



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
Blumenau, v. 12, n. 1, p. 178-198, jan./mar., 2016

doi:10.4270/ruc.2016110  
Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



## EFEITOS DA REPUTAÇÃO CORPORATIVA NO CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS<sup>1</sup>

## EFFECTS OF CORPORATE REPUTATION IN THE COST OF EQUITY ON BRAZILIAN LISTED COMPANIES

## EFFECTOS DE LA REPUTACIÓN CORPORATIVA EN EL COSTO DE CAPITAL EN EMPRESAS BRASILEÑAS QUE FIGURAN

### **Izabela Paranaíba Calegari**

Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN  
Endereço: Campus Darcy Ribeiro - Prédio da FACE - Asa Norte  
CEP: 70910-900 - Brasília - DF  
E-mail: [izabelacalegari@gmail.com](mailto:izabelacalegari@gmail.com)  
Telefone: (61) 3107 0812

### **Rodrigo de Souza Gonçalves**

Doutor em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN  
Professor do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília  
Endereço: Campus Darcy Ribeiro - Prédio da FACE - Asa Norte  
CEP: 70910-900 - Brasília - DF  
E-mail: [rgoncalves@unb.br](mailto:rgoncalves@unb.br)  
Telefone: (61) 3107 0812

### **André Luiz Marques Serrano**

Doutor em Economia pela Universidade de Brasília - UnB  
Professor do Departamento de Administração da UnB  
Endereço: Campus Darcy Ribeiro - Prédio da FACE - Asa Norte  
CEP: 70910-900 - Brasília - DF  
E-mail: [andrelms.unb@gmail.com](mailto:andrelms.unb@gmail.com)  
Telefone: (61) 3107 0812

### **Jomar Miranda Rodrigues**

Doutor em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN  
Professor do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília  
Endereço: Campus Darcy Ribeiro - Prédio da FACE - Asa Norte

<sup>1</sup>Artigo recebido em 01.10.2014. Revisado por pares em 20.10.2015. Reformulado em 23.03.2016. Recomendado para publicação em 25.03.2016 por Paulo Roberto da Cunha. Publicado em 31.03.2016. Organização responsável pelo periódico: FURB.

CEP: 70910-900 - Brasília - DF  
E-mail: jomar@unb.br  
Telefone: (61) 3107 0812

## RESUMO

A reputação corporativa é uma representação da avaliação dos usuários a respeito das ações da empresa, as quais podem aumentar o capital reputacional e reduzir os riscos inerentes à atividade. Assim sendo, essa pesquisa tem por objetivo verificar os efeitos contributivos da reputação corporativa na redução do custo de capital próprio das empresas brasileiras listadas. Como a reputação corporativa é um conjunto de percepções de diferentes *stakeholders*, utilizou-se: i) o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) para captar percepções de investidores, agentes do meio ambiente, auditores independentes e organizações de finalidade pública, ii) o *ranking* da revista “As Melhores da Dinheiro” para captar percepções de analistas de mercado e iii) o Índice de *Social Disclosure* (ISD), elaborado por Gonçalves *et al.* (2014), para captar percepções dos investidores e usuários externos. Quanto ao custo de capital próprio, foi utilizado o modelo de crescimento de Gordon. Para concretizar o objetivo, foram analisadas 56 empresas presentes na carteira teórica do Ibovespa nos anos de 2008 a 2012. Os resultados evidenciam que as métricas de reputação corporativa, tais como o ISE e o ISD contribuíram negativamente com o custo de capital, ao passo que o *ranking* da revista “As Melhores da Dinheiro” demonstrou ser positiva a contribuição para com o custo de capital. Conclui-se, portanto, que a sinalização por parte das empresas por meio de métricas de reputação corporativa, tais como evidenciação social e listagem no ISE, contribui positivamente no capital reputacional da organização e, por consequência, na redução do risco e no custo de capital próprio.

**Palavras-chave:** Custo de capital próprio; Reputação corporativa; Índice de Sustentabilidade Empresarial. Programas sociais; Mercado de capitais.

## ABSTRACT

Corporate reputation is a representation of stakeholders' assessment regarding the firm's actions, which can increase the reputational capital and reduce the inherent risks of the activity. Thus, this work aims to verify whether the corporate reputation contributes to a lower cost of equity in Brazilian publicly traded companies. As corporate reputation is a set of perceptions of different stakeholders, there were used: i) the Corporate Sustainability Index to capture perceptions of investors, environmental agents, independent auditors and public purpose organizations; ii) “As Melhores da Dinheiro” magazine ranking to capture market analysts perceptions and; iii) the Social Disclosure Index developed by Gonçalves *et al.* (2014) to capture investor and external stakeholders perceptions. For the cost of equity, the Gordon model of growth was used. Therefore, 56 companies listed in the theoretical portfolio of Ibovespa were analyzed, for years 2008-2012. The results show that corporate reputation metrics, like ISE and ISD contribute negatively on the cost of capital. On the other hand, the ranking of “As Melhores da Dinheiro” magazine demonstrated to contribute positively to the cost of capital. Therefore, it is concluded that, the companies' corporate reputation metrics, such as social disclosure and ISE portfolio are factors that contribute positively on corporate reputational capital and, as result, on risk reduction and on cost of equity.

**Keywords:** Cost of equity; Corporate Reputation; Corporate Sustainability Index; Social programs; Stock Market.

## RESUMEN

La reputación corporativa es una representación de la evaluación de los usuarios con respecto a las acciones de la empresa, que pueden aumentar el capital de reputación y reducir los riesgos inherentes a la actividad. Por lo tanto, este estudio tiene el objetivo de verificar los efectos contributivos de la reputación corporativa en la reducción de costos de capital propio de las empresas brasileñas listadas. Como la reputación corporativa es un conjunto de percepciones de diferentes *stakeholders*, se utilizó: i) el Índice de Sostenibilidad Empresarial (ISE), para captar percepciones de inversores, agentes medioambientales, auditores independientes y organizaciones de utilidad pública, ii) el *ranking* de la revista “As Melhores da Dinheiro”, para captar percepciones de analistas de mercado, e iii) el Índice de Divulgación Social (ISD) elaborado por Gonçalves *et al.* (2014), para captar percepciones de los inversores y usuarios externos. Cuanto al costo de capital propio, el modelo utilizado fue el del crecimiento de Gordon. Para lograr el objetivo, fueron analizadas 56 empresas presentes en la cartera teórica del Ibovespa en los años de 2008 a 2012. Los resultados evidencian que las métricas de reputación corporativa, como ISE e ISD, contribuyeron negativamente con el costo de capital, al paso que el *ranking* de la revista “As Melhores da Dinheiro” demostró ser positiva la contribución con el costo de capital. Se concluye, por lo tanto, que la señalización por parte de las empresas por medio de métricas de reputación corporativa, como divulgación social y lista ISE, contribuye positivamente en el capital de reputación de la organización y, por consecuencia, en la reducción de riesgo y en el costo de capital propio.

**Palabras-chave:** Costo de capital propio. Reputación corporativa. Índice de Sostenibilidad Empresarial. Programas sociales. Mercado de capitales.

## 1 INTRODUÇÃO

Durante a década de 1960, surgiram os programas sociais desenvolvidos ou apoiados pelas companhias em resposta às pressões de movimentos sociais, em diversos países (SEIDLER; SEIDLER, 1975), os quais passaram a contar com o apoio das organizações, via recursos econômico-financeiros e/ou ainda via prestação de serviços, e de colaboradores das referidas empresas, conhecido atualmente como ação voluntária.

Diante desse cenário, as empresas passaram a se valer de seus relatórios como elo na prestação de contas de tais ações entre a empresa, os investidores e a sociedade, como forma de buscar evidenciar suas atividades e seus objetivos a fim de legitimar suas ações, além de transmitir aos usuários a visão que possuem acerca da responsabilidade social (SANCOVSCHI; 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; SHANLEY, 1990).

Para Davies *et al.* (2001), reputação corporativa é um conceito que abarca a visão de todos os *stakeholders* a respeito da companhia, não se restringindo, portanto, à imagem dela. Como a reputação corporativa representa o resultado das ações da empresa, a avaliação das informações ambientais e sociais, evidenciadas voluntariamente nos relatórios da companhia, pode influenciar a reputação corporativa (ROBERTS; DOWLING, 2002) e, conseqüentemente, reduzir a assimetria e o risco, e, ainda, aumentar seu valor de mercado (HERREMANS; AKATHAPORN; McINNES, 1993).

Segundo Machado Filho e Zylbersztajn (2003), as ações sociais e ambientais aumentam o capital reputacional, geram oportunidades para a empresa e reduzem riscos. Assim, as ações socioambientais realizadas pelas empresas buscam reforçar o vínculo entre a companhia e a comunidade, de forma que a construção do capital reputacional possibilita uma melhor interface na comunicação com os usuários e minimiza, dessa forma, o custo de capital (FOMBRUN; GARDBERG; BARNETT, 2000; QUAZI; O'BRIEN, 2000).

Assim sendo, a relação entre reputação corporativa, risco e custo de capital próprio é complexa (ROSE; THOMSEN, 2004), pois, considerando-se que a reputação corporativa é um conjunto de percepções de diferentes *stakeholders* (FOMBRUN, 1996), traduzi-la e captá-la é uma tarefa árdua. Autores como Botosan e Plumlee (2001) e Lopes e Alencar (2010) afirmam existir uma relação positiva entre reputação corporativa e custo de capital próprio; outros autores (HERREMANS; AKATHAPORN; McINNES, 1993; HAMMOND; SLOCUM Jr., 1996; HAIL, 2002; GONÇALVES *et al.*, 2013) afirmam existir uma relação negativa, ao passo que há o grupo que declara não haver relação entre essas variáveis (NEVILLE; BELL; MENGÜÇ, 2005; ROVER; SANTOS, 2013; BATSMAN; GEISER, 2013).

Diante desse cenário, ainda controverso, esta pesquisa busca responder ao seguinte questionamento: quais os efeitos contributivos da reputação corporativa na redução do custo de capital próprio das empresas brasileiras?

Considerando o problema de pesquisa, este estudo busca verificar os efeitos contributivos da reputação corporativa na redução do custo de capital próprio das empresas brasileiras, ou seja, quanto melhor a reputação corporativa, menor o custo de capital próprio. Nessa perspectiva, o estudo mostra-se relevante por apresentar um conjunto de percepções de diferentes *stakeholders* em relação à reputação corporativa e a forma como essa 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 índices de sustentabilidade empresarial (CRUZ; LIMA, 2010; ALMEIDA-SANTOS *et al.*, 2012) e índices de *social disclosure* (RICHARDSON; WELKER; HUTCHINSON, 1999; MACHADO FILHO; 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 a sua característica fundamental de captar percepções de todos os *stakeholders*. Portanto 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 (SANVICENTE; CARVALHO, 2012).

O presente artigo está organizado da seguinte forma: nas seções 2, 3 e 4, apresenta-se o estado da arte, por meio da análise da reputação corporativa, da estimação do custo de capital próprio e da relação entre a reputação corporativa, o risco e o custo de capital próprio; na seção 5, são apresentados os métodos e os procedimentos utilizados na condução da pesquisa; na seção 6, são discutidos os principais resultados encontrados e, por fim, na seção 7, são apresentadas as considerações finais, que têm o condão de responder o problema de pesquisa, embasado nos resultados obtidos neste estudo, e de sugerir futuras pesquisas a respeito do tema.

## 2. REPUTAÇÃO CORPORATIVA

A reputação corporativa é comumente tratada como imagem ou identidade corporativa, porém, embora esses sejam conceitos próximos, há diferenças em cada uma das definições. Assim, 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 pelos acionistas acerca das características centrais da organização. Barnett, Jermier e Lafferty (2006) contrapõem essa ideia, ao afirmarem que identidade é a característica básica da empresa a partir da perspectiva dos funcionários.

Por outro lado, a imagem corporativa é a visão da companhia, a figura mental que os usuários externos possuem dela (GRAY; 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. Dessa forma, a reputação corporativa é um termo coletivo que se refere à visão de todos os *stakeholders* acerca da empresa, incluindo a identidade e a imagem (DAVIES *et al.*, 2001). Segundo Fombrun (1996, p. 72), a reputação corporativa é “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”<sup>2</sup>. Para Whetten e Mackey (2002), reputação corporativa é o *feedback* dos *stakeholders* para a companhia, em relação à credibilidade da identidade declarada.

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 (GRAY; BALMER, 1998; ROBERTS; DOWLING, 2002).

Assim sendo, as métricas de reputação corporativa deveriam capturar todas essas percepções. Contudo é difícil que apenas uma medida consiga captar todas as diferentes percepções. Para minimizar esse problema, Fombrun (1996) afirma que é possível medir a reputação por meio de um conjunto representativo de diferentes *stakeholders*, desde que se estabeleçam critérios conceitualmente relevantes.

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, entre outros (WALKER, 2010). Sob essa perspectiva, Walker (2010) verificou que análises de empresas com reputação positiva e negativa tendem a elevar o nível de conhecimento quando se avaliam somente empresas com reputação positiva. Além disso, para Hassard (1991), a realização de pesquisas que se valem de tais aspectos deve ser feita de forma longitudinal para captar a reputação ao longo do tempo, pois esse procedimento é mais acurado se comparado com as pesquisas *cross-sectionals*, já que avalia o efeito no tempo.

### 3. ESTIMAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

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; ARAUJO, 2008).

A estimativa do custo de capital próprio pode ser obtida por meio 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.

O *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) é um dos mais aplicados no mercado de verificação *ex post*. Esse modelo captura a exposição de um ativo a todo o risco de mercado em um número, o beta do ativo, definido por meio da covariância entre o ativo precificado e um índice do mercado de todos os ativos disponíveis para investimento (LINTNER, 1965). O CAPM utiliza dados históricos para calcular o prêmio pelo risco, o qual é a diferença entre os retornos médios sobre ações e os retornos médios sobre títulos livres de risco por um período histórico (SANVICENTE; CARVALHO, 2012). Nesse modelo, parte-se do princípio de que as informações se anulam ao longo do tempo e, assim, o estimador histórico seria imparcial para

---

<sup>2</sup> “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”.

estimar o futuro (LINTNER, 1965). No entanto, Elton (1999) acredita que esta premissa é equivocada.

Lee, Walker e Chistensen (2006) e Rover e Santos (2013) consideram a verificação *ex ante* a que melhor garante o controle das variáveis, pois aborda a previsão dos investidores e os potenciais fluxos de caixa e o crescimento da empresa.

Para tanto, Damodaran (2013) aponta que o prêmio pelo risco corrente é o que possui um melhor poder preditivo, se considerar o mercado neutro, ao passo 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; no entanto, segundo Martins *et al.* (2006), o modelo de crescimento de Gordon (1959) é mais parcimonioso para avaliar as ações, pois considera a taxa de crescimento dos dividendos 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. Damodaran (2013) acrescenta que esse modelo apenas pode ser utilizado para companhias com crescimento estável.

Sanvicente e Carvalho (2012) acreditam que, apesar do mercado brasileiro ser sensível a 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. Contudo, para Guay, Kothari e Shu (2011), a previsão dos analistas pode ser lenta quanto à informação do retorno das ações.

#### 4. REPUTAÇÃO CORPORATIVA, RISCO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

A reputação corporativa é uma representação do resultado das ações organizacionais (FOMBRUN; SHANLEY, 1990). 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 comprarem suas ações. Ainda existe o risco reputacional, que é definido como a possibilidade de ganho ou perda do capital reputacional (MACHADO FILHO; ZYLBERSZTAJN, 2003).

Entre as ações para melhoria do capital reputacional, têm-se, segundo Forbrun, Gardberg e Barnett (2000), as ações de responsabilidade social e ambiental, que aumentam o capital reputacional por meio de valor excedente entre o valor de mercado, o valor de liquidação e o capital intelectual, gerando oportunidades e diminuição dos riscos potenciais de sua conduta no mercado, o que ocasiona o aumento do valor da empresa e, conseqüentemente, proporciona a minimização do seu custo de capital (MACHADO FILHO; ZYLBERSZTAJN, 2003).

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. Herremans, Akathaporn e McInnes (1993) verificaram que empresas com maior reputação corporativa obtiveram maior valor de mercado e menor risco. 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 pelo controle de custos.

Roberts e Dowling (2002) avançam na pesquisa, ao verificarem que a reputação corporativa influencia positivamente o desempenho financeiro. Como esses autores analisaram um período de quinze anos, identificaram que empresas com maior reputação possuem maior capacidade de sustentar lucros superiores ao longo do tempo. 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 Pavelim (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). Entretanto, o estudo de Neville, Bell e Mengüç (2005) aponta que os resultados ambíguos das pesquisas anteriores podem ser parcialmente explicados pelas contingências organizacionais e de mercado e que a estratégia de negócio, a competitividade e a gestão da reputação corporativa moderam o relacionamento entre o desempenho social e o financeiro. Logo, diante da relação entre reputação corporativa e custo de capital próprio, é importante verificar a contribuição da reputação, medida por diferentes *proxies*, para revelar se essa contribui para um menor custo de capital próprio.

## 5. PERCURSO METODOLÓGICO

A natureza da pesquisa é quali-quantitativa, descritiva e 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.

Devido à limitação do modelo de crescimento de Gordon (1959) de estimação do custo de capital próprio, segundo Sanvicente (2012), foram excluídas: a) as instituições financeiras, os fundos fechados de investimento, as companhias de seguro, porque possuem um grau de endividamento muito maior que o das demais empresas, o que pode enviesar o resultado do custo de capital; b) as 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 c) as empresas cujas ações não tiveram cotação na janela de tempo necessária (de até três dias antes do último pregão do ano).

Assim, a quantidade de empresas na amostra que compõe este trabalho pode ser observada na Tabela 1, a seguir:

**Tabela 1 – Empresas componentes da amostra no final de cada ano**

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

Fonte: Dados da pesquisa (2014)

### 5.1 Custo de Capital Próprio a Preço Corrente (CCP)

O modelo utilizado no estudo para capturar o custo de capital próprio, estimado conforme dados obtidos na base de dados da Economática® ajustados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), foi o modelo de crescimento de Gordon (1959), que 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). Esse modelo 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; CARVALHO, 2012).

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

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

em que:

$P_0$  = 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 por meio de dividendos (SANVICENTE, 2012), assim:

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

em que:

$g$  = taxa de crescimento constante esperado dos dividendos

ROE = lucro líquido/patrimônio líquido

*payout* = dividendo pago por ação/lucro por ação

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

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

em que:

$k_e$  = 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

Apesar de consistente teoricamente, o modelo de crescimento de Gordon (1959) deve ser analisado a partir de limitações que lhe são inerentes, conforme apontam Damodaran (1999) e Oliveira, Guerreiro e Securato (2003), como as que se seguem: a) os dividendos não são certos, nem previamente determinados; b) o mercado financeiro e a exigência de rentabilidade dos acionistas variam ao longo do tempo e não são iguais para todos os acionistas; e c) o modelo só é aplicável se o custo do capital próprio for superior à taxa de crescimento dos dividendos.

## 5.2 Modelo e Variáveis Estatísticas e Econométricas

### 5.2.1 Variável independente: reputação corporativa

Considerando-se que há diferentes meios de se medir a reputação corporativa (WALKER, 2010), este trabalho captou a reputação por três diferentes métricas: o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), o *ranking* da revista “IstoÉ Dinheiro” (DINH) e o índice de *social disclosure* (ISD), elaborado e validado por Gonçalves *et al.* (2014).

O ISE é elaborado pela BM&FBovespa para captar melhores práticas de sustentabilidade corporativa, embasada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa, semelhante ao *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), da bolsa norte-americana Dow Jones. Segundo Michelin (2007), esse índice é uma metodologia consistente para qualificar as empresas com boa reputação, porque apresenta companhias com práticas de sustentabilidade bem desenvolvidas.

Cruz e Lima (2010) corroboram que o índice de sustentabilidade é *proxy* adequada para a reputação corporativa. Lourenço *et al.* (2013) indicam que as companhias presentes no índice de sustentabilidade têm maior reputação, o que influencia a percepção dos *stakeholders* em

relação à organização. O ISE capta as percepções dos investidores, das instituições e organizações sociais e ambientais, dos auditores independentes e das organizações de finalidade pública (BM&FBOVESPA, 2014) a respeito das companhias.

Como o ISE contém empresas consideradas sustentáveis, o estudo trabalhou com a presença ou a ausência, no índice anual de cada empresa, dessa variável binária, ou seja, a presença no índice é classificada como (1) e a ausência é categorizada como (0).

Outra métrica utilizada para mensurar a reputação corporativa é a presença das companhias nos *rankings* de revistas especializadas. As revistas *Management Today* e *Birmingham City Business School* elaboram, anualmente, o *Britain's Most Admired Companies*, uma classificação das maiores companhias corporativas quanto à reputação. A revista norte-americana *Fortune* reporta anualmente as *America's Most Admired Corporations*.

À semelhança das revistas internacionais, no Brasil, a revista *IstoÉ Dinheiro* lança, anualmente, *rankings* das empresas que mais se destacaram em dado período, por meio do *ranking* “As Melhores da Dinheiro”, que classifica empresas por critérios, como sustentabilidade financeira, recursos humanos, inovação e qualidade, responsabilidade socioambiental e governança corporativa (ISTOÉ DINHEIRO, 2013).

Esta métrica é capaz de capturar a reputação corporativa por abranger percepções de analistas de mercado. Além disso, a revista *IstoÉ 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 das projeções futuras. Em detrimento de a amostra ser menor que a classificação da revista, esta pesquisa limitou-se à observação das cem melhores empresas ranqueadas. Assim, esta variável é binária, ou seja, a presença no *ranking* é classificada como (1) e a ausência no *ranking* é indicada como (0).

Além do *ranking* de revistas e da inclusão em índices socioambientais de bolsas de valores, Dhaliwal *et al.* (2011) verificaram que a informação social contribui na diminuição da assimetria informacional da companhia, diminuindo o custo de capital próprio. Dessa forma, a evidenciação voluntária de informações sociais e ambientais contribui positivamente para a reputação corporativa da empresa (DEEGAN; GORDON, 1996; DEEGAN; RANKIN, 1996).

Em consonância com essa afirmação, Gonçalves *et al.* (2014) elaboraram um índice de *social disclosure* (ISD) testado e validado, que capta o nível de evidenciação social com base nos estudos de Ramanathan (1976), Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004), o qual 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, utilizou-se a análise de conteúdo nos relatórios anuais e de responsabilidade social e sustentabilidade.

O ISD é uma variável ordinal, classificada, no total, em doze itens no intervalo de, no mínimo, 12 pontos para empresas com divulgação de informações restritas e de, no máximo, 48 pontos para empresas com divulgação de informações amplas (GONÇALVES *et al.*, 2014).

### 5.2.2 Variáveis de Controle

As variáveis de controle do custo de capital próprio são incluídas a fim de proporcionar maior robustez ao modelo, considerando-se a variável dependente, conforme o quadro 1:

Variáveis de controle	Descrição	Sustentação teórica
<i>END</i> Endividamento	Representa a relação entre a dívida financeira total sobre o patrimônio total da companhia no final de cada ano. 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)

<i>BETA</i> Representa o valor dos betas ( $\beta$ )	Representa o valor dos betas ( $\beta$ ) de cada empresa obtidos a partir de, no mínimo, trinta retornos mensais no horizonte temporal de 60 meses, cujo objetivo é o de minimizar as alterações pontuais no mercado. Os betas de cada empresa foram obtidos a partir da base de dados da Economática®. 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)
<i>TAM</i> Tamanho	Elaborado a partir do logaritmo natural do valor de mercado — por meio da multiplicação do preço da ação pela quantidade de ações — de cada ano da companhia, ajustado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Espera-se que a relação entre o tamanho da empresa e o custo de capital próprio seja negativa, dado que, quanto maior o valor de mercado da companhia, maior a capacidade de atrair a atenção dos <i>stakeholders</i> e de captar recursos a menores custos.	Hail (2002) e Guay, Kothari e Shu (2011)
<i>BTM</i> <i>Book-to-market</i>	Elaborado a partir da relação entre o valor contábil e o valor de mercado da companhia. A inclusão dessa variável demonstra o conservadorismo do valor patrimonial e o valor da ação. Espera-se que a relação entre o <i>BTM</i> e o custo de capital próprio seja negativa.	Hail (2002) e Guay, Kothari e Shu (2011)

Quadro 1 – Variáveis de controle

Ressalte-se que os dados foram obtidos na base de dados da Economática® e ajustados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, de modo a minimizar discrepâncias nos resultados ao longo do tempo.

Considerando-se o objetivo do presente estudo, a equação seguinte demonstra como foi verificada a relação entre o custo de capital e a reputação corporativa, que foi estimada com a utilização de dados em painel:

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

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

em que:

$Y_{it}$  é a variável custo de capital próprio,  $\alpha$  é a constante da regressão,  $\gamma$  é o coeficiente associado a  $X_{it}$  — que é a variável de reputação corporativa (ISE, DINH, ISD) —,  $\delta$  é o parâmetro associado a  $Z_{it}$  — variáveis de controle — e  $u_{it}$  é o erro aleatório independente e identicamente distribuído, tendo por premissa distribuição normal com média zero e variância constante e finita. Os subscritos  $it$  do modelo representam a  $i$ -ésima empresa no período  $t$ .

## 6. TRATAMENTO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

O Quadro 2, a seguir, apresenta a interação entre as métricas de reputação corporativa. A métrica ISE foi dividida em empresas listadas no ISE e não listadas no ISE, a métrica DINH foi dividida em empresas listadas no *ranking* da revista IstoÉ Dinheiro e não listadas e a métrica ISD foi extraída a partir da moda apresentada pela classificação obtida pelas empresas analisadas.

Empresas	Nível de evidência total medido pelo ISD				
	2008	2009	2010	2011	2012
Listadas no ISE	Amplo	Amplo	Médio	Médio	Médio
Não listadas no ISE	Médio	Médio	Médio	Restrito	Baixo
Listadas no DINH	Amplo	Médio	Médio	Baixo	Amplo

Não listadas no DINH	Médio	Médio	Restrito	Médio	Baixo
----------------------	-------	-------	----------	-------	-------

**Quadro 2 – Interação entre as métricas da reputação corporativa**

Fonte: Dados da pesquisa (2014)

A partir do Quadro 2, observa-se que, nos anos 2008 e 2009, as empresas listadas no ISE evidenciaram mais informações acerca dos programas sociais desenvolvidos que as empresas não listadas no ISE, tendo ocorrido o mesmo com as companhias listadas no *ranking* DINH em 2008 e em 2010, ou seja, houve maior transparência na evidenciação das companhias ranqueadas pela revista que nas companhias não ranqueadas.

Em 2009, não houve diferença na evidenciação das informações sociais das empresas ranqueadas e não ranqueadas em DINH. Em 2010, não houve diferença na divulgação social entre as empresas listadas e não listadas no ISE. Esses resultados indicam que as empresas listadas ou não apresentaram mesma tendência de evidenciação social.

Em 2011 e em 2012, as companhias listadas no ISE apresentaram maior nível de evidenciação que as companhias não listadas. Já as companhias ranqueadas por DINH apresentaram, em 2011, menor nível de evidenciação que as companhias não ranqueadas, comportamento não verificado por Roberts e Dowling (2002), em uma amostra de empresas ranqueadas pela revista *Fortune*. Em 2011, as companhias listadas em DINH apresentaram nível de evidenciação amplo, ao passo que as companhias não listadas nesse *ranking* apresentaram nível baixo de evidenciação.

Os resultados do Quadro 2 corroboram os estudos de Michelin (2007), no sentido de que o relatório de sustentabilidade pode ser visto como um direcionador da reputação corporativa, pois comunica aos *stakeholders* seu desempenho social e ambiental. De acordo com Machado Filho e Zylbersztajn (2003), as ações de responsabilidade social visam aumentar o valor da empresa e minimizar os riscos reputacionais, tornando-se um elemento importante a ser considerado nas medidas de melhoria da transparência das ações corporativas. A fim de complementar esses aspectos, a Tabela 2 apresenta a interação das métricas de reputação corporativa quanto ao custo de capital próprio. A métrica ISD foi dividida em quartis.

**Tabela 2 – Evolução média do ISD e do custo de capital próprio (CCP) no período de 2008 a 2012, por quartil**

Métricas	CCP x ISD			
	ISD 23	ISD 27	ISD 30	ISD 38
Listadas no ISE	0,0981	0,1206	0,0811	0,1193
Não listadas no ISE	0,1604	0,1434	0,1255	0,1161
Listadas em DINH	0,1717	0,1478	0,1038	0,1231
Não listadas em DINH	0,1439	0,1144	0,0858	0,1054

Fonte: Dados da pesquisa (2014)

Sob a perspectiva do ISE, no geral, as empresas listadas nesse índice 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 CCP, ou seja, o maior CCP das empresas listadas no ISE é bem inferior ao maior CCP das empresas não listadas no ISE, corroborando os achados de Batsman e Geiser (2013) e de Lourenço *et al.* (2013), que apontam para o fato de que empresas listadas no ISE apresentam menor CCP.

O resultado obtido do CCP das empresas listadas em DINH não é semelhante ao das 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, resultado que diverge

do estudo de Roberts e Dowling (2002), por apresentar uma relação positiva entre *ranking* de revistas especializadas e custo de capital próprio.

Ademais, apesar da volatilidade dos resultados, no geral o custo de capital próprio diminuiu em relação ao nível de evidenciação do ISD tanto nas empresas listadas em DINH quanto nas empresas não listadas.

Quanto ao ISD, durante todo o período analisado, os menores custos de capital estão relacionados com o maior nível de evidenciação (3º e 4º quartis), seja para empresas listadas ou não no ISE, seja para empresas listadas ou não em DINH, resultado que vai ao encontro dos achados de Dhaliwal *et al.* (2011) e de Gonçalves *et al.* (2013), os quais apontam 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.

A partir desse cenário, infere-se que, independentemente de a organização buscar melhorar seu capital reputacional por meio da percepção de agentes externos, como é o caso da listagem em indicadores de sustentabilidade, ou de ranqueamentos independentes, como o da revista "As Melhores da Dinheiro", a busca por melhores práticas de evidenciação em qualquer dos cenários sinaliza para uma redução no custo de capital próprio e, portanto, demonstra ser um instrumento de redução da assimetria entre as partes interessadas do risco reputacional e, por consequência, do custo de capital próprio.

## 6.1 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 3 apresenta a matriz de correlação das variáveis do modelo.

Tabela 3 – 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

Fonte: Dados da pesquisa (2014)

Segundo Gujarati (2006), são considerados variáveis altamente correlacionadas resultados acima de 0,80. Na tabela 3, é possível visualizar que as variáveis do modelo não possuem alta correlação entre si.

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

Tabela 4 – 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

Fonte: Dados da pesquisa (2014)

O resultado do teste de *Hausman* rejeitou a hipótese nula para a estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios, portanto o modelo deve ser estimado com efeitos fixos.

Para verificar a autocorrelação dos resíduos, o resultado do teste de *Durbin-Watson* (1,989996) apontou que o modelo não rejeitou 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 JB (*p-valor* = 9,09547e-013) rejeitou 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, alinhando-se à afirmação de Brooks (2008) de que a premissa de normalidade será atendida para grandes amostras. Ademais, 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-valor* < 0,00), Im, Pesaran e Shin (*p-valor* < 0,00), ADF-Fisher (*p-valor* < 0,00) e PP-Fisher (*p-valor* < 0,00), que rejeita 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, pode-se utilizar o modelo ajustado pelos mínimos quadrados ponderados – WLS (GUJARATI, 2006).

**Tabela 5 – Modelo estimado com dados em painel com efeitos fixos, corrigido pelo WLS, para variável dependente CCP (N = 195)**

Variável	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística <i>t</i>	<i>p-valor</i>	
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	
* Significativa ao nível de significância de 10%					
** Significativa ao nível de significância de 5%					
*** Significativa ao nível de significância de 1%					

Fonte: Dados da pesquisa (2014)

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

De acordo com a Tabela 5, o modelo foi significativo como um todo, considerando-se o teste *F* (*p-valor* < 0,01). Em relação à multicolinearidade, segundo Gujarati (2006), uma das maneiras de detectá-la é quando o  $R^2$  é alto (> 0,80). A Tabela 6 apresenta o  $R^2$  de 0,16, que sugere que o modelo não apresenta indícios de multicolinearidade. A partir das análises realizadas, é possível afirmar que o modelo é significativo e capaz de responder o problema de pesquisa.

Quanto aos resultados obtidos, a variável END foi positiva, corroborando o sinal esperado, porém essa não foi significativa, resultado que vai ao encontro dos achados de Botosan e Plumlee (2001), Hail (2002) e Gonçalves *et al.* (2013), do mesmo modo que ocorreu com a variável BTM, em que o sinal observado — negativo — foi o esperado, o que corrobora com os estudos de Guay, Kothari e Shu (2011), porém essa não foi significativa.

A variável Beta apresentou um resultado significativo, o que permite inferir que o beta, ou seja, a variação entre o risco do ativo e a carteira de mercado, influencia positivamente o custo de capital próprio a preço corrente, ratificando os estudos de Botosan e Plumlee (2001), de Hail (2002) e de Rover e Santos (2013). Isso significa que, quanto menor a diferença entre o risco do ativo e da carteira de mercado, menor será o custo de capital próprio.

Outro dado que merece destaque é a variável TAM, significativa ao nível de 1%, cujo resultado corrobora Hail (2002) e Guay, Kothari e Shu (2011) no sentido de que o valor de mercado da companhia interfere no risco, de modo que, quanto maior o valor de mercado, mais atenção a companhia atrai dos usuários externos, resultando em menor custo de capital.

Segundo Fombrun (1996), é possível medir a reputação corporativa por meio de um conjunto representativo de diferentes *stakeholders*. Assim, a utilização do ISE, do DINH e do ISD busca captar, conjuntamente, as percepções dos investidores, das instituições e organizações sociais e ambientais, dos auditores independentes e das organizações com finalidade pública, dos analistas de mercado e dos *stakeholders* interessados nos programas sociais desenvolvidos pela companhia.

Corroborando com Richardson, Welker e Hutchinson (1999), Machado Filho e Zylbersztajn (2003) e de Cruz e Lima (2010) de que a reputação corporativa pode diminuir o custo de capital próprio, era esperado que as métricas de reputação corporativa influenciassem o custo de capital próprio a preço corrente de forma negativa, porém não se pode observar totalmente essa afirmação.

O estudo verificou que o ISE é estatisticamente relevante ao nível de 10% de significância. O resultado corrobora a análise da Tabela 3 de que as empresas listadas no ISE apresentam custo de capital próprio a preço corrente menor que as empresas não listadas no ISE, conforme achados de Cruz e Lima (2010) e de Lourenço *et al.* (2013).

A revista "*As Melhores da Dinheiro*" publica, todo ano, as empresas com melhores resultados em relação a 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. Entretanto, este estudo revelou resultado contrário, isto é, as empresas incluídas nesse *ranking* apresentam maior custo de capital próprio a preço corrente que as empresas não incluídas, contrariando os resultados de Hammond e Slocum Jr. (1996) e de Roberts e Dowling (2002).

Elaborado por Gonçalves *et al.* (2014), o ISD, que possibilita captar informações relevantes acerca dos programas sociais externos das companhias, foi significativo ao nível de 5%, resultado esse que vai ao encontro das análises do Quadro 1 e da Tabela 2 de que as empresas com maior nível de evidenciação apresentam menor custo de capital, de acordo, também, com os estudos de Richardson, Welker e Hutchinson (1999), Dhaliwal *et al.* (2011) e de Gonçalves *et al.* (2013).

## 6.2 Discussão dos resultados

Inicialmente, destaque-se quanto aos resultados obtidos nesta pesquisa, por meio do modelo com dados em painel, que as variáveis independentes foram mensuradas de forma contemporânea em relação ao custo de capital. O resultado é relevante na medida em que revela que as ações de reputação corporativa são monitoradas pelo mercado financeiro de modo antecipado, haja vista que a divulgação das informações sociais e do índice de sustentabilidade empresarial é realizada em momento distinto ao da mensuração da variável dependente — custo de capital próprio.

A partir dessa observação, infere-se que as ações organizacionais que contribuem para a melhoria do capital reputacional (FORBRUN; GARDBERG; BARNETT, 2000) possuem uma repercussão ao longo do tempo conforme preconiza a literatura acerca de reputação corporativa (FOMBRUM, 1996), e não de forma pontual, isto é, no momento da listagem no ISE ou da divulgação da informação social. Adicionalmente, em razão de o mercado antecipar-se ao momento da ocorrência desses fatos e de esses serem significativos estatisticamente para o custo de capital próprio, pode-se afirmar, também, a existência, para o mercado brasileiro, da versão semiforte da hipótese de eficiência de mercado (FAMA, 1970).

No que tange aos resultados das variáveis testadas nesse estudo — i) Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), ii) *ranking* da revista *As Melhores da Dinheiro*, para captar percepções de analistas de mercado, e iii) Índice de *Social Disclosure* (ISD) —, as variáveis respondem parcialmente o problema de pesquisa.

Ao nível de significância de 10%, o ISE apresentou uma relação negativa em relação ao custo de capital próprio, sugerindo, portanto, que a adesão a esse indicador contribui para a construção do capital reputacional das organizações e, por conseguinte, para a redução do custo de captação de recursos (BATSMAN; GEISER, 2013; LOURENÇO *et al.*, 2013). De toda sorte, o referido resultado deve ser analisado com parcimônia em razão de seu nível de significância estatística.

Ao confrontar esse resultado a partir do que preconiza a literatura acerca de reputação corporativa, infere-se que as ações corporativas para o atendimento às exigências, no caso da BM&FBovespa, possam criar mecanismos internos que passem a melhorar as práticas gerenciais, traduzindo-se em mais transparência e melhor relacionamento com as partes interessadas. Com a implantação desses mecanismos, tais empresas passam a ser percebidas como de menor risco (MACHADO FILHO; ZYLBERSZTAJN, 2003; LOURENÇO *et al.*, 2013). A observação dessa tendência é mais relevante à medida que o ISE busca expressar a opinião de múltiplos *stakeholders* (investidores, instituições e organizações sociais e ambientais, auditores independentes e organizações com finalidade pública).

Por outro lado, a listagem das empresas na revista "*As Melhores da Dinheiro*", cuja métrica tem por característica a percepção dos analistas de mercado, teve um efeito inversamente esperado em relação ao custo de capital próprio, ou seja, a listagem nesse *ranking* está positivamente relacionada com a variável dependente. Uma possível explicação deve-se ao fato de ser a percepção de um único *stakeholder* na avaliação de critérios como sustentabilidade financeira, recursos humanos, inovação e qualidade, responsabilidade socioambiental e governança corporativa.

Desse modo, sugerem-se duas possibilidades acerca do tema: 1) os critérios ora avaliados seriam percebidos pelos analistas como insuficientes para que as empresas listadas possuam melhores práticas internas e, conseqüentemente, menor custo de capital; 2) como consequência do item (1), a possibilidade da existência do que Carr e Outhwaite (2009) denominam de “corrupção nas práticas de responsabilidade social corporativa”, isto é, que os canais ora avaliados acabam possuindo um efeito inverso em razão de representar meios de expropriação do capital do acionista. Portanto, a partir da avaliação dos analistas de mercado, há uma perda do capital reputacional, levando, desse modo, a um aumento no risco e no custo de capital próprio (MACHADO FILHO; ZYLBERSZTAJN, 2003).

Por fim, sob a perspectiva de Cyert e March (1963) e de Forbrun, Gardberg e Barnett (2000), ações de responsabilidade social corporativa realizadas ao longo do tempo, ou seja, ações de longo prazo, podem ter efeito positivo no capital reputacional das organizações. O resultado da variável ISD corrobora esse entendimento à medida que é negativa para o custo de capital próprio. Ressalte-se que as informações sociais foram avaliadas sob o prisma em que são realizados os programas sociais em diversas dimensões, tais como proposição de programas

sociais, critérios para alocação de recursos, proposição de objetivos e de metas para esses programas sociais, entre outras.

Assim sendo, as informações sociais avaliadas pelo ISD buscam retratar a forma como a empresa encara a questão do apoio à realização dos programas sociais sob a ótica de sua sustentabilidade tanto para a sociedade, uma vez que busca avaliar seus reais benefícios, quanto para a própria empresa, dado que busca tê-los como mecanismos de redução de suas externalidades (McWILLIAMS; SIEGEL; WRIGHT, 2006) e do risco reputacional (HERREMANS; AKATHAPORN; MCINNES, 1993; HAMMOND; SLOCUM JR., 1996).

Desse modo, pode-se sugerir que ações que representam um compromisso de longo prazo da empresa e que sejam divulgadas de forma transparente são percebidas como medidas que contribuem para a melhoria do capital reputacional (FORBRUN; GARDBERG; BARNETT, 2000), o que, no estudo em questão, foram capturadas pelas variáveis listagem no ISE e no ISD. Tais achados estão alinhados ao que preconiza o conceito de reputação corporativa na medida em que se leva tempo para ser construída e uma vez incorporada à imagem organizacional é estável no tempo, como afirmam Whetten e Mackey (2002).

Assim, os achados deste trabalho se coadunam com o fato de que a transparência na divulgação das informações sociais, por meio de ações internas que promovam uma maior interface na comunicação (QUAZI; O'BRIEN, 2000), mais a listagem no ISE, que sinaliza melhores práticas de sustentabilidade corporativa na percepção de múltiplos *stakeholders*, contribuem para a construção da reputação corporativa, diminuindo o custo de capital próprio (HERREMANS; AKATHAPORN; MCINNES, 1993; RICHARDSON; WELKER; HUTCHINSON, 1999).

## 7 CONCLUSÕES

O objetivo deste artigo foi o de testar a relação entre a reputação corporativa e o custo de capital próprio a preço corrente de empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, utilizou-se como métrica o custo de capital próprio a preço corrente, segundo o modelo de crescimento de Gordon (1959), que é definido pelos retornos exigidos para cada ação de cada empresa, e o preço de mercado da ação, que é determinado pelos dividendos futuros esperados, que crescem a uma taxa constante. Adicionalmente foram definidos como indicadores de reputação corporativa: o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), o *ranking* da revista "As Melhores da Dinheiro" (DINH) e o Índice de *Social Disclosure* (ISD).

A partir dos resultados descritivos do estudo, verificou-se que, independentemente de as empresas possuírem listagem no ISE ou no *ranking* da revista "As Melhores da Dinheiro", aquelas de maior nível de evidenciação social (3º e 4º quartis) apresentam tendência de menor custo de capital próprio. Esse resultado aponta que melhores práticas de evidenciação social sinalizam, de forma positiva, para a construção do capital reputacional das empresas, via redução do risco e, conseqüentemente, do custo de capital próprio.

Esse resultado mostra-se relevante à medida que vai ao encontro ao que Frombrum (1996) afirma acerca de reputação corporativa, que esta é sinalizada a partir de uma representação acerca das ações passadas bem como das projeções futuras que a organização deve realizar, a exemplo da informação contábil útil.

Adicionalmente, por meio de um modelo com dados em painel, constatou-se que as empresas listadas no ISE obtiveram um menor custo de capital próprio que as empresas não listadas nesse índice, o que indica que as ações internas executadas pelas organizações para conseguirem a sua adesão promovem mecanismos que levam à um menor risco reputacional, corroborando os resultados de Cruz e Lima (2010) e de Lourenço *et al.* (2013). Por sua vez, o resultado obtido a partir da variável DINH apesar de significativo, é positivo em relação ao custo

de capital próprio a preço corrente, ou seja, as empresas ranqueadas pela revista apresentam um custo de capital maior que o das empresas fora do *ranking*.

A esse respeito, destaque-se que o *ranking* da revista é avaliado somente por analistas financeiros, o que pode sugerir que os critérios ora avaliados representem canais de expropriação do capital do acionista, conforme propõem Carr e Outhwaite (2009), ocasionando, por sua vez, o aumento do risco reputacional e do custo de capital.

Por fim, observa-se que, a transparência das ações sociais e de sustentabilidade, é significativa na construção da reputação corporativa, pois contribui para a redução do custo de capital próprio, o que, neste estudo, foi identificado pelas variáveis ISD e ISE, corroborando estudos anteriores, como o de Richardson, Welker e Hutchinson (1999), o de Dhaliwal *et al.* (2011) e o de Gonçalves *et al.* (2013).

Deve-se considerar, como limitações do estudo, (a) os apontamentos quanto aos resultados ora analisados estão restritos à amostra das empresas componentes do estudo, que (b) as métricas de mensuração da reputação corporativa não abrangem conceitualmente todos os aspectos abordados pela literatura e, portanto, devem ser analisadas a partir de seu escopo e que (c) o uso da métrica do custo de capital próprio a custo corrente, embora seja um indicador robusto, também tem limitações, conforme apontado no percurso metodológico.

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

## REFERÊNCIAS

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 brasileiras de capital aberto. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 9, n. 18, p. 63-82, jul./dez., 2012.

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

BARNETT, Michael L.; JERMIER, John M.; LAFFERTY, Barbara A. Corporate Reputation: The Definitional Landscape. **Corporate Reputation Review**, Reino Unido, v. 9, n. 1, p. 26-38, março 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.

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; 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](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.

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

CARR, Indira; OUTHWAITE, Opi. *Investigating the Impact of Anti-Corruption Strategies on International Business: An Interim Report*. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1410642>> em 18 set. 2009.

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.

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.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

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](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.

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.

DHALIWAL, D., LI, O. Z., TSANG, A., YANG, Y. G. Voluntary Non-Financial Disclosure and the Cos of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. **The Accounting Review**, (January), Vol. 86, N.1, p.59-100, 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.

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

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 Cityzenship and Reputational Risk. **Business and Society Review**, v. 105, n. 1, p. 85-106, 2000.

GONÇALVES, Rodrigo de Souza; DE MEDEIROS, O. R.; WEFFORT, Elionor Farah Jreige; NIYAMA, Jorge Katsumi. A social disclosure index for assessing social programs in Brazilian listed firms. *Accounting in Latin America - Research in Accounting in Emerging Economies*, v. 14, p. 75-104, 2014.

GONÇALVES, Rodrigo de Souza; DE MEDEIROS, O. R.; WEFFORT, Elionor Farah Jreige; NIYAMA, Jorge Katsumi. 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.

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**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAIL, Luizi. 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.

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 Bioestatistics**. St. Louis: Mosby-Year Book, 1991.

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.

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

ISTOÉ DINHEIRO. Prêmio *As Melhores da Dinheiro*. Disponível em: <[http://www.istoedinheiro.com.br/blogscolunas/coluna/24\\_PREMIO+AS+MELHORES+DA+DINHEIRO](http://www.istoedinheiro.com.br/blogscolunas/coluna/24_PREMIO+AS+MELHORES+DA+DINHEIRO)>. Acesso em: dez. 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.

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, Alexsandro 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.

McWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald S.; WRIGHT; Patrick M. Corporate Social Responsibility: Strategic Implications. *Journal of Management Studies*, vol. 43, nº. 1, jan. 2006, p. 1-18.

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 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.

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

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.

OLIVEIRA, Edson Ferreira de; GUERREIRO, Reinaldo; SECURATO, José Roberto. Uma proposta para a avaliação da empresa em condições de risco com base no modelo de Ohlson. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 32, p. 58-70, 2003.

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.

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

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.

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.

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 – Conferência Interamericana de Contabilidade Socioambiental, Belém-PA, 2013. **Anais: III CSEAR – Conferência 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.

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](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.

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.

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.