. 741-773, 2002.

HAIR, Joseph F.; BLACK, William C.; BABIN, Barry; ANDERSON, Rolph J.; TATHAM; Ronald L. **Análise Multivariada de Dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HALL, Richard. *The Strategic Analysis of Intangible Resources*. **Strategic Management Journal**, v. 13, n. 2, p. 135-144, fev. 1992.

HAMMOND, Kim; MILES, Samantha. *Assessing quality assessment of corporate social reporting: UK perspectives*. **Accounting Forum**, v. 28, p. 61-79, 2004.

HAMMOND, Sue Annis; SLOCUM Jr., John W. *The Impact of Prior Firm Financial Performance on Subsequent Corporate Reputation*. **Journal of Business Ethics**, v. 15, p. 159-165, 1996.

HASSARD, Thomas H. **Understanding Biostatistics**. St. Louis: Mosby-Year Book, 1991.

HASSELDINE, J.; SALAMA, A. I.; TOMS, J. S. *Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK Plcs*. **The British Accounting Review**, v. 37, p. 231-248, 2005.

HAYDEL, Belmont F. A Administração Estratégica de Programas de Responsabilidade Social em Empresas Multinacionais: Percepções da Alta Diretoria. **Revista de Administração de Empresas**, v. 29, n. 3, p. 5-29, jul./set. 1989.

HEAL, Geoffrey M. *Corporate Social Responsibility – An Economic and Financial Framework*. Dezembro, 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=642762>. Acesso em: dez. 2013.

HERREMANS, Irene M.; AKATHAPORN, Parporn; McINNES, Morris. *An Investigation of Corporate Social Responsibility Reputation and Economic Performance*. **Accounting, Organizations and Society**, v. 18, n. 7/8, p. 587-604, 1993.

ISTO É DINHEIRO. Prêmio As Melhores da Dinheiro. Disponível em: <http://www.istoedinheiro.com.br/blogs-e-colunas/coluna/24_PREMIO+AS+MELHORES+DA+DINHEIRO>. Acesso em: dez. 2013.

JONES, Thomas M. *Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics*. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 2, p. 404-437, abr. 1995.

KELLER, Kevin Lane. *Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer-Based Brand Equity*. **Journal of Marketing**, v. 57, n. 1, p. 1-22, jan. 1993.

KRIPPENDORFF, Klaus. *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology*. 3. Ed. California: SAGE Publications, 2013.

LEE, Edward; WALKER, Martin; CHISTENSEN, Hans B. *The Cost of Capital in Europe: An Empirical Analysis and the Preliminary Impact of International Accounting Harmonization*. **ACCA Research Report 94**, ACCA, Certified Accountants Educational Trust, 2006.

LEWELLYN, Patsy G. *Corporate Reputation: Focusing the Zeitgeist*. **Business & Society**, v. 41, n. 4, p. 446-455, dez. 2002.

LINDBLOM, Cristi K. *The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure*. Artigo apresentado na *Critical Perspectives on Accounting Conference*, Nova York, NY. 1994.

LINTNER, John. *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. **The Review of Economics and Statistics**, v. 47, n. 1, p. 13-37, fev. 1965.

LOPES, Alessandro Broedel; ALENCAR, Roberta Carvalho de. *Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case*. **The International Journal of Accounting**, v. 45, p. 443-464, 2010.

LOURENÇO, Isabel Costa *et al.* *The Value Relevance of Reputation for Sustainability Leadership*. **Journal of Business Ethics**, jan. 2013.

LOURENÇO, Alex Guimarães; SCHRODER, Débora de Souza. Vale investir em responsabilidade social empresarial? *Stakeholders*, Ganhos e Perdas. 2003. Disponível em: <http://ethos.org.br/_Uniethos/Documents/VALE%20INVESTIR%20EM%20RESPONSABILIDADE%20SOCIAL%20EMPRESARIAL%20_.pdf>. Acesso em: fev. 2014.

MACHADO FILHO, Cláudio Antônio Pinheiro; ZYLBERSZTAJN, Decio. Responsabilidade Social Corporativa e a Criação de Valor para as Organizações. **Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, série de Working Papers, Working Paper nº 03/024**. 2003.

MARTINS, Eliseu. Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Economia. **Caderno de Estudos – FIPECAFI**, São Paulo, v. 13, n. 24, p. 28-37, jul./dez. 2000.

MARTINS, Eliseu *et al.* Evidências Empíricas de Modelos de Estimação do Custo do Capital Próprio. **Brazilian Business Review – BBR**, v. 3, n. 2, p. 137-156, jul./dez. 2006.

MATHEWS, M. R. *Socially Responsible Accounting*. Londres: Chapman & Hall. 1993.

McGUIRE, Jean B.; SUNDGREN, Alison; SCHNEEWEIS, Thomas. *Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance*. **Academy of Management Journal**, v. 31, n. 4, p. 854-872, 1988.

McWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald S.; WRIGHT, Patrick M. *Corporate Social Responsibility: Strategic Implications*. **Journal of Management Studies**, v. 43, n. 1, p. 1-18, jan. 2006.

MICHELON, Giovanna. *Sustainability Disclosure and Reputation: A Comparative Study*. Università Degli Studi di Padova. “**Marco Fanno**” **Working Paper**, n. 44, set. 2007.

MURCIA, Fernando Dal-Ri; SOUZA, Flávia Cruz de. *Discretionary-Based Disclosure: The Case of Social and Environmental Reporting in Brazil*. In: 9º Congresso USP: Controladoria e Contabilidade, São Paulo-SP, 2009. **Anais: Contabilidade Aplicada para Usuários Externos**. São Paulo: 9º Congresso USP, 2009.

NEVILLE, Benjamin A.; BELL, Simon J.; MENGÜÇ, Bülent. *Corporate reputation, stakeholders and the social performance-financial performance relationship*. **European Journal of Marketing**, v. 39, n. 9/10, p. 1184-1198, 2005.

O'DONOVAN, Gary. *Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory*. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 15, n. 3, p. 344-371, 2002.

OHLSON, James A.; JUETTNER-NAUROTH, Beate E. *Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value*. **Review of Accounting Studies**, v. 10, p. 349-365, 2005.

OLIVEIRA NETO, Waldemar de. *Responsabilidade Social no Brasil e no Mundo*. **Revista Mercado Global**. São Paulo, ano 27, n. 107, p. 51-54, 1999.

ONU. **Declaração da Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano – 1972**. Disponível em: <<http://www.onu.org.br/rio20/img/2012/01/estocolmo1972.pdf>>. Acesso em dez. 2013.

PASSADOR, Cláudia Souza. *A responsabilidade social no Brasil: uma questão em andamento*. In: VII Congreso Internacional Del CLAD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública. **Anais...** Lisboa, Portugal: VII Congreso Internacional Del CLAD, 2002.

PATTEN, Dennis M. *Exposure, Legitimacy, and Social Disclosure*. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 10, p. 297-308, 1991.

PELIANO, Anna Maria T. Medeiros (coord.) *et al. A iniciativa privada e o espírito público: um retrato da ação social das empresas no Brasil*. Brasília: Ipea, 2002.

POTER, Michael E.; KRAEMER, Mark R. *The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy*. **Harvard Business Review**, dez. 2002.

PRESTON, Lee E.; POST, James E. *Private Management and Public Policy: The Principle of Public Responsibility*. California: Stanford University Press, 2012.

QUAZI, Ali M.; O'BRIEN, Dennis. *An Empirical Test of a Cross-national Model of Corporate Social Responsibility*. **Journal of Business Ethics**, v. 25, n. 1, p. 33-51, 2000.

RAMANATAN, Kavasseri V. *Toward A Theory of Corporate Social Accounting*. **The Accounting Review**, v. LI, n. 3, jul. 1976.

RAO, Hayagreeva. *The Social Construction of Reputation: Certification Contests, Legitimation, and the Survival of Organizations in the American Automobile Industry*. **Strategy Management Journal**, v. 15, n. S1, p. 29-44, 1994.

RICHARDSON, Jarry Roberto *et al.* **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2012.

RICHARDSON, Alan J.; WELKER, Michael. *Social Disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital*. **Accounting, Organizations and Society**, v. 26, n. 7-8, p. 597-616, out./nov. 2001.

RICHARDSON, Alan J.; WELKER, Michael; HUTCHINSON, Ian R. *Managing capital market reactions to corporate social responsibility*. **International Journal of Management Reviews**, v. 1, n. 1, p. 17-43, mar. 1999.

RINDOVA, Violina P. *Part VII: Managing Reputation: Pursuing Everyday Excellence: The image cascade and the formation of corporate reputations*. **Corporate Reputation Review**, v. 1, n. 2, p. 188-194, jul. 1997.

ROBERTS, Peter W.; DOWLING, Grahame R. *Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance*. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 12, p. 1077-1093, dez. 2002.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Justificativa de se incorporar o Índice Risco Brasil no modelo CAPM. In: 4º Congresso USP: Controladoria e Contabilidade, São Paulo-SP, 2004. **Anais: Mercados Financeiros de Crédito e de Capitais**. São Paulo: 4º Congresso USP, 2004.

ROSE, Caspar; THOMSEN, Steen. *The Impact of Corporate Reputation on Performance: Some Danish Evidence*. **European Management Journal**, v. 22, n. 2, p. 201-210, 2004.

ROVER, Suliani; SANTOS, Ariovaldo dos. *Disclosure Socioambiental e Custo de Capital Próprio das Companhias Abertas no Brasil*. In: III CSEAR – Conferencia Interamericana de Contabilidade Socioambiental, Belém-PA, 2013. **Anais: III CSEAR – Conferencia Interamericana de Contabilidade Socioambiental – América do Sul**. Belém: III CSEAR, jun. 2013.

SANCOVSCHI, Moacir; SILVA, Adolfo Henrique Coutinho e. Evidenciação Social Corporativa: Estudo de Caso da Empresa Petróleo Brasileiro S.A. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, segundo semestre de 2006.

SANTANA, Cláudio Moreira. **Produção do conhecimento em contabilidade social no Brasil (1990 a 2003)**: abordagem bibliométrica. São Paulo: 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

SANVICENTE, Antônio Zoratto. Problemas de estimação de custo de capital de empresas concessionárias no Brasil: uma aplicação à regulamentação de concessões rodoviárias. **R. Adm.**, v. 47, n. 1, p. 81-95, jan./fev./mar. 2012.

SANVICENTE, Antônio Zoratto; CARVALHO, Maurício Rocha Alves de. *Determinants of the Implied Equity Risk Premium in Brazil*. **Working Paper do Instituto de Ensino e Pesquisa – Insper, 2012**. Disponível em: < http://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2012/11/2012_wpe281.pdf>. Acesso em: nov. 2013.

SCOTT, Susanne G.; LANE, Vicki R. *A Stakeholder Approach to Organizational Identity*. **Academy of Management Review**, v. 25, n. 1, p. 43-62, 2000.

SEIDLER, Lee J.; SEIDLER, Lynn L. *Social Accounting: Theory, Issues and Cases*. Los Angeles: Melville Publishing Co., 1975.

SHOCKER, Allan D.; SETHI, S. Prakash. *An Approach to Incorporating Societal Preferences in Developing Corporate Action Strategies*. **California Management Review**, v. 15, n. 4, jun. 1973.

SILVA, Lílian Simone Aguiar da; QUELHAS, Osvaldo Luiz Gonçalves. Sustentabilidade Empresarial e o Impacto no Custo de Capital Próprio das Empresas de Capital Aberto. **Gestão & Produção**, v. 13, n. 3, p. 385-395, set./dez. 2006.

SIMNETT, Roger; VANSTRAELEN, Ann; CHUA, Wai Fong. *Assurance on Sustainability Reports: An International Comparison*. **The Accounting Review**, v. 84, n. 3, p. 937-967, 2009.

STAW, Barry M.; EPSTEIN, Lisa D. *What Bandwagons Bring: Effects of Popular Management Techniques on Corporate Performance, Reputation, and CEO Pay*. **Administrative Science Quarterly**, v. 45, n. 3, p. 523-556, 2000.

TILT, Carol Ann. *The Influence of External Pressure Groups of Corporate Social Disclosure: Some Empirical Evidence*. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 7, n. 4, p. 47-72, 1994.

TOMS, J.S. *Firms Resources, Quality Signals and the Determinants of Corporate Environmental Reputation: Some UK Evidence*. **British Accounting Review**, v. 34, p. 257-282, 2002.

ULLMANN, Arie A. *Data in Research of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms*. **The Academy of Management Review**, v. 10, n. 3, p. 540-577, jul. 1985.

WALLIMAN, Nicholas. *A step-by-step guide for the first-time researcher*. Londres: Sage Publications, 2001.

WALKER, Kent. *A Systematic Review of the Corporate Reputation Literature: Definition, Measurement, and Theory*. **Corporate Reputation Review**, v. 12, n. 4, p. 357-387, 2010.

WARTICK, Steven L. *Measuring Corporate Reputation: Definition and Data*. **Business & Society**, v. 41, n. 4, p. 371-392, 2002.

WHITE, Gerald I.; SONDHAI, Ashwinpaul C.; FRIED, Dov. *The analysis and use of financial statements*. New York: Wiley, 1994.

WHETTEN, David A. *Part II: Where Do Reputations Come From? Theory Development and the Study of Corporate Reputation*. **Corporate Reputation Review**, v. 1, n. 1, p. 25-34, jul. 1997.

WHETTEN, David A.; MACKEY, Alison. *A Social Actor Conception of Organizational Identity and Its Implications for the Study of Organizational Reputation*. **Business & Society**, v. 41, n. 4, p. 393-414, dez. 2002.

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

APÊNDICE A – Relação das companhias da amostra por setores de atuação segundo a classificação proposta pela BM&FBovespa

Setor	Quantidade de companhias da amostra no final de cada ano				
	2008	2009	2010	2011	2012
Água e saneamento	0	1	1	1	1
Alimentos processados	1	3	3	2	3
Bebidas	1	1	1	1	1
Comércio	3	3	3	2	2
Comércio e distribuição de alimentos	1	1	1	1	1
Construção e Engenharia	3	3	6	5	2
Energia elétrica	8	9	7	8	8
Exploração de imóveis	0	0	0	1	1
Fumo	1	0	0	1	1
Gás	1	1	0	0	0
Holdings diversificadas	2	2	2	2	2
Madeira e papel	1	3	3	2	2
Material de transporte	1	1	1	1	1
Mídia	0	1	0	0	0
Mineração	1	2	2	1	1
Petróleo, gás e biocombustíveis	1	1	1	1	1
Produtos de uso geral e de limpeza	1	1	1	1	1
Produtos diversos	0	0	0	0	2
Químicos	0	1	1	0	0
Saúde	0	0	0	0	1
Siderurgia e metalúrgica	3	3	3	3	1
Tecidos, vestuário e calçados	0	0	0	1	1
Telefonia fixa	2	0	1	1	1
Telefonia móvel	2	2	2	1	1
Transporte	2	4	3	2	2
Total	35	43	42	38	37

APÊNDICE B – Descrição em categorias de cada item do Índice de *Social Disclosure* (GONÇALVES, DE MEDEIROS e GONÇALVES, 2012)

ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	DIMENSÃO	DIRECIONA- DORES	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS			
				RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO
Informações passadas	Avaliação (Ramanatan, 1976)	VAR001 – Relação dos programas sociais com valores da empresa	Não evidencia os valores organizacionais, tampouco sua importância na proposição dos programas sociais	Evidencia os valores organizacionais, porém não como estes influenciam na proposição dos programas sociais	Evidencia os valores organizacionais e como estes contribuem na proposição dos programas sociais, por área	Evidencia os valores organizacionais e como estes contribuem na proposição de cada programa social	
		VAR002 – Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais	Não evidencia se realizou a avaliação das necessidades locais para a proposição dos programas sociais	Evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais, porém como não como foi realizada	Evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais, e como contribuíram para proposição dos programas sociais, por área	Evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais, e como contribuíram para proposição de cada programa social	
	Mensuração (Ramanatan, 1976)	VAR005 – Descrição dos objetivos e metas para os programas sociais	Não evidencia os objetivos e metas dos programas sociais	Evidencia os objetivos dos programas sociais, no entanto, não o faz por área, tampouco por projeto	Evidencia os objetivos e metas por área de atuação dos programas sociais	Evidencia os objetivos e metas para cada projeto social	

continua na página seguinte

continuação – Apêndice B – Descrição em categorias de cada item do Índice de *Social Disclosure* (GONÇALVES, DE MEDEIROS e GONÇALVES, 2012)

ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	DIMENSÃO	DIRECIONA- DORES	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS			
				RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO
Informações passadas	Mensuração (Ramanatan, 1976)	VAR006 – Recursos financeiros alocados nos programas sociais	Não evidencia os valores alocados para os programas sociais no exercício do relatório social	Evidencia que realizou alocações de recursos para os programas sociais, mas não revela seus valores	Evidencia a alocação de recursos financeiros por área de atuação dos programas sociais	Evidencia a alocação de recursos financeiros por área de atuação e por projeto social	
		VAR007 – Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado	Não evidencia se possui programa de voluntariado, tampouco seu custo de organização	Evidencia que possui programa de voluntariado, porém não revela se sua organização possui custo para a empresa	Evidencia que possui programa de voluntariado, comentando o seu custo por área de atuação	Evidencia que possui programa de voluntariado, comentando o seu custo para cada projeto social	
		VAR008 – Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais	Não evidencia se destinou recursos materiais para os programas sociais	Evidencia que destinou recursos materiais, porém não sua quantia	Evidencia a destinação de recursos materiais, e seus valores por área de atuação	Evidencia a destinação de recursos materiais, e seus valores por projeto social	
		VAR009 – Resultados sociais obtidos nos programas sociais	Não evidencia os resultados obtidos nos programas sociais	Evidencia que alcançou os resultados esperados, mas não evidencia quais foram	Evidencia os resultados alcançados por área de atuação	Evidencia os resultados alcançados por projeto social	

continua na página seguinte

continuação – Apêndice B – Descrição em categorias de cada item do Índice de *Social Disclosure* (GONÇALVES, DE MEDEIROS e GONÇALVES, 2012)

ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	DIMENSÃO	DIRECIONA- DORES	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS			
				RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO
	Prospecções de ações futuras	Avaliação (Ramanatan, 1976)	VAR003 – Descrição de aspectos para a melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais	Não evidencia os pontos que requerem melhorias na atuação dos programas sociais	Evidencia a necessidade de melhorias nos programas sociais, mas não comenta quais	Evidencia pontos necessários para melhoria por área de atuação	Evidencia pontos necessários para melhoria por projeto social
			VAR004 – Descrição dos programas sociais futuros e em andamento	Não evidencia quais serão os programas sociais a serem desenvolvidos no ano subsequente	Evidencia que continuará realizando os programas sociais mas não comenta quais serão	Evidencia por área de atuação a continuidade e/ou proposição de novos programas para o ano seguinte	Evidencia por projeto social aqueles que serão apoiados no ano seguinte bem como a proposição ou não de novos programas sociais
		Mensuração (Ramanatan, 1976)	VAR010 – Projeção do Fluxo de Caixa Futuro da alocação de recursos em programas sociais	Não evidencia quais serão os valores financeiros a serem alocados nos programas sociais para o ano subsequente	Evidencia que fará alocações de recursos financeiros aos programas sociais para o ano subsequente, porém não seus valores	Evidencia os valores financeiros a serem alocados para o ano subsequente por área de atuação	Evidencia os valores financeiros a serem alocados para o ano subsequente por projeto social

continua na página seguinte

continuação – Apêndice B – Descrição em categorias de cada item do Índice de *Social Disclosure* (GONÇALVES, DE MEDEIROS e GONÇALVES, 2012)

ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	DIMENSÃO	DIRECIONA- DORES	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS			
				RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO
Acessibilidade	Padrão de relatórios (Ramanatan, 1976)	VAR012 – Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social	Não possui informações sobre os programas sociais que patrocina, tampouco relatórios sociais	Disponibiliza informações sobre os programas sociais em sua pagina na rede mundial de computadores (internet), porém não possui relatório social	Os relatórios foram encaminhados via correio uma vez que não disponibilizou os relatórios na rede mundial de computadores (internet)	Disponibiliza os relatórios em sua pagina na rede mundial de computadores (internet)	
		VAR013 – Frequência na divulgação dos relatórios de responsabilidade social	Não possui uma política de divulgação que determine a periodicidade dos relatórios	Dispõe de uma política de divulgação, porém não menciona de forma explicita a periodicidade em que seus relatórios sociais são divulgados	Dispõe de uma política de divulgação que evidencia a frequência em que seus relatórios sociais são divulgados, porém ela esta divulgada somente em sua <i>web page</i>	Possui uma política de divulgação que evidencia a frequência em que seus relatórios sociais são divulgados	