

ATRIBUTOS EMPRESARIAIS COMO ANTECEDENTES DA REPUTAÇÃO CORPORATIVA NO BRASIL

1 INTRODUÇÃO

Diretores, gerentes e demais *stakeholders* internos estão em constante busca por respostas de como construir, manter e defender a reputação de uma empresa, pois ela pode ser um recurso importante em tempos de crises (KARABAY, 2014). A reputação corporativa pode ser entendida como o julgamento acumulado ao longo do tempo sobre a empresa que, por sua vez, depende do atendimento das expectativas das partes interessadas (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; FOMBRUN; VAN RIEL, 1997). Essas partes interessadas, chamadas de *stakeholders* corporativos, são influenciadas pelos sinais que recebem através das informações divulgadas pela própria empresa e outros meios de informação, especialmente a mídia e o mercado de ações (BRAMMER; MILLINGTON; PAVELIN, 2009).

A reputação corporativa deriva então de um processo de sinalização, no qual as escolhas estratégicas das empresas são sinais enviados aos observadores que usam tais sinais para formar impressões sobre a empresa (BASDEO et al., 2006). Nesse sentido, a consolidação da reputação corporativa ocorre por meio do relacionamento que as empresas mantêm com os *stakeholders* e das informações que lhes são fornecidas (FOMBRUN; SHANLEY, 1990).

A literatura sugere que alguns atributos da empresa podem contribuir para a formação da reputação corporativa, como estrutura de propriedade (BRAMMER; PAVELIN, 2006; BRAMMER; MILLINGTON, 2005; DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010), governança corporativa (BEAR; RAHMAN; POST, 2010; BRAMMER; MILLINGTON; PAVELIN, 2009; GARCÍA-MECA; PALACIO, 2018; KUMARAN; THENMOZHI, 2016), tamanho (AXJONOW; ERNSTBERGER; POTT, 2018; ROSSONI; GUARIDO FILHO, 2015) e desempenho da empresa (BEAR; RAHMAN; POST, 2010; FOMBRUN; SHANLEY, 1990).

A estrutura de propriedade revela a combinação de propriedade e controle dentro da empresa, o que pode sinalizar para as partes interessadas algo sobre o risco de expropriação da riqueza da empresa (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010). Já as práticas de governança corporativa desempenham um papel relevante ao sinalizar sobre o comportamento responsável da empresa, de forma que esses indicativos de transparência e responsabilidade podem indicar compromisso para com os *stakeholders*, podendo melhorar a reputação corporativa (AXJONOW; ERNSTBERGER; POTT, 2018; BRAMMER; PAVELIN, 2006). As empresas de maior porte tendem a atrair a atenção do mercado e de outros *stakeholders* por costumarem atuar em regiões demográficas e segmentos de mercado mais diversificados. Assim, empresas maiores tendem a buscar constituir uma melhor reputação, através de ações que possam gerar externalidades positivas e minimizar efeitos de externalidades negativas, devido à maior extensão e conseqüente mais amplo espectro de *stakeholders* (AXJONOW; ERNSTBERGER; POTT, 2018; ROSSONI; GUARIDO FILHO, 2015). Com relação à rentabilidade, estudos sugerem que uma projeção otimista do desempenho da empresa sinaliza que a empresa tem o potencial de atingir alguns de seus objetivos, sejam eles econômicos ou sociais (BEAR; RAHMAN; POST, 2010; FOMBRUN; SHANLEY, 1990), podendo melhorar a imagem da empresa perante seus *stakeholders*.

Tendo-se em conta a importância da reputação corporativa para a solidificação e continuidade das empresas, este estudo pretende responder à seguinte questão de pesquisa: **Qual a influencia de atributos empresariais para a reputação da empresa brasileira?**

A reputação da empresa forma-se a partir da sensibilidade das partes interessadas em relação à empresa. Esta sensibilidade emana da observação e análise das escolhas e condutas

da empresa perante várias circunstâncias. Esta observação e análise do comportamento da empresa permite a seus *stakeholders* formarem opiniões sobre a capacidade da empresa, suas características estratégicas e sua postura frente a situações de conflito (BASDEO et al., 2006). Externalidades positivas tendem a favorecer enquanto as negativas podem contribuir para depreciar a reputação da empresa, seja na relação com empregados, clientes, fornecedores, meio ambiente ou qualquer outro *stakeholder*.

Uma parte relevante da literatura sobre reputação corporativa estuda aspectos do seu significado e medição (FELDMAN; BAHAMONDE; BELLIDO, 2014; FOMBRUN; SHANLEY, 1990; KAUR; SINGH, 2018; MARTÍNEZ; OLMEDO, 2009), o comportamento da empresa diante de crises (FELDMAN; BAHAMONDE; BELLIDO, 2014; FORMAN; ARGENTI, 2005) e a capacidade desta de atrair clientes e funcionários. Apesar disto, os aspectos que produzem efeitos na reputação corporativa ainda não são totalmente conhecidos e, muitas vezes, não cobrem todo seu escopo e riqueza conceitual (FELDMAN; BAHAMONDE; BELLIDO, 2014). Também tem sido apontado pela literatura que a pesquisa sobre reputação empresarial tem estado concentrada em países desenvolvidos com economias sólidas (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010; HALL, 1992), voltadas para o mercado (YOUNG et al., 2008) e ambiente de *Common Law* (LA PORTA et al., 1998, 2000).

Procurando preencher a lacuna existente de estudos sobre reputação corporativa em mercados emergentes (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010), este trabalho tem como objetivo analisar a influência de atributos empresariais na reputação das empresas do mercado brasileiro. O Brasil ganhou muita visibilidade internacional com as mudanças macroeconômicas estruturais iniciadas nos anos 1990 (MATTOS; CASSUCE; CAMPOS, 2007; STUART, 2000) e com as altas taxas de crescimento vividas pelo país na primeira década dos anos 2000 que atingiram média de quase 5% a.a. entre 2004 e 2010 (SILVA, 2018).

Este trabalho apresenta algumas contribuições. Primeiramente, avança no conhecimento a respeito da capacidade de diferentes atributos da empresa em influir na formação da reputação corporativa, destacando-se questões associadas à governança corporativa e à estrutura de propriedade. Os resultados permitem à academia e a atores do mercado conhecer melhor como estes atributos da empresa estão sendo interpretados pelos agentes que opinam a respeito da reputação da empresa. Tomadores de decisão dentro da empresa e no mercado poder refletir a respeito destas questões relacionadas com a reputação corporativa. Adicionalmente, o trabalho provê evidência sobre fatores que afetam a reputação da empresa em um mercado emergente atendendo demanda indicada na literatura (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Conceituação da reputação corporativa, métricas e índices

A reputação corporativa pode ser definida como a percepção coletiva das ações passadas de uma empresa e as expectativas em relação a suas ações futuras (FOMBRUN; VAN RIEL, 1997; PIRES; TREZ, 2018). Pode-se entender que a reputação corporativa se desenvolve através de informações existentes sobre as atividades e realizações das organizações, e das interações entre a organização e aqueles que afetam ou são afetados por ela, os *stakeholders* (BASDEO et al., 2006; RINDOVA et al., 2005). Este entendimento tem sido adotado para elaboração de alguns índices e *rankings* de reputação corporativa.

A revista Fortune elabora dois *rankings* de reputação chamados de WMAC (*World's Most Admired Companies*) e AMAC (*America's Most Admired Companies*) (EBERL; SCHWAIGER, 2005). Esses *rankings* têm sido usados em estudos sobre reputação corporativa (MUSTEEN; DATTA; KEMMERER, 2010; ROBERTS; DOWLING, 2002).

Entretanto, a validade da pesquisa da Fortune é criticada por ser baseada fortemente nos critérios de desempenho financeiro e nos resultados financeiros anteriores, não dando muita relevância, por exemplo, aos aspectos de responsabilidade social corporativa e governança corporativa (SCHWAIGER, 2004). Além disso, esses *rankings* são criticados por ter os diretores e executivos como o único grupo de avaliadores da reputação (DOWLING, 2001).

Outro *ranking* que busca medir a reputação é o *Reputation Quotient* (RQ), que tem uma estrutura multidimensional para medir as percepções das partes interessadas. Esse índice foi criado depois do WMAC e significou uma importante ferramenta de gestão de reputação. A partir de sua atualização nasceu o *Global RepTrak Pulse* (Reprtrak) (FOMBRUN; PONZI; NEWBURRY, 2015). O estudo do Reprtrak forma uma base de dados que fornece para as empresas informações sobre o que está impulsionando a sua reputação corporativa e quais as estratégias empresariais que permitem modificar essa reputação. O modelo tem como base quatro afirmações de vínculo emocional entre empresa e os consumidores (RENAU; FONT, 2017): estima, sentimento positivo, confiança e admiração.

Outro *ranking* de reputação corporativa é o Monitor Empresarial de Reputação Corporativa (Merco). O Merco começou a ser desenvolvido com o objetivo de avaliar a reputação das empresas que operam na Espanha e foi expandido para outros países, chegando a abranger, atualmente, empresas de 11 países (MERCO, 2019): Espanha, Colômbia, Argentina, Chile, Equador, Bolívia, Brasil, México, Peru, Costa Rica, Panamá e Portugal.

O Merco tem grande credibilidade por divulgar amplamente sua metodologia e por ser o primeiro índice de reputação auditado no mundo, além de agregar a visão *multistakeholder* (MERCO, 2019). Para Justo Villafañe, um dos idealizadores do Merco, a principal característica do Merco está em sua confiabilidade e capacidade de determinar, de forma imparcial, o grau que uma organização tem relativamente a determinadas características consideradas como capazes de formar a reputação, como por exemplo, rentabilidade positiva, qualidade dos produtos e serviços (RENAU; FONT, 2017).

Com uma construção dinâmica advinda das interações entre empresa e *stakeholders*, a reputação corporativa se desenvolve a partir de informações sobre as atividades e conquistas da empresa. As percepções e perspectivas diferem entre os grupos de *stakeholders*. Assim, uma organização pode ter boa reputação entre seus acionistas e não ter uma boa reputação perante seus clientes. Esta diversidade de percepções torna a construção de uma boa reputação um desafio para a empresa que deve estar atenta a sua atuação e aos sinais emitidos por esta atuação e processo de divulgação da mesma que pode ter interpretação distinta entre as partes interessadas (FELDMAN; BAHAMONDE; BELLIDO, 2014).

2.2 Atributos empresariais que influenciam a formação da reputação corporativa

A definição de reputação como avaliação de uma empresa ao longo do tempo baseia-se na comunicação e sinalização da empresa que fornece informações sobre as suas ações e que podem ser comparadas com as ações de outras empresas e competidores importantes (GOTSI; WILSON, 2001). Desse modo, as práticas adotadas pelas empresas e alguns de seus atributos podem ser capazes de influenciar na formação da reputação corporativa.

Estudos sugerem que a estrutura de propriedade tem capacidade de gerar expectativas a respeito da empresa, o que a torna um fator que pode ter influência sobre a reputação da mesma (BRAMMER; MILLINGTON, 2005; DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010; FOMBRUN; SHANLEY, 1990; PAVELIN; BRAMMER, 2006). A estrutura de propriedade pode sinalizar ao mercado a natureza e a magnitude dos conflitos de agência existentes na empresa (BRANDÃO, 2019), o que pode ser percebido como um fator que influencia a melhora do cumprimento das expectativas das partes interessadas ou na expropriação dos seus recursos, servindo como sinal que afeta a

reputação corporativa (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010).

Uma das características da estrutura de propriedade que pode afetar a reputação corporativa é a configuração do controle acionário, que pode ser classificado em três grupos: majoritário, compartilhado e disperso (BRANDÃO, 2019). O controle acionário majoritário é exercido por um único acionista, este podendo ser, por exemplo, pessoa física, família, grupo econômico ou entidade governamental; o controle compartilhado ocorre quando dois ou mais acionistas sem relações familiares e não pertencentes ao mesmo grupo econômico controlam a empresa por meio de acordo de acionistas, formalizando uma coalizão de controle; e o controle disperso ocorre quando nenhum acionista assume a posição de controle acionário (BRANDÃO, 2019).

A princípio, a existência de um acionista majoritário tende a reduzir os conflitos de agência entre acionistas e gestores, ao facilitar o alinhamento de interesses entre proprietários e gestão da empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997). No entanto, níveis elevados de controle podem facilitar a expropriação de acionistas minoritários, através dos benefícios privados associados ao controle da empresa (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; YOUNG et al., 2008). As várias formas de usufruir de benefícios privados, a elevada concentração de direito de votos e a pouca força de acionistas minoritários para confrontar o poder do majoritário pode levar a uma maior carga de conflitos de agência do tipo principal-principal (CLAESSENS et al., 2002; CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; YOUNG et al., 2008). A partir das argumentações apresentadas, espera-se que o agravamento de conflitos de agência do tipo principal-principal e a maior probabilidade de expropriação presente nas empresas com controle majoritário sinalizem a *stakeholders* sobre o risco de investimento. Tais riscos podem alterar a percepção do investidor e comprometer a reputação da empresa, justificando a proposição da seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 1: O controle acionário majoritário da empresa é desfavorável à reputação corporativa.

Embora o controle majoritário seja marcante no mercado brasileiro, pesquisas recentes indicam o crescimento de empresas com controle compartilhado e disperso no Brasil e um declínio da presença de acionista majoritário (CASTRO; VIEIRA; PINHEIRO, 2015; PEIXOTO; BUCCINI, 2013). O controle acionário compartilhado está associado à existência de acordo formal entre acionistas que participam do grupo de controle, o que pode favorecer a redução de conflitos de agência do tipo principal-principal (GOMES; NOVAES, 2006). Acordos de acionistas são contratos voluntários que regem o relacionamento entre diferentes acionistas de uma empresa (CARVALHAL, 2012). Estes acordos geralmente envolvem regras que limitam o poder de voto e elaboram uma distribuição mais equilibrada de poder entre os grandes acionistas (BAGLIONI, 2011; BRANDÃO, 2019). Desse modo, a presença de acordo entre acionistas pode proteger acionistas minoritários, além de que um conjunto de acionistas controladores terão ainda mais força no monitoramento dos gestores, contribuindo para o melhor alinhamento de interesses entre propriedade e gestão e, assim, mitigando os conflitos de agência do tipo principal-agente (CLAESSENS et al., 2002). Nesse sentido, sugere-se que o controle compartilhado pode funcionar como um mecanismo de governança corporativa que ajuda na redução de conflitos de agência (BRANDÃO, 2019). A redução desses conflitos pode sinalizar a responsabilidade da empresa com o investidor e o menor risco de expropriação. Segundo Carvalho (2012), empresas que têm acordo de acionistas são mais valorizadas e o grau de proteção concedido pelo acordo é positivamente relacionado ao valor da empresa. Espera-se, portanto, que os sinais emitidos pela presença de controle

acionário compartilhado estejam relacionados com a melhora da reputação corporativa, como proposto na seguinte hipótese:

Hipótese 2: O controle acionário compartilhado da empresa é favorável à reputação corporativa.

A realidade de ausência de acionista controlador alinha-se ao modelo de agência principal-agente, no qual o gestor tem mais poder e acionistas organizam-se para lograr o alinhamento de interesses entre acionistas e gestores (JENSEN; MECKLING, 1976). Neste cenário, é reduzida a possibilidade de conflitos de interesses entre acionistas com relação ao perigo de expropriação por não haver um acionista controlador que disponha de meios para fazer uso de benefícios privados de controle da empresa. Gestores, por sua vez, têm mais poder, o que aumenta a possibilidade de haver decisões gerenciais benéficas aos interesses dos gestores que possam depreciar a riqueza dos acionistas. Isto faz com que acionistas tenham interesse em patrocinar um eficiente sistema de governança corporativa capaz de evitar a má conduta de gestores mal intencionados (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; YOUNG et al., 2008). Evidência no mercado brasileiro aponta que empresas com propriedade dispersa apresentam um conjunto mais robusto de práticas de governança corporativa (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019). Este movimento pró-ativo de acionistas em empresas com controle disperso, no sentido de fomentar um melhor sistema de governança corporativa, tende a ser bem visto pelo mercado. Este fator, em um mercado caracterizado por alta concentração de propriedade, tende a fazer com que estas empresas sejam vistas como empresas mais bem conduzidas o que pode ter reflexo positivo na reputação das mesmas, como proposto na seguinte hipótese:

Hipótese 3: O controle acionário disperso é favorável à reputação corporativa.

A adoção de práticas de governança corporativa também pode apresentar elementos capazes de afetar a reputação corporativa (BEAR; RAHMAN; POST, 2010; BRAMMER; MILLINGTON; PAVELIN, 2009; KUMARAN; THENMOZHI, 2016). A adoção de mecanismos de governança pela empresa tem o objetivo de controlar a ação dos tomadores de decisão e proteger os interesses de investidores externos à gestão (SILVEIRA; BARROS, 2008). Estudos sugerem que empresas com melhores práticas de governança corporativa transmitem mais confiança ao mercado e, com isso, tendem a melhorar sua imagem e podem ser mais valorizadas em termos de reputação (BEAR; RAHMAN; POST, 2010; KUMARAN; THENMOZHI, 2016). Isto tende a ocorrer devido ao fato de que investidores externos apreciam garantias a seu investimento (SILVEIRA; BARROS, 2008), e a melhor governança corporativa sinaliza esta segurança a mais ao investidor externo. A partir do entendimento de que a reputação da empresa é determinada pela percepção dos *stakeholders* que recebem sinais emitidos pela empresa ou outro canal de comunicação (BRAMMER; MILLINGTON; PAVELIN, 2009) e a qualidade da governança corporativa pode ser considerada um sinal de responsabilidade para com seus investidores e outros *stakeholders*, argumenta-se que a empresa pode lograr melhoria de sua reputação através do aprimoramento de seu sistema de governança corporativa. Considerando os argumentos em defesa da governança corporativa como instrumento favorável à condução da empresa e de sua imagem e reputação frente a seus *stakeholders*, sugere-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 4: A adoção de boas práticas de governança corporativa influencia positivamente a reputação corporativa.

A reputação da empresa pode ser influenciada por outras de suas características, ou atributos. Empresas maiores tendem a atrair mais atenção do mercado e de um leque mais abrangente de *stakeholders*, pois costumam atuar em regiões demográficas e segmentos de mercado mais diversificados. Portanto empresas de maior porte tendem a buscar constituir uma melhor reputação através do investimento em ações que lhes deem visibilidade positiva e que permitam ter um melhor relacionamento com o conjunto de *stakeholders* (AXJONOW; ERNSTBERGER; POTT, 2018). Dessa forma, sugere-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 5: O tamanho da empresa influencia positivamente a reputação corporativa.

Com relação ao desempenho, estudos sugerem que uma projeção otimista do desempenho da empresa sinaliza que as empresas têm o potencial inerente de atingir alguns de seus objetivos, sejam eles econômicos ou sociais (BEAR; RAHMAN; POST, 2010; FOMBRUN; SHANLEY, 1990). Mais relevante ainda é a obtenção de bons resultados demonstrativos de seu desempenho em diversas áreas que são sinais concretos de boa atuação. Desempenho favorável contribuirá, desta forma, para a melhorar a reputação da empresa. Essa argumentação motiva a proposição da seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 6: O desempenho da empresa influencia positivamente a reputação corporativa.

3 METODOLOGIA

A população da pesquisa consiste em todas as empresas de capital aberto listadas na B3 no período de 2013-2018, totalizando 355 empresas. Objetivando a análise de informações sobre reputação corporativa, a amostra é composta de todas as empresas que fazem parte da B3 e têm sua reputação apreciada pelo *ranking* Merco Empresas no período de 2013-2018, totalizando 56 empresas e 165 observações. Justifica-se o período do estudo pela disponibilidade de informações sobre o *ranking* Merco no Brasil, ressalte-se que o Merco não elaborou *ranking*, no Brasil, no ano de 2015, ficando a análise desse monitor limitada aos anos de 2013, 2014, 2016, 2017 e 2018. A Tabela 1 apresenta as empresas que compõem a amostra, distribuídas nos setores de atuação, conforme a classificação da B3.

Tabela 1 – Setores de atividade

Setor de atividade	Merco	%
Alimentos e Bebidas	16	9,7
Comércio	18	10,9
Energia Elétrica	13	7,9
Finanças e Seguros	20	12,1
Papel e Celulose	25	15,1
Química, Petróleo e Gás	17	10,3
Siderúrgica e Metalúrgica	12	7,3
Software, Dados e Telecomunicação	12	7,3
Têxtil	10	6,1
Transporte, Veículos e Peças	10	6,1
Outros	12	7,3
Total	165	100

Fonte: Dados da pesquisa.

Como pode-se observar, a amostra está amplamente distribuída em importantes setores da economia o que é importante para sua relevância, com destaque de empresas do setor de Papel e Celulose (15,1%).

Salienta-se que a reputação corporativa foi medida pelo *ranking* Merco Empresas. Este *ranking* é um dos monitores de reputação que tem como base a opinião dos *stakeholders*, além de ter sido usado em relevantes estudos (BARAIBAR-DIEZ; SOTORRÍO, 2018; DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010; GARCÍA-MECA;

PALACIO, 2018). Ele apresenta as 100 empresas com melhor reputação no mercado brasileiro, sendo o *ranking* organizado em uma escala que varia de 3.000 a 10.000 pontos. Além disso, o Merco Empresas foi escolhido para o estudo por ter alguns aspectos importantes para a análise, como: a mensuração da reputação de empresas brasileiras; metodologia transparente e livre; seus resultados e metodologias podem ser facilmente consultados em seu *website*; tem metodologia auditada pela KPMG a partir das normas ISAE 3000; e leva em consideração a opinião de diversos *stakeholders*. Além disso, uma medição adequada da reputação deve agregar as percepções dos diversos *stakeholders* e a influência que cada um deles tem para a empresa (RESNICK, 2004), sendo esse um dos pilares adotados na metodologia Merco.

Em relação aos fatores capazes de influenciar a reputação corporativa foi verificado os aspectos de estrutura de propriedade, governança corporativa, tamanho e desempenho.

Para a estrutura de propriedade foi analisada a configuração do controle acionário da empresa. Para isso, utilizou-se a metodologia e categorização proposta por Brandão (2019), em que o controle acionário foi categorizado em três tipos: controle compartilhado, controle majoritário e controle disperso (BRANDÃO, 2019). No que concerne à governança corporativa, o estudo faz uso do índice CGIndex proposto em literatura prévia (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019). Para a o tamanho da empresa foi usado o logaritmo natural do total de ativos. E para o desempenho foi usado o retorno dos ativos.

Os procedimentos de análise se iniciam pela estatística descritiva das variáveis do estudo. Para analisar as semelhanças e diferenças entre grupos de empresas foi realizado o teste de diferença entre médias. E para o alcance do objetivo do estudo, que consiste em analisar a influência de atributos empresariais na reputação das empresas do mercado brasileiro, foram realizadas estimações por meio de modelo econométrico proposto na Equação 1.

$$REPUT_CORP = \beta_0 + \beta_1 GOV_CORP_{it} + \beta_2 PROP_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SETOR_{it} + \beta_6 ANO_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 1)

O Quadro 1 apresenta o detalhamento resumido das variáveis utilizadas na pesquisa.

Quadro 1 – Descrição das variáveis do estudo

VARIÁVEL	PROXY	OPERACIONALIZAÇÃO	FONTE DE DADOS
Reputação Corporativa (REPUT_CORP)	Ranking Merco Empresas	Pontua, em uma escala de 3.000-10.000 pontos, as 100 empresas com melhor reputação	Website MERCO
Estrutura de Propriedade (PROP)	Configuração do controle acionário	Variável categórica de configuração do controle acionário: majoritário, compartilhado e disperso	Formulário de Referência (itens 15.1/2)
Governança corporativa (GOV_CORP)	CGIndex	Construção de um índice de governança corporativa	Formulário de Referência
Tamanho da empresa (TAM)	Ativos da empresa	Logaritmo natural do total de ativos	Economática®
Rentabilidade (ROA)	Retorno sobre os ativos	Lucro líquido dividido pelo ativo total	Economática®
Setor (SETOR)	Setor de atuação	Variável categórica de setor de atuação	Economática®
Período (ANO)	Ano da observação	Dummy para cada ano da observação	Economática®

Fonte: Elaborado pela autora.

Para as estimações foi usado o logaritmo da pontuação do Merco, o uso do logaritmo visa tratar os *outliers*, deixando os dados com menores magnitudes, evitando alta variância

que ocasionar distorção de resultados. Os modelos foram estimados por Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) com robustez a heterocedasticidade. Além disso, foram realizados os testes para diagnosticar a multicolinearidade, calculando-se o VIF (*Variance Inflation Factor*). Para a tabulação dos dados foi usado o *Microsoft Excel 2010*® e a análise dos dados foi realizada com o auxílio do *Stata 16*®.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva da reputação corporativa elaborada pelo *ranking* Merco ao longo dos anos de estudo. Ressalta-se que a pontuação do Merco varia de 3.000 a 10.000 pontos. Além disso, ele não realizou no Brasil pesquisa de reputação no ano de 2015, portanto o referido ano não apresenta informações.

A partir dos dados exibidos na Tabela 2 pode-se observar uma tendência de aumento da reputação das empresas brasileiras, o que pode ser um sinal positivo. A média de reputação no período é de 5.886 pontos, apresentando resultados semelhantes aos do estudo de Pérez-Cornejo, Quevedo-Puente e Delgado-García (2019) que encontraram o valor de 5863,51 pontos como média de reputação das empresas espanholas. Os resultados mostram também haver uma baixa variação nas pontuações das empresas (ver desvio padrão e coeficiente de variação), desse modo, pode-se verificar que o grupo de empresas brasileiras tem nível de reputação pouco heterogêneo.

Tabela 2 – Estatística descritiva do *ranking* de reputação Merco

Estatística Descritiva	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Todo o período
Observações	36	33	0	33	31	32	165
Média	5694	5459		5954	5917	6443	5886
Mediana	5147	5009		5729	5778	6556	5696
Desvio Padrão	1778	1615		1352	1310	1731	1590
Coeficiente de Variação	0,31	0,3		0,23	0,22	0,27	0,27
Mínimo	3008	3028		3001	3013	3002	3001
Máximo	10000	10000		10000	10000	10000	10000

Fonte: Dados da Pesquisa.

O mínimo de pontuação atingido pelas empresas ficou em torno dos 3.000 pontos, porém nenhuma empresa obteve a pontuação mínima de 3.000 pontos, indicando que das empresas brasileiras que estão no Merco, nenhuma obteve a menor percepção por parte dos *stakeholders*. Destaca-se que no período de estudo só uma empresa obteve valor máximo 10.000.

A Tabela 3 exhibe valores relativos à configuração do controle acionário em três categorias: controle compartilhado, controle majoritário e controle disperso.

Tabela 3 – Configuração do controle acionário

Categoria de Controle Acionário	N. obs	%
Majoritário	84	51
Compartilhado	52	32
Disperso	29	18
Total	165	100

Fonte: Dados da Pesquisa.

Os resultados apresentam que cerca de 50% das empresas que estão no Merco apresentam o controle majoritário e 31% o controle compartilhado. Observa-se também que controle acionário disperso ainda é pouco expressivo nas empresas brasileiras, como já apresentado nos estudos de Peixoto e Buccini (2013). De fato, a proporção de empresas que têm um acionista controlador é bem superior.

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva do Índice de Governança Corporativa (CGIndex), do desempenho (ROA) e do tamanho da empresa. Ressalte-se que o GCIndex varia de 0 a 1 e é formado por 28 práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC.

Tabela 4 – Estatística descritiva da governança corporativa, rentabilidade e tamanho.

Estatística	N	Média	Mediana	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Mínimo	Máximo
CGIndex	165	0,63	0,63	0,09	0,15	0,34	0,86
ROA	165	0,07	0,06	0,09	1,32	-0,28	0,46
Tamanho	165	15,95	15,83	1,82	0,11	13	20,07

Fonte: Dados da pesquisa.

Através dos resultados encontrados no CGIndex, observa-se que no geral há uma preocupação das empresas com a governança corporativa, pois a média de governança das empresas ficou em torno de 0,63 pontos.

O retorno sobre o ativo (ROA) indica a rentabilidade da empresa em relação aos seus ativos. Os resultados indicam que a média de rentabilidade das empresas encontra-se baixa (0,07). Além disso, os dados encontram-se dispersos (ver desvio padrão e coeficiente de variação). Esse resultado indica que há empresas com baixa rentabilidade e outras com rentabilidade alta.

Em relação ao tamanho da empresa, medido pelo logaritmo natural de ativos, a média foi de 15,95, e o valor máximo foi de 20,07. Verifica-se pouca variabilidade dos dados (desvio padrão = 1,82) sinalizando que talvez haja uma propensão deste *ranking* a avaliar empresas de grande porte o que pode ser explicado por trata-se de entidades internacionais que avaliam empresas de vários países.

Além da estatística descritiva, testes de diferença entre médias de reputação foram realizados para entender se o grau de reputação da empresa brasileira pode apresentar-se com mais intensidade de acordo com a configuração do controle acionário (Tabela 5).

Observa-se que há diferença significativa entre a média de reputação das empresas com controle majoritário e àquelas que não apresentam esse controlador. Os resultados indicam que, a um nível de 5% de significância, as empresas com controle majoritário apresentam menor média de reputação (5622,78) do que aquelas que não têm o controle majoritário (6159,11). A empresa com controle majoritário pode ser controlada por uma família ou pessoa física, um grupo empresarial ou financeiro, ou um ente governamental que detém direta ou indiretamente a maior parcela das ações com direito de voto. O controle majoritário é, a princípio, um mitigador dos conflitos entre gestor e proprietário (agente-principal). No entanto, esse controlador pode usar da sua posição societária para tomar decisões que tragam benefícios para si, contrariando os interesses dos acionistas minoritários (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; JIANG; PENG, 2011; YOUNG et al., 2008). Dessa forma, esse resultado pode ser um indicativo da existência de conflitos entre acionistas controladores e minoritários. Esses conflitos podem enviar sinais desfavoráveis que podem contribuir para deterioração da reputação corporativa.

As empresas com controle acionário compartilhado apresentam maior média de reputação (6517,98) do que àquelas que não têm o controle compartilhado (5595,28). A diferença entre médias é significativa a 1%. Tal situação pode ser um indicativo de que, de fato, o controle compartilhado melhora a percepção dos *stakeholders*. Isso pode ocorrer porque a formação do controle compartilhado geralmente envolve regras que protegem os direitos dos acionistas, como a restrição a negociação de ações, consentimento unânime em decisões importantes para a empresa e outros (BRANDÃO, 2019). Assim, a existência do compartilhamento do controle pode ser um indicativo de que os conflitos principal-principal estão mais apaziguados, enviando assim um sinal positivo para as partes interessadas.

Tabela 5 – Comparação da média do índice de reputação de empresas brasileiras em relação às distintas configurações do controle acionário

	Merco					
	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Teste de Média
Majoritário	84	5622,78	1258,47	5349,68	5895,89	2,19**
Sem Majoritário	81	6159,11	1840,82	5752,07	6566,15	
Compartilhado	52	6517,98	2017,14	5956,40	7079,56	-3,58***
Não Compartilhado	113	5595,28	1255,60	5361,25	5829,32	
Disperso	29	5515,62	1265,94	5034,08	5997,16	1,38
Não Disperso	136	5965,06	1643,62	5686,33	6243,80	

Nota: *, **, *** denotam significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação ao controle disperso, não foi observada diferença significativa entre as médias de reputação obtidas pela métrica do *ranking* Merco.

O estudo fez uso do modelo econométrico para verificar os diferentes atributos empresariais que são capazes de afetar a reputação corporativa. A Tabela 6 apresenta as estimações dos modelos econométricos.

Tabela 6 – Reputação corporativa (Merco), governança corporativa e configuração do controle acionário

Variável	Variável dependente: <i>Ranking</i> Merco		
	Modelo 11	Modelo 12	Modelo 13
Majoritário	-0,119 ** (0,048)		
Compartilhado		0,152 *** (0,047)	
Disperso			-0,039 (0,068)
CGIndex	-0,204 (0,235)	0,091 (0,185)	0,095 (0,270)
TAM	0,065 *** (0,016)	0,059 *** (0,015)	0,060 *** (0,017)
ROA	0,375 (0,298)	0,330 (0,258)	0,561 ** (0,292)
Setor	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim
Constante	7,738 *** (0,336)	7,540 *** (0,309)	7,561 *** (0,339)
Obs	165	165	165
F	9,14 ***	9,01 ***	7,65 ***
R ²	0,399	0,413	0,369
VIF	1,83	1,82	1,89

Nota: Merco = logaritmo do *ranking* de reputação corporativa Merco Empresas; Majoritário, compartilhado e disperso representam as categorias da configuração do controle acionário; CGIndex = índice de governança corporativa; ROA = rentabilidade medida pelo retorno sobre ativo; TAM = tamanho medido pelo logaritmo natural de ativos; Obs = total de observações; F = estatística F; R² = capacidade explicativa do modelo; VIF = fatores de inflação da variância; *, **, *** denotam significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

O Modelo 1 revela que o controle majoritário tem efeito negativo sobre a reputação da empresa. Assim, como sugerido, vê-se que apesar da presença do acionista majoritário ser vista como capaz de reduzir os conflitos de agência entre principal e agente, a elevada possibilidade de extração de benefícios privados de controle por parte do acionista majoritário pode ser mais fortemente sinalizada ao mercado com reflexo negativo sobre a reputação. A percepção da possibilidade de expropriação parece afetar negativamente a reputação da empresa (Hipótese 1).

O controle acionário compartilhado, por sua vez, tem influência positiva sobre a reputação das empresas brasileiras (Modelo 2) como sugerido (Hipótese 2). Este resultado sinaliza que, de fato, o controle acionário compartilhado pode funcionar como um mecanismo de redução de conflitos de interesse, sejam eles entre principais e gestores, ou entre majoritários e minoritários (BRANDÃO, 2019; DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010). Esse cenário pode passar uma maior confiança para o investidor, dessa forma, melhorando a percepção sobre a empresa e a reputação. Mediante os resultados observados, é plausível a hipótese de que o controle acionário compartilhado da empresa é favorável para a reputação corporativa (Hipótese 2). Em relação ao controle disperso (Modelo 3), os resultados indicam que esse controle não tem influência sobre a reputação das empresas brasileiras. Desse modo, o controle acionário disperso da empresa brasileira não parece ser favorável para a reputação corporativa, como sugerido (Hipótese 3).

Os resultados indicam que governança corporativa (CGIndex) não apresenta influência sobre a reputação corporativa como hipotetizado. Dessa forma, não há amparo para aceitar a hipótese de que a adoção de boas práticas de governança corporativa influencia positivamente a reputação corporativa (Hipótese 4). O tamanho da empresa apresentou influência positiva sobre a reputação em todos os modelos, indicando que empresas maiores têm melhor reputação (Hipótese 5). A influência do tamanho na reputação corporativa também foi observada em outros estudos (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; MUSTEEN; DATTA; KEMMERER, 2010; SOLEIMANI; SCHNEPER; NEWBURRY, 2014).

Com relação à rentabilidade, uma projeção otimista do desempenho da empresa sinaliza que as empresas têm o potencial inerente de atingir alguns de seus objetivos, sejam eles econômicos ou sociais (BEAR; RAHMAN; POST, 2010; FOMBRUN; SHANLEY, 1990). Desse modo, atingindo as diferentes expectativas dos *stakeholders*. Apesar disso, apenas no modelo 3, o desempenho foi capaz de afetar a reputação corporativa (Hipótese 6).

4.6 Discussão dos resultados

Este estudo analisou a influência de atributos empresariais na reputação das empresas do mercado brasileiro. Para mensuração da reputação foi usado o *ranking* Merco Empresas. Os atributos empresariais vistos foram a configuração do controle acionário, a governança corporativa, o tamanho e o desempenho.

A respeito da configuração do controle acionário, esse foi categorizado em três grupos: controle acionário majoritário, controle acionário compartilhado e controle acionário disperso. Os resultados apresentados mostraram que o controle majoritário é capaz de afetar negativamente a reputação das empresas brasileiras. A existência de um majoritário tende a reduzir os conflitos de agência entre gestores e investidores. No entanto, o controle por um acionista majoritário aumenta a probabilidade de expropriação dos minoritários e de conflitos de agência do tipo principal-principal. Esses conflitos e a percepção do risco do investimento são sinais negativos capazes de afetar a percepção das partes interessadas. Ressalta-se que tal resultado também foi observado em estudo sobre o mercado Espanhol (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010).

Apesar do controle majoritário ser marcante no mercado brasileiro, este estudo observou que esse controle vem perdendo espaço com o crescimento do controle compartilhado e disperso no Brasil (CASTRO; VIEIRA; PINHEIRO, 2015; PEIXOTO; BUCCINI, 2013). Os resultados mostraram que a presença do controle compartilhado é capaz de afetar positivamente a reputação das empresas brasileiras. Esse controle pode ajudar no monitoramento dos gestores e também dos acionistas majoritários, pois a presença de compartilhamento faz com que o poder sobre a empresa esteja equilibrado (BAGLIONI, 2011; BRANDÃO, 2019). Além disso, o próprio crescimento do controle compartilhado, observado nos resultados, pode ser entendido como um mecanismo complementar de

governança corporativa, como bem exposto por Brandão (2019). O acordo entre acionistas, presente no controle compartilhado, também pode contribuir para valorização da empresa por reduzir o poder excessivo nas mãos de um só acionista controlador (CARVALHAL, 2012). Esses indicativos podem emanar um sinal positivo contribuindo para a reputação das empresas.

A respeito do controle disperso, observou-se que ele não é capaz de influenciar a reputação das empresas brasileiras. Tal resultado pode estar alinhado com a baixa percepção desse tipo de controle no Brasil.

Apesar da governança corporativa sinalizar o compromisso da empresa com a proteção do investidor (GARCÍA-MECA; PALACIO, 2018; PÉREZ-CORNEJO; QUEVEDO-PUENTE; DELGADO-GARCÍA, 2019), os resultados indicam não haver interferência da estrutura do sistema de governança corporativa sobre a reputação da empresa brasileira. A literatura explica que existem sinais que os receptores não estão procurando, ou que não são percebidos por eles (CONNELLY et al., 2011; ILMOLA; KUUSI, 2006). Neste sentido, a estruturação do sistema de governança corporativa parece não ser capaz de emitir sinais positivos sobre a empresa o suficiente para interferir favoravelmente em sua reputação. Dessa forma, entende-se que as práticas de governança corporativa não estão sendo suficientes para ter efeito sobre a reputação da empresa que talvez exigisse um elenco adicional de práticas não adotadas pela empresa brasileira. Os *stakeholders* podem não estar sensíveis a este relevante elemento para a gestão da empresa, ou ainda, a empresa não está capaz de transmitir adequadamente, através de algum processo de sinalização, que ela tem buscado para compor o sistema de governança. Outra argumentação plausível para esse resultado, é o indicativo de que o efeito da estrutura de propriedade, fortemente concentrada no Brasil, é muito marcante, tendo repercussão em políticas da empresa, inclusive na configuração do sistema de governança corporativa que é mais frágil em empresas com propriedade muito concentrada (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020).

O fato de empresas maiores terem melhor reputação pode dever-se à maior atenção dada a elas pelo mercado e *stakeholders* em geral (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; MUSTEEN; DATTA; KEMMERER, 2010; SOLEIMANI; SCHNEPER; NEWBURRY, 2014). Além disso, empresas de maior porte tendem a disponibilizar mais informações positivas (na mídia e no mercado) a seu respeito. Neste conjunto de informações veiculadas, há informação divulgada compulsoriamente visando redução de assimetria informativa, podendo promover a reputação corporativa (FOMBRUN; SHANLEY, 1990). Apesar da rentabilidade demonstrar uma projeção otimista sobre o potencial que a empresa tem (BEAR; RAHMAN; POST, 2010; FOMBRUN; SHANLEY, 1990), os resultados demonstraram-se inclusivos a respeito do seu papel na reputação corporativa. O Quadro 6 apresenta o apanhado dos principais resultados obtidos na pesquisa.

5 CONCLUSÃO

Por sua relevância para a continuidade da empresa, a reputação corporativa tem sido cada vez mais observada pela própria empresa, mercado e academia. Além de questões metodológicas associadas à adequada apreciação da reputação, seus antecedentes e consequentes têm sido também objeto de atenção. O presente trabalho analisou a influência de atributos empresariais sobre a reputação da empresa brasileira.

O controle acionário em mãos de um acionista majoritário, como sugerido, foi observado como desfavorável à reputação da empresa. Portanto, há indícios para dizer que o excesso de poder nas mãos de um só acionista não parece ser bem visto, indicando que, apesar da existência de um controlador majoritário poder reduzir os conflitos de agência entre gestores e acionistas, ele aumenta a probabilidade de expropriação e de conflitos de agência

do tipo principal-principal. Resultado também de acordo com o hipotetizado é aquele relativo ao controle acionário compartilhado que sinaliza ter efeito positivo sobre a reputação da empresa, indicando que a retirada de excessivo poder nas mãos de um só acionista controlador é positivo para a reputação da empresa. O compartilhamento do controle sinaliza mais equilíbrio no processo de tomada de decisão. Por fim, a reputação da empresa parece ser insensível as empresas com controle acionário disperso.

Os resultados sinalizam um crescente aumento da qualidade da governança corporativa da empresa brasileira, o que é um sinal positivo sobre a preocupação deste coletivo de empresas com a gestão da empresa e *compliance* com boas regras de conduta. Contrariamente ao esperado, o nível de governança corporativa não é capaz de ter influência sobre a reputação da empresas brasileira. O tamanho das empresas foi capaz de afetar a reputação corporativa, enquanto que a rentabilidade mostrou-se significativa em apenas um modelo.

A busca por fatores capazes de influenciar a reputação da empresa apresenta um norte para as empresas a respeito de quais atributos sinalizam mais fortemente para a formação desse elemento, que é também considerado por alguns como um relevante ativo intangível. Além disso, o trabalho fornece evidência sobre o ambiente de países de direito civil. Em contraste aos países de direito comum, os países de direito civil, como o Brasil, têm menor proteção ao investidor, estrutura de propriedade muito concentrada e a presença de acionistas controladores. Essas diferenças podem ter efeitos diferentes sobre a percepção das partes interessadas (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; FUENTE-SABATÉ, 2010).

Como limitação do estudo, destaca-se a dificuldade de obtenção de informações sobre todas as empresas que estão no *ranking* de reputação Merco. Observou-se que a maioria das empresas que compõem esse *ranking* estão em mercados estrangeiros, dificultando a análise de um conjunto maior de empresas que são de outros mercados. Dessa forma, para pesquisas futuras, se possível, seria interessante analisar todas as empresas que formam esse *ranking*. Para pesquisas futuras, sugere-se ainda a análise dos consequentes da reputação. O estudo concentrou-se em antecedentes, dessa forma, verifica-se a necessidade também de encontrar quais os aspectos da empresa que podem ser influenciados pela reputação corporativa. Entre esses aspectos, sugere-se a análise da contribuição da reputação corporativa para o valor de mercado da empresa, por exemplo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AXJONOW, A.; ERNSTBERGER, J.; POTT, C. The impact of corporate social responsibility disclosure on corporate reputation: a non-professional stakeholder perspective. **Journal of Business Ethics**, v. 151, n. 2, p. 429–450, 2018.

BAGLIONI, A. Shareholders' agreements and voting power: Evidence from italian listed firms. **Applied Economics**, v. 43, n. 27, p. 4043–4052, 2011.

BARAIBAR-DIEZ, E.; SOTORRÍO, L. L. O efeito mediador da transparência na relação entre responsabilidade social corporativa e reputação corporativa. **Revista Brasileira de Gestao de Negocios**, v. 20, n. 1, p. 5–21, 2018.

BASDEO, D. K. et al. The impact of market actions on firm reputation. **Strategic Management Journal**, v. 27, n. 12, p. 1205–1219, 2006.

BEAR, S.; RAHMAN, N.; POST, C. The Impact of Board Diversity on Corporate Social Composition and Firm Reputation Responsibility. **Journal of Business Ethics**, v. 97, n. 2, p. 207–221, 2010.

BRAMMER, S. J.; PAVELIN, S. Corporate reputation and social performance: the importance of fit. **Management**, v. 43, n. 3, p. 435–455, 2006.

- BRAMMER, S.; MILLINGTON, A. Corporate reputation and philanthropy: an empirical analysis. **Journal of Business Ethics**, v. 61, n. 1, p. 29–44, 2005.
- BRAMMER, S.; MILLINGTON, A.; PAVELIN, S. Corporate reputation and women on the board. **British Journal of Management**, v. 20, n. 1, p. 17–29, 2009.
- BRANDÃO, F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Rev. Bras. Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438–469, 2015.
- BRANDÃO, I. F. **Controle acionário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa: uma análise da empresa brasileira**. [s.l.] Tese (Doutorado em Administração e Controladoria) - Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, 2019.
- CARVALHAL, A. Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 919–933, 2012.
- CASTRO, M. C. C. S.; VIEIRA, L. K.; PINHEIRO, L. E. T. Comparação do disclosure de contingência ativas e passivas nas empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBovespa e na Nyse. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 20, n. 2, p. 52–69, 2015.
- CLAESSENS, S. et al. Expropriation of minority shareholders in East Asia. **Journal of finance**, v. 57, p. 1–57, 2002.
- CONNELLY, B. L. et al. Signaling theory: A review and assessment. **Journal of Management**, v. 37, n. 1, p. 39–67, 2011.
- CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. DE F.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. **Research in International Business and Finance**, v. 51, 2020.
- CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F. The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 19, n. 1, p. 120–140, 2019.
- DELGADO-GARCÍA, J. B.; QUEVEDO-PUENTE, E.; FUENTE-SABATÉ, J. M. The impact of ownership structure on corporate reputation: evidence from Spain. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 6, p. 540–556, 2010.
- DOWLING, G. **Creating corporate reputations. Identity, image, and performance**. New York: Oxford University Press, 2001.
- EBERL, M.; SCHWAIGER, M. Corporate reputation: disentangling the effects on financial performance. **European Journal of Marketing**, v. 39, n. 7, p. 838–854, 2005.
- FELDMAN, M. P.; BAHAMONDE, R. A.; BELLIDO, I. V. A new approach for measuring. **RAE**, v. 54, n. 1, p. 53–66, 2014.
- FOMBRUN, C. J.; PONZI, L. J.; NEWBURRY, W. Stakeholder tracking and analysis : the reptrak ® system for measuring corporate reputation. **Corporate Reputation Review**, v. 18, n. 1, p. 3–24, 2015.
- FOMBRUN, C.; SHANLEY, M. What's in a name? Reputation building and corporate strategy. **Academy of Management Journal**, v. 33, n. 2, p. 233–259, 1990.
- FOMBRUN, C.; VAN RIEL, C. The reputational landscape. **Corporate Reputation Review**, v. 1, n. 1, p. 5–14, 1997.
- FORMAN, J.; ARGENTI, P. A. How corporate communication influences strategy

- implementation, reputation and the corporate brand: an exploratory qualitative study. **Corporate Reputation Review**, v. 8, n. 3, p. 245–264, 2005.
- GARCÍA-MECA, E.; PALACIO, C. J. Board composition and firm reputation: the role of business experts, support specialists and community influentials. **Business Research Quarterly**, v. 21, n. 2, p. 111–123, 2018.
- GOMES, A.; NOVAES, W. **Sharing of Control versus Monitoring as Corporate Governance Mechanisms**. University of Washington. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<http://apps.olin.wustl.edu/faculty/gomes/gomesnovaes.pdf>>.
- GOTSI, M.; WILSON, A. M. Corporate reputation: seeking a definition. **Corporate Communications: An International Journal**, v. 6, n. 1, p. 24–30, 2001.
- HALL, R. The Strategic Analysis of Intangible Resources. **Strategic Management Journal**, v. 13, n. 2, p. 135–144, 1992.
- ILMOLA, L.; KUUSI, O. Filters of weak signals hinder foresight: Monitoring weak signals efficiently in corporate decision-making. **Futures**, v. 38, n. 8, p. 908–924, 2006.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 4, p. 305–360, 1976.
- JIANG, Y.; PENG, M. W. Principal-principal conflicts during crisis. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 28, n. 4, p. 683–695, 2011.
- KARABAY, M. E. **Corporate reputation: a definitional landscape**. Berlim Heidelberg: Springer, 2014.
- KAUR, A.; SINGH, B. Measuring the immeasurable corporate reputation. **Metamorphosis**, v. 17, n. 1, p. 53–64, 2018.
- KUMARAN, V.; THENMOZHI, R. Impact of corporate governance on corporate reputation. **International Journal of Management and Commerce Innovations**, v. 3, n. 2, p. 1–8, 2016.
- LA PORTA, R. et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113–1155, 1998.
- LA PORTA, R. et al. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1–33, 2000.
- MARQUES, T. D. Á.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A concentração acionária no Brasil: Análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100–133, 2015.
- MARTÍNEZ, L. I. M.; OLMEDO, C. I. La medición de la reputación empresarial: problemática y propuesta. **Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa**, v. 15, n. 2, p. 127–142, 2009.
- MATTOS, L. B. DE; CASSUCE, F. C. DA C.; CAMPOS, A. C. Determinantes dos investimentos diretos estrangeiros no Brasil, 1980-2004. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 11, n. 1, p. 39–60, 2007.
- MERCO. **Monitor Empresarial de Reputação Corporativa: qué es merco**. Disponível em: <<http://www.merco.info/br/que-es-merco>>. Acesso em: 20 jun. 2019.
- MUSTEEN, M.; DATTA, D. K.; KEMMERER, B. Corporate reputation: do board characteristics matter? **British Journal of Management**, v. 21, p. 498–510, 2010.

- PAVELIN, S.; BRAMMER, S. J. Corporate reputation and social performance: the importance of fit. **Journal of Management Studies**, v. 43, n. 3, p. 435–455, 2006.
- PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 18, p. 49–59, 2013.
- PÉREZ-CORNEJO, C.; QUEVEDO-PUENTE, E.; DELGADO-GARCÍA, J. B. How to manage corporate reputation? The effect of enterprise risk management systems and audit committees on corporate reputation. **European Management Journal**, v. 37, n. 4, p. 505–515, 2019.
- PIRES, V.; TREZ, G. Corporate reputation: A discussion on construct definition and measurement and its relation to performance. **Revista de Gestão**, v. 25, n. 1, p. 47–64, 2018.
- RENAU, M. P.; FONT, L. L. Merco y retrak pulse: Comparación cualitativa de atributos, variables y públicos. **Icono 14**, v. 15, n. 2, p. 190–219, 2017.
- RESNICK, J. T. Corporate reputation: managing corporate reputation – applying rigorous measures to a key asset. **Journal of Business Strategy**, v. 25, n. 6, p. 30–38, 2004.
- RINDOVA, V. P. et al. Being good or being known: An empirical examination of the dimensions, antecedents, and consequences of organizational reputation. **Academy of Management Journal**, v. 48, n. 6, p. 1033–1049, 2005.
- ROBERTS, P. W.; DOWLING, G. R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 12, p. 1077–1093, 2002.
- ROSSONI, L.; GUARIDO FILHO, E. R. O que faz um nome? Status, conselho de administração e características organizacionais como antecedentes da reputação corporativa. **Revista de Administração**, v. 50, n. 3, p. 292–309, 2015.
- SCHWAIGER, M. Components and parameters of corporate reputation: an empirical study. **Schmalenbach Business Review**, v. 56, p. 46–71, 2004.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737–783, 1997.
- SILVA, J. A. O Milagre Econômico e a Primeira Década dos anos 2000: crescimento comparado sob a ótica dos regimes de demanda Wage-Led e Profit-Led. **Pesquisa & Debate**, v. 29, n. 1(53), p. 187–214, 2018.
- SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, p. 512–540, 2008.
- SOLEIMANI, A.; SCHNEPER, W. D.; NEWBURRY, W. The impact of stakeholder power on corporate reputation: A cross-country corporate governance perspective. **Organization Science**, v. 25, n. 4, p. 991–1008, 2014.
- YOUNG, M. N. et al. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196–220, 2008.