



Reputação corporativa e risco de mercado: evidências no mercado de capitais brasileiro

Ane Caroline Kielt Tomachevski

UNICENTRO – Universidade Estadual do Centro-Oeste
carolineivai@hotmail.com

Flávio Ribeiro

UNICENTRO – Universidade Estadual do Centro-Oeste
flavioribeiro@unicentro.br

Marines Taffarel

UNICENTRO – Universidade Estadual do Centro-Oeste
marinestaffarel@yahoo.com.br

Recebimento:

23/12/2020

Aprovação:

20/08/2021

**Editor responsável pela
aprovação do artigo:**

Dra. Nayane Thais Krespi Musial

**Editor responsável pela edição do
artigo:**

Dra. Luciana Klein

Avaliado pelo sistema:

Double Blind Review

A reprodução dos artigos, total ou parcial,
pode ser feita desde que citada a fonte.

Resumo

O objetivo da presente pesquisa consistiu em analisar se a reputação corporativa influencia o risco de mercado de companhias de capital aberto no Brasil, no período de 2010 a 2018. Diante disso, em seus aspectos metodológicos, quanto aos objetivos o presente estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva. Quanto aos procedimentos são bibliográficos e documentais. Os dados foram coletados e tratados por meio de método quantitativo, coletados durante o primeiro trimestre de 2019, parâmetro fundamental para definir a amostra da pesquisa, formada por 59 empresas de capital aberto sediadas no Brasil. Como técnicas de análise dos dados foram utilizadas a análise descritiva e a análise da regressão com dados em painel. Para a análise de dados em painel, foram utilizados como variável independente: Reputação corporativa, Retorno do Ativo e Endividamento da Empresa. Os resultados da pesquisa mostraram relação positiva e significativa entre as variáveis reputação corporativa e o risco de mercado. Estes achados, corroboram os resultados obtidos nas pesquisas de Gangi, Daniele, & Varrone (2020) e Tristiarini, Utomo e Setiawant (2019), que indicam que empresas com maior risco tendem a apresentar elevados níveis de reputação em comparação com as empresas que apresentam menores riscos.

Palavras-chave: Reputação Corporativa, Risco de mercado, Coeficiente Beta.



PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM

CONTABILIDADE

MESTRADO E DOUTORADO

DOI:

<http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v13i3.78658>

CORPORATE REPUTATION AND MARKET RISK: EVIDENCE IN THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET

ABSTRACT

The objective of this research was to analyze whether corporate reputation influences the market risk of publicly traded companies in Brazil, from 2010 to 2018. Therefore, in its methodological aspects regarding the objectives, this study characterizes itself as a descriptive search. The procedures are bibliographic and documentary. Data were collected and processed using a quantitative method, collected during the first quarter of 2019, a fundamental parameter to define the research sample, made up of 59 publicly traded companies based in Brazil. Descriptive analysis and panel data regression analysis were used as data analysis techniques. For panel data analysis, the following independent variables were used: Corporate Reputation, Asset Return and Company Debt. The survey results showed a positive and significant relationship between corporate variables and market risk. These findings corroborate the results obtained in the research by Gangi, Daniele, & Varrone (2020) and Tristiarini, Utomo e Setiawant (2019), which record which companies with the highest risk, may have high levels of popularity compared to companies that use the same risks.

Keywords: Corporate Reputation, Market Risk, Beta Coefficient.

1 Introdução

A reputação corporativa é considerada um ativo estratégico para as empresas, apresentando-se como uma vantagem competitiva (Tristiarini, Utomo & Setiawant, 2019). Objeto de discussões e preocupações no contexto organizacional, a reputação corporativa tem sido comumente associada ao desempenho organizacional e passou a ser considerada um dos aspectos mais valorizados nas empresas, tratando-se de um diferencial competitivo de grande relevância diante do cenário atual, de concorrência acirrada, globalização, aumento da oferta de produtos e serviços, novas legislações e regras comerciais (Caixeta et al., 2011). Para a continuidade dos negócios, Sánchez e Veja (2018) destacam que a sustentabilidade futura de uma organização depende, em grande medida, de uma adequada gestão de sua reputação corporativa.

Segundo Thomaz e Brito (2011) a reputação corporativa é construída de forma lenta e gradativa, resulta das interações repetitivas e de experiências cumulativas nos diversos relacionamentos organizacionais. Também é percebida como uma forma estratégica fundamental para a manutenção da vantagem competitiva e enfrentamento dos riscos de mercado. Bromley (2002) descreve que a reputação corporativa é uma percepção social comum ou, ainda, um consenso sobre como a organização se comporta em determinadas situações. Assim, a reputação corporativa está relacionada com a percepção da sociedade sobre o comportamento da empresa ao longo do tempo (Cruz & Lima, 2010).

A reputação corporativa é composta por diversos elementos que a combinam e a retroalimentam. Está ancorada em dois grandes pilares sustentadores: à imagem e à credibilidade. Para construir uma boa reputação corporativa, a empresa deve se predispor a conexões frequentes, mantendo elevado nível colaborativo e, por fim, focar no interesse de seus stakeholders, na busca por alavancar os seus resultados financeiros (Dom, 2018).

A identidade corporativa, considerada um princípio importante para as organizações, trata-se do que a empresa realmente é na íntegra, além disso, “[...] reflete e projeta a real personalidade da organização,

considerada como tangível, o autorretrato da organização ou a soma de seus atributos, a sua comunicação e suas expressões" (Kunsch, 2003, p.172).

Cardoso et al. (2013) destacam que a reputação corporativa na área de gestão organizacional é considerada um fator estratégico para a continuidade e o desenvolvimento das organizações, que devem sempre se manter em alto nível diante de seus investidores, clientes, entre outros. A reputação não é somente vista em seus produtos, mas também no desenvolvimento próprio, evidenciando-se por meio de sua gestão, relacionada à governança corporativa e à sustentabilidade.

Comumente há uma percepção desfavorável da imagem das empresas por seus clientes, contrapartes, acionistas ou órgãos reguladores. Em razão desta percepção, a capacidade para estabelecer novas relações ou para atender às relações existentes é afetada, expondo as empresas a possíveis riscos de mercado. Segundo Fraletti (2003), os riscos de mercado passam por várias oscilações de valor de mercado, com interesse em função de instabilidade em diversos parâmetros, está relacionado com a sua reputação corporativa. Considerando todas as definições de reputação corporativa, pode-se verificar que ela está relacionada a uma percepção da sociedade, sobre todo comportamento da empresa ao longo do tempo.

Na literatura financeira vários estudos (Cruz & Lima, 2010, Roberts & Dowling, 2002, Caixeta, Lopes, Bernardes, Cardoso & Carvalho Neto, 2011, Macêdo, Cordeiro, Pereira, Ribeiro Filho, Torres, & Lopes, 2011) têm discutido a relação da reputação corporativa com os mais diversos constructos. Entre eles, destaca-se a divulgação voluntária (Cruz & Lima, 2010), o desempenho organizacional (Roberts & Dowling, 2002; Caixeta, et al., 2011) e a responsabilidade social (Macedo, et al., 2011).

Javed, Rashid, Hussain, & Ali (2020) investigaram os efeitos da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) na reputação corporativa e no desempenho financeiro de empresas paquistanesas com um papel moderador de liderança responsável. Dados perceptivos sobre RSC, reputação e desempenho foram coletados de 224 gerentes paquistaneses de nível sênior por meio de uma pesquisa por questionário. Os resultados revelam que iniciativas socialmente responsáveis para partes interessadas distintas influenciam significativa e positivamente a reputação corporativa e o desempenho financeiro.

Park (2019) explora as atividades de responsabilidade social corporativa (CSR) e seus efeitos na reputação corporativa no setor de serviços de aviação civil. Usando dados de 967 usuários de serviços de companhias aéreas e modelagem de equação estrutural, o estudo descobriu que um maior grau de responsabilidade econômica resulta em melhor atitude e satisfação do cliente. Além disso, embora a responsabilidade ambiental tenha efeitos notáveis na atitude e satisfação do cliente, a reputação corporativa é significativamente determinada pela atitude e satisfação do cliente.

Com relação ao risco estudos de Gangi, Daniele, & Varrone (2020) averiguaram que a reputação corporativa tem um impacto positivo na lucratividade ajustada ao risco e no indicador de risco de crise financeira. Tristiarini, Utomo e Setiawanta (2019) constataram evidências empíricas na relação da capacidade do risco entre reputação corporativa e valor de mercado.

Todavia, apesar das pesquisas realizada por Tristiarini, Utomo e Setiawanta (2019) e Gangi, Daniele, & Varrone (2020) apresentarem evidências da relação entre a reputação corporativa e o risco de mercado, estudos que discutissem especificamente a interferência da reputação da companhia no risco de mercado em mercados em desenvolvimento, como o brasileiro ainda são embrionários. Portanto, a pesquisa pretende responder a seguinte questão: **A reputação corporativa apresenta impacto no risco de mercado das empresas brasileiras de capital aberto?**

A originalidade da pesquisa se assenta na verificação empírica das relações entre a variável reputação corporativa e o risco de mercado de empresas representativas do mercado de capitais brasileiro. Dessa forma, a pesquisa contribui para a evolução das pesquisas na área, inferindo sobre diversas variáveis que podem influenciar na valorização e na sustentabilidade financeira das organizações ao longo do tempo. Destaque-se ainda, que a reputação corporativa constitui um importante recurso intangível das empresas. Assim, a análise de variáveis que impactam neste cenário, se mostra fundamental, de forma especial, para compreender diferenças entre valores contábeis e valores de mercado das empresas.

2 Referencial Teórico

A presente seção contempla a revisão teórica dos conceitos e atributos relacionados à contabilidade e o mercado de capitais, reputação corporativa, relação de risco e retorno, Modelo CAPM e coeficiente Beta. Ainda, procura explicitar estudos que são referenciais para o alcance dos resultados em relação ao problema proposto.

2.1 Contabilidade e Mercados de Capitais

A contabilidade, por se tratar de uma ciência social (Parisi & Meglierini, 2011), demanda frequentes atualizações para atender ao nível informacional dos acionistas e investidores, objetivando maiores níveis de eficiência operacional, produtividade e competitividade, bem como significantes reestruturações gerenciais nas organizações (Vieira, 2003).

O mercado de capitais se assemelha a um mercado financeiro, no qual a instituição financeira capta recursos de seus poupadores e empresta aos tomadores, assumindo os riscos da intermediação. No mercado de capitais, quem faz esse intermédio é uma instituição que apenas presta a assessoria necessária para que as transações ocorram, elas são remuneradas pelos serviços prestados (CVM, 2014). Em linhas gerais, observa-se que a informação produzida pela contabilidade para o mercado de capitais é de suma importância para todos os seus membros. Essa informação é necessária à satisfação de diversas variáveis, tais como o estabelecimento de preços de títulos, carteira de clientes, grau de risco, entre tantas outras decisões que poderão ser tomadas a partir dela (Hendriksen & Breda, 2016).

2.2 Reputação Corporativa

A reputação corporativa pode ser definida como o modo pelo qual a organização mantém as suas relações ao longo dos anos. Ela depende da trajetória da empresa, diferenciando-se do conceito da imagem da organização, o qual é tido como a maneira com que ela é vista por seus *stakeholders* (Thomaz & Brito, 2010). Markwick e Fill (1997), ao apontarem a distinção entre imagem e reputação, sugerem que a primeira se refere ao modo como a organização é percebida pelos seus *stakeholders*, ao passo que a segunda é o reflexo dos impactos acumulados de sinais notados previamente e de aceitáveis experiências com a marca.

A literatura mostra relações positivas entre níveis de reputação e os resultados financeiros superiores das empresas ao longo do tempo, o que contribui para alavancar o respectivo e valor de mercado (Roberts & Dowling, 2002). Para Caixeta et al. (2011), a reputação pode ser definida como o conjunto de ações realizadas pela empresa e, por consequência, os resultados alcançados, demonstrando ao seu público os mecanismos e meios utilizados para se chegar a esse objetivo. Portanto, a reputação representa um aspecto de grande relevância para a organização, fornecendo um importante diferencial competitivo.

Brealey et al. (2018) afirmam que as entidades lucrativas são aquelas que valorizam seus clientes, ao estabelecer reputação nas organizações com honestidade os negócios terão um retorno satisfatório. O retorno que as entidades buscam é a lucratividades, assim muitas vezes, esquecem a legislação, ocasionando grandes

riscos às empresas. Dessa forma, a governança e a reputação corporativa, ao disponibilizar informações relevantes e tratamento igualitário aos acionistas, possibilita minimizar os conflitos que possam surgir entre os acionistas e administradores. Ao atender estes requisitos, possibilita ao investidor maior segurança, a qual perpetuará na garantia de retornos positivos e em uma melhor percepção dos riscos.

Gangi, Daniele, & Varrone (2020) investigaram se política ambiental corporativa afeta a reputação corporativa e esse vínculo também influencia a lucratividade ajustada ao risco e o risco da empresa. Os resultados indicam que a reputação corporativa tem um impacto positivo na lucratividade ajustada ao risco e no indicador de risco de crise financeira.

Tristiarini, Utomo e Setiawanta (2019) analisaram evidências empíricas da capacidade do risco de mediar a relação entre reputação corporativa e valor de mercado. As amostras da pesquisa são empresas listadas no Instituto Indonésio de Governança Corporativa e empresas que relataram sua implementação de responsabilidade social corporativa no curso de 2013-2016. Com base no método de amostragem proposital, 120 empresas foram tomadas como amostra. O resultado da análise mostra que a reputação corporativa medida por meio da responsabilidade corporativa e da governança corporativa tem uma influência significativa no valor de mercado. Além disso, o risco da empresa medido pelo risco de negócios, risco financeiro e risco de mercado tem uma influência significativa no valor de mercado.

2.3 Relação Risco e Retorno

O risco é caracterizado pela incerteza, a qual comumente se associa a o retorno de um determinado investimento, em que seu resultado pode ser definido como a possibilidade de prejuízo ou de lucro financeiro. Nesse contexto, evidencia-se o fator risco, pois este estará presente em toda a busca por resultados financeiros positivos. No mercado financeiro, o risco pode ser entendido como o resultado da divergência do retorno real, ou seja, aquele realmente ocorrido em relação ao seu retorno esperado (Damodaran, 2002).

O risco de mercado influencia as variações simultaneamente e deixa os investidores expostos às incertezas do mercado, independentemente do número de ações que possuem; por essas razões ocasionam outros riscos relativos à economia, que afetam todos os negócios da empresa (Brealey, et al., 2018). Essa decorrência do investimento, de ganho ou perda obtida com a compra, explicita um retorno. O retorno é o resultado esperado a partir das atribuições das probabilidades expostas em relação a determinado investimento, que pode ter resultado positivo ou negativo.

A relação de risco e retorno é diretamente associada à determinação do destino dado ao capital investido na empresa, sofrendo flutuações entre duas variáveis, a de risco e a de retorno, tendo como interesse principal do investidor a captação de lucros na qual obviamente se espera o retorno investido (Mota et al., 2005).

Dentre os modelos de precificação de ativos, destaca-se o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) ou Modelo de Precificação de Ativos de Capital, que foi desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966). Trata-se de um modelo que se distingue dos demais, por apreciar somente dois parâmetros, o risco e retorno e, ainda, apresenta elevado poder de predição (Hendriksen & Breda, 2016).

Conforme Assaf Neto (2012), a utilização do modelo CAPM, para empresas que se encontram com diferentes riscos, se mostra relevante, ao direcionar o retorno esperado para o segmento de negócio e influenciar diretamente na agregação de valor. Esse modelo representa um retorno esperado de um investimento que influencia em seu equilíbrio. Ehrhardt e Brigham (2012) definem o CAPM como uma ferramenta importante que analisa relação que ocorre entre o risco e as taxas de retorno, para contribuir com o risco de um Portfólio, o risco deve ser de maior relevância no estoque individual.

O CAPM é um modelo adequado a qualquer tipo de ativo financeiro que está sob condições de riscos ou incertezas. Ele se baseia em três artefatos: o retorno do ativo livre de risco, o beta como retorno de uma carteira de mercado e o prêmio relativo ao risco de mercado, representados pela seguinte fórmula:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \quad (1)$$

Onde:

$E(R_i)$ = retorno esperado do título i ;

R_f = retorno de um título sem risco;

$E(R_m)$ = retorno esperado da carteira de mercado;

β_i = risco relativo do título i .

Em resumo, o modelo CAPM apresenta o retorno individual esperado pelo título, o qual é encontrado pela soma do retorno de um ativo livre de risco com o risco relativo do título (Beta), multiplicado pela diferença existente entre o retorno esperado da carteira de mercado com o retorno de um título sem risco (Hendriksen & Breda, 2016).

O modelo CAPM de precificação de ativos demonstra o risco ordenado, pelo seu coeficiente Beta (β). Esse coeficiente é um medidor de risco muito utilizado no mercado financeiro (Artuso, 2008). Para Taffarel, Clemente e Panhoca (2010, p.195), “no CAPM, o coeficiente Beta é específico para cada título e representa a variabilidade de seu preço em relação às oscilações do mercado.” Nestes termos, o coeficiente Beta reflete a tendência de uma ação, com movimentos de crescimento ou redução de preços no mercado (Artuso, 2008).

Para Brealey, Meyerse e Allen (2008), o Beta é definido como a sensibilidade do Ativo em relação aos movimentos do mercado. Este coeficiente pode ser entendido como a contribuição na redução das incertezas ao risco de um ativo de forma individual, ou de uma carteira extensa e diversificada. Para Ribeiro et al. (2014) o Beta é um coeficiente bastante utilizado na redução das incertezas de um investimento, uma vez que mede o grau de risco ordenado existente em um ativo de forma individual, ou também, em uma carteira combinada com vários ativos.

Para a obtenção dos resultados achados por Beta, utiliza-se a seguinte forma e os seguintes critérios, conforme apresenta Artuso (2008):

$$\beta = \frac{COV_t(Ratio, Ribovespa)}{VAR_t(Ribovespa)} \quad (2)$$

Onde:

$COV_t(Ratio, Ribovespa)$ = é a covariância não-condicional no momento t.

$VAR_t(Ribovespa)$ = é a variância condicional no instante t.

O coeficiente Beta é analisado pelo meio da Covariância do retorno do Ativo em relação ao mercado. No Brasil, de forma usual, o Índice Ibovespa é adotado como proxy para mensurar os retornos do mercado acionário. Para Artuso (2008), o coeficiente deve ser estimado em um período composto por uma amostra de doze meses ou o mesmo que 252 dias úteis. Esse critério é utilizado com o intuito de eliminar as consequências da mudança na composição do Índice Bovespa, o qual ocorre a cada quatro anos.

Para Bernstein (1997), o tempo é variável determinante em Beta, o qual altera o risco em diversos aspectos e não somente em relação à sua volatilidade. Para tanto, Taffarel, Clemente e Panhoca (2010) apontam que o Beta estimado para um período de sessenta meses pode representar adequadamente o risco de determinado investimento.

Taffarel, Clemente e Panhoca (2010, p. 196) concluem que “o coeficiente Beta é uma medida padronizada de risco, ou seja, a sensibilidade relativa da taxa de retorno de um título em relação à carteira (média) de mercado”. Assim, o Beta descreve a volatilidade média de ações individuais ou de uma carteira em relação ao mercado em um determinado período de tempo.

3 Procedimentos Metodológicos

A classificação metodológica da pesquisa quanto aos objetivos, é descritiva. Em relação aos procedimentos, trata-se de um estudo bibliográfico, documental, e possui abordagem quantitativa no que se refere ao problema investigado. A população da pesquisa são as empresas que participaram do índice Ibovespa no primeiro trimestre de 2019. A amostra compreende esse mesmo grupo de empresas, excetuando as instituições financeiras. O instrumento de pesquisa que mais se adapta para alcançar os objetivos deste estudo é a análise documental. Para tanto, foram capturados junto aos websites das empresas selecionadas e no website da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), as Demonstrações Financeiras Consolidadas, Notas Explicativas e as cotações diárias das empresas, para o período de 01/01/2010 a 31/12/2018. Na sequência, foram construídas as variáveis necessárias para a pesquisa e, após a tabulação de todos os dados coletados, foram estimados os modelos econôméticos afim de alcançar todos os objetivos do estudo.

3.1 População e amostra da pesquisa

A pesquisa apresenta como população as empresas que participaram do índice Ibovespa no primeiro trimestre de 2019. A amostra compreende esse mesmo grupo de empresas, excetuando as instituições financeiras, conforme observado na Tabela 1.

Tabela 1: Composição da Amostra da Pesquisa

Base de Dados	Quantidade	Percentual
Amostra inicial	64	100 %
Instituições financeiras	5	7,8 %
Amostra final	59	92,2%

Fonte: dados da pesquisa (2019)

Do universo populacional, formado pelas empresas listadas no Índice IBOVESPA, de acordo com a carteira teórica do primeiro trimestre de 2019, foram excluídas as instituições financeiras, num total de 5 empresas. Tal exclusão é justificado pelo fato de as variáveis de controle utilizadas na análise apresentarem características distintas entre as instituições financeiras e demais empresas. Com a exclusão das instituições financeiras, amostra final foi composta por 59 empresas, representado em 92,2% da amostra inicial.

3.2 Técnicas de Coleta e Análise dos Dados

Os instrumentos de pesquisa são compreendidos como preceitos ou processos que o investigador irá utilizar para realizar sua pesquisa por meio de uma forma lógica e sistemática. Sob este aspecto os objetivos e universos estudos do cientista é determinado na escolha do instrumento de pesquisa mais adequado (Beuren, 2003). Na contabilidade, percebe-se que os métodos de pesquisa mais recorrentes são os questionários, a observação, a entrevista, os checklists e a pesquisa documental.

Frente a essa colocação, é possível afirmar que, o instrumento de pesquisa que mais se adapta para alcançar os objetivos deste estudo é a análise documental. Para tanto, foram capturados junto aos websites das empresas selecionadas e no site da Brasil, Bolsa e Balcão (B3), as Demonstrações Financeiras Consolidadas, Notas Explicativas e as cotações diárias das empresas, para o período de 01/01/2010 a 31/12/2018. Na sequência foram construídas as variáveis necessárias para a pesquisa e, após a tabulação de todos os dados coletados foram estimados os modelos econôméticos, afim de alcançar os objetivos do estudo.

3.3 Variáveis da Pesquisa

Para verificar se a reputação corporativa influencia o risco de mercado de companhias de capital aberto no Brasil foram consideradas as seguintes variáveis:

3.3.1 Risco de Mercado (Variável Dependente)

Para obter-se a variável de risco, utilizou-se a razão entre a covariância entre o retorno do ativo e o retorno da carteira de mercado pela variância do retorno sobre a carteira do mercado, expressado pela Equação 1:

$$\beta = \frac{COV_t(Rativo, Ribovespa)}{VAR_t(Ribovespa)} \quad (1)$$

Onde:

B = Coeficiente Beta

$COV_t(Rativo, Ribovespa)$ = é a covariância não-condicional no momento t.

$VAR_t(Ribovespa)$ = é a variância condicional no instante t.

No estudo foram estimados Betas anuais, no período de 2010 a 2018, o que totalizou 9 Betas (risco de mercado) para cada empresa analisada.

3.3.2 Nível de Reputação Corporativa (variável independente)

Para medir o Nível de Reputação Corporativa das 59 empresas analisadas foram consideradas as seguintes variáveis como Proxy da Corporativa Reputação (REP):

Reputação 1: Empresas listadas na revista IstoÉ Dinheiro, a qual anuncia anualmente, rankings das empresas que mais se destacaram, 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). Assim, para as empresas listadas foi considerado o numeral (1) caso a empresa tenha participação; e, o numeral (0) caso a empresa não tenha participação. A justificativa para a utilização do ranking “As Melhores da Dinheiro” é centrado pelo fato de que

para as empresas serem classificadas, estas devem apresentar um alto índice de desenvoltura, destaque, qualificação

Reputação 2: Participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), no site da B3, para o qual é inserido o numeral 1 para o ano que a empresa se encontra listada e o numeral 0 (zero) caso a empresa não tenha participação.

O ISE procura mostrar um ambiente de investimento compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea e estimular a responsabilidade ética das corporações. Incentivando, de certa forma, as empresas interagirem e mostrar a sociedade como um todo a sua preocupação relacionada a sustentabilidade. Esse Índice é publicado anualmente, com todas as empresas listadas na B3.

Assim, o ISE é um instrumento para análise de comparabilidade das empresas listadas na B3, sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa. Ampliando o conhecimento sobre empresas e grupos comprometidos com a sustentabilidade, diferenciando-os em termos de qualidade, nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas, natureza do produto, além do desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas.

3.3.3 Indicadores contábeis (Variáveis de controle)

Para as estimativas foram considerados os indicadores contábeis: Retorno do Ativo, obtido por meio da relação entre o Lucro Líquido do exercício e o Ativo Total, conforme Equação 2.

$$\text{ROA} = \text{Lucro Líquido}/\text{Ativo Total} \quad (2)$$

Para cálculo da variável do Índice de Endividamento, utilizou as contas do Passivo Circulante e Passivo Não Circulante dividido pelo Ativo Total do exercício, conforme Equação 3.

$$\text{IE} = \text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante} / \text{Ativo Total} \quad (3)$$

Com o propósito de responder o objetivo e a questão da pesquisa, foi utilizado a modelo de regressão com dados em painel. Conforme Baltagi (2008) análise em painel permitem obter mais confiabilidade e estimativas confiáveis e encontrar e estimar efeitos temporais. As estimativas foram realizadas com o auxílio do Software Gretl (acrônimo de *Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*).

4 Resultados e Discussão

Nesta etapa do estudo são apresentados os resultados da pesquisa empírica. Para tanto, primeiramente é mostrado a estatística descritiva das variáveis utilizadas, a matriz de correlação e, por fim, o diagnóstico em painel. A estatística descritiva das variáveis foram estimadas por meio do Coeficiente de Variação e Desvio Padrão, conforme Tabela 2.

Tabela 2: Estatística Descritiva

	Média	Desvio Padrão	C.V.
Risco	0,78	0,44	0,56
Melhores do Dinheiro	0,09	0,29	3,14

Índice de Sustentabilidade Empresarial	0,86	0,34	
Retorno do Ativo	14,31	7,62	0,53
Índice de Endividamento	0,58	0,21	0,35

Fonte: Dados da Pesquisa (2020)

Como pode ser observado na Tabela 2, foram realizadas médias para as variáveis apresentadas entre todas as empresas da amostra. A variável Risco, apresentou uma média geral para as empresas dentro do período amostral de 0,78. Este resultado indica que as empresas apresentam uma média de risco menor que o risco de mercado, que é equivalente a 1 (um). As variáveis dummy relativas a participação no ranking “Melhores do Dinheiro” da revista IstoÉ Dinheiro e no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), mostra que as empresas componentes da amostra possuem maior participação no índice de sustentabilidade (0,86%), quando comparado ao ranking da “Melhores do Dinheiro” com média de 0,09%. Para estimar essas médias, foram utilizadas variáveis de presença (1) e ausência (0).

O indicador do Retorno do Ativo, obtido pela média geral das empresas foi de 14,31%. A média da variável relativa ao índice de endividamento é de 0,58%, permitindo inferir que, em média, que as empresas não são dependentes de capital de terceiros, haja vista que o indicador se mostrou inferior a 60%.

Ainda na Tabela 01, os Coeficientes de Variação e o Desvio Padrão, quanto mais próximos de zero indicam que o conjunto de valores é concentrado e homogêneo. O Desvio Padrão das variáveis, que é uma medida de dispersão e indicativo de margem de erro da pesquisa, no caso em tela, expresso em decimais, podendo ser tanto para mais quanto para menos. Ainda, expresso em decimais, foi encontrado o Coeficiente de Variação da pesquisa, definido pela razão entre o Desvio Padrão e a Média, evidenciando a dispersão das probabilidades do resultado da pesquisa.

A Tabela 03 apresenta a matriz de correlação, que busca contribuir para a verificação de algum caso de auto correlação entre as variáveis analisadas.

Tabela 3: Matriz de Correlação

	Risco	REP	ROA	IE
Risco	1,000			
REP	-0,030	1,000		
ROA	0,033	0,113**	1,000	
IE	0,147***	0,087*	-0,047	1,000

Fonte: Dados da pesquisa (2020)

De acordo com os resultados nenhuma das variáveis apresentam coeficiente de correlação superior a 50%. Destaque-se que, o maior nível apresentado de correlação é de 14%, entre Índice de Endividamento e a Reputação Corporativa, a qual se mostra significativa ao nível de 10%. Esse resultado permite conjecturar, que as empresas como maiores índices de endividamento, tendem ser mais arriscadas.

Na sequência, para atingir os objetivos da pesquisa foram realizadas estimativas por meio de regressão com testes de diagnósticos de dados em painel. São apresentadas as estimativas por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), além dos testes de robustezes para a escolha do melhor modelo econômico. Para a condução dos modelos foi utilizado o software GRETl.

A análise consiste em relacionar as variáveis independentes que explicam a variável dependente (beta das ações) chamada como a de resultado. Para as estimativas foram realizados testes com diagnósticos

de painel, com o intuito de verificar o modelo mais adequado para a regressão, se Mínimos Quadrados Ordinários (OLS), efeitos fixos ou efeitos aleatórios, os resultados podem ser observados na Tabela 04.

Tabela 4: Diagnósticos de Painel

Variável dependente:	Beta		
Período Considerado:	2010-2018		
Total de Observações	423		
Variáveis	Modelo#1	Modelo#2	Modelo#3
	Pooled	Efeitos-Fixos	Efeitos-Aleatórios
Constante	-0,635*** -5,23	-1,189*** -6,202	-0,924*** -5,51
Variáveis Independentes			
Reputação	0,022 0,677	0,133*** 3,19	0,094** 2,53
ROA	0,0101** 2,31	0,0209*** 4,073	0,017*** 3,672
IE	0,232 1,431	0,917*** 3,084	0,556** 2,39
R – quadrado	0,012	0,076	
F de Fisher	2,706**	6,447***	
Akaike (CIA)	833,73	676,14	845,93
Schwarz (CIS)	840,06	755,34	852,27
Teste F	6,578 [0,000]		
Teste Breusch-Pagan	198,251 [0,000]		
Teste Hausmann	7,458 [0,058]		

Nota. *** Significância ao nível de 1%; ** Significância ao nível de 5%; * Significância ao nível de 10%

Fonte: Dados da pesquisa (2020)

Os resultados apresentados na Tabela 4 mostram as estimativas dos testes MQO, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Foi realizado o teste de Chow, que verifica se o modelo pooled é mais adequado, nele a rejeição de H0 significa que o modelo de efeitos fixos é mais conveniente. O segundo teste, Breusch-Pagan, refutou a H0, confirmando que o modelo de efeitos aleatórios é mais apropriado ao modelo pooled. Por fim, fez-se uso do teste de Hausman para a opção entre efeitos fixos e efeitos aleatórios. A partir dos resultados constatou-se que o efeito fixo seria o mais indicado.

Além disso, na Tabela 03, apresentam-se os resultados do modelo de regressão de dados em painel com efeitos fixos da variável beta. Constatou-se que a Reputação Corporativa apresenta uma relação positiva e significativa ($\beta = 0,133$; $p < 0,01$) com o risco de mercado. Estes resultados sugerem que quanto maior for a reputação corporativa de uma empresa, maior tende a ser o seu risco de mercado. De forma análoga, observou-se, também, que o Índice de endividamento impacta significativamente no risco das empresas.

Os três modelos apresentados na análise de regressão demonstraram resultados positivos e significativos em relação ao risco das empresas. Estes resultados, permitem inferir que empresas com maior risco, tendem a apresentar maior nível de reputação corporativa. Destaque-se, embora o esperado seria o sinal contrário, essa situação pode ser explicada pelo fato de empresas com maiores riscos tendem a buscar

melhores níveis de reputação, até mesmo como uma sinalização positiva ao mercado. Em analogia as outras relações, percebe-se que as empresas com maiores desempenhos tendem a ser mais arriscadas, isso, também, acontece com as empresas que apresentam altos índices de endividamento.

Os achados estão em sintonia com os estudos de Gangi, Daniele, & Varrone (2020) e Tristiarini, Utomo e Setiawanta (2019) no que refere-se as evidências empíricas na relação do risco e reputação corporativa.

5 Considerações finais

A presente pesquisa teve como objetivo principal, analisar se a reputação corporativa influência no risco de mercado de companhias de capital aberto no Brasil. Para alcançar esse propósito primeiramente foram identificados os níveis de reputação corporativa das empresas que compõe o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo, coletando dados diários de 59 empresas, que estavam listadas nesse índice durante o primeiro trimestre de 2019. Na sequência, foi realizado a mensuração do risco dessas companhias para por fim, verificar se o risco de mercado sofre interferência da reputação corporativa, a qual está relacionada ao desempenho organizacional de forma positiva ou negativa.

A análise do risco foi construída a partir do modelo CAPM, por meio do Coeficiente Beta, ferramentas que permitem identificar as oscilações de mercado e obter o resultado do risco. Para realizar a análise em painel, foram utilizados como variáveis para a pesquisa, o Risco de Mercado como uma variável dependente, o Nível de Reputação Corporativa como uma variável independente, além de Indicadores Contábeis como variáveis de controle.

Os resultados da pesquisa mostraram relação positiva e significativa entre as variáveis reputação corporativa e o risco de mercado a que estão sujeitas as empresas representativas do mercado brasileiro. Estes achados, corroboram os resultados obtidos na pesquisa de Tristiarini, Utomo e Setiawant (2019), que encontraram evidências de que a reputação corporativa apresenta influencia no risco de mercado e valor das empresas. Ademais, os resultados se mostram harmônicos de forma parcial, com a pesquisa realizada por Domingos e De Moura (2015), no que concerne aos níveis de governança corporativa. No estudo foi identificado que empresas que possuem maiores níveis de governança tendem a possuir melhores resultados, enquanto que na presente pesquisa dentre os três modelos apresentados e utilizados na análise de regressão, todos demonstraram resultados positivos e significativos em relação ao risco das empresas, ou seja, empresas com maior risco tendem a apresentar maior nível de reputação em comparação com as empresas que apresentam menores riscos.

Ressalta-se que os resultados alcançados são limitados às empresas brasileiras de capital aberto, que formaram a carteira teórica do Índice Bovespa no primeiro trimestre de 2019. As limitações se apresentam ainda, no aspecto temporal, onde foram coletadas informações diárias acerca das cotações das empresas, dentre o período de janeiro de 2010 a dezembro de 2018. Sugere-se o desenvolvimento de novas pesquisas, abarcando uma amostra maior de empresas e períodos analisados, com a finalidade de proporcionar resultados mais concretos em relação ao reputação corporativa e o risco de mercado de empresas brasileiras de capital aberto, bem como a inclusão de variáveis importantes para a discussão sobre reputação corporativa. Se a empresa é restrita ou não financeiramente, se faz parte do índice de governança da bolsa.

Referências

Artuso, A. R. (2008). Percepção de Risco através do Coeficiente Beta de Empresas que Ingressaram no Novo Mercado da Bovespa. *Encontro Nacional de Engenharia de Produção*, 28.

- Assaf Neto, A (2012). *Finanças Corporativas e Valor*. 6 ed. São Paulo: Atlas.
- Balmer, J. M., van Riel, C. B., Markwick, N., & Fill, C. (1997). Towards a framework for managing corporate identity. *European Journal of marketing*.
- Beuren, I. M. (2003). *Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Brasil. (2014). *Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*: Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro. <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldo_investidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2018). *Princípios de Finanças Corporativas*. AMGH.
- Bromley, D. (2002). Comparing corporate reputations: League tables, quotients, benchmarks, or case studies?. *Corporate reputation review*, 5(1), 35-50.
- Caixeta, C. G. F., Lopes, H. E. G., Bernardes, P., Cardoso, M. B. R., & Carvalho Neto, A. M. (2011). Reputação corporativa e desempenho econômico-financeiro: um estudo em cinco grandes grupos empresariais brasileiros. *GESTÃO.Org - Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, 9(1), 86-109.
- Cardoso, V. I., De Luca, M. M. M., de Lima, G. A. S. F., & de Vasconcelos, A. C. (2013). Reputação corporativa nas empresas brasileiras: uma questão relevante para o desempenho empresarial? *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(21), 115-136.
- Cruz, C. V. O. A., & de Lima, G. A. S. F. (2010). Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 6(1), 85-101.
- Damodaran, A. (2002). *Finanças Corporativas Aplicadas*. Porto Alegre: Bookman.
- Dom, Strategy Partners. (2018). *Gestão da reputação corporativa*. <http://dom-ecc.com.br/gestao-da-reputacao-corporativa/>.
- Domingos, S. R. M., & Moura, A. A. F. (2015). Reputação corporativa e desempenho: uma análise nas maiores companhias abertas do Brasil. *Revista Brasileira de Contabilidade*, 215, 30-43.
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2012). Administração financeira: teoria e prática. São Paulo: Cengage Learning.
- Fraletti, P. B., & Famá, R. (2003). Gestão de Riscos de Mercado: elemento diferenciador na administração de empresas não financeiras. *SEMINÁRIO DE ADMINISTRAÇÃO*, 6.
- Gangi, F., Daniele, L. M., & Varrone, N. (2020). How do corporate environmental policy and corporate reputation affect risk-adjusted financial performance?. *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 1975-1991.
- Girotto, M. (2018). Vigência e aplicação de Normas Brasileiras de Contabilidade em 2018. *Revista Brasileira de Contabilidade*, (229), 4-13.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (2016). Teoria da Contabilidade. 10^a reimpr. São Paulo: Atlas.
- Kunsch, M. M. K. (2003). *Planejamento de relações públicas na comunicação integrada*. Summus editorial.
- Javed, M., Rashid, M. A., Hussain, G., & Ali, H. Y. (2020). The effects of corporate social responsibility on corporate reputation and firm financial performance: Moderating role of responsible leadership. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(3), 1395-1409.

- Macêdo, J. M. A., Cordeiro, J. F., Pereira, L. A. C., Ribeiro Filho, J. F., Torres, U. C. L., & de Gusmão Lopes, J. E. (2011). Responsabilidade social e reputação corporativa: uma investigação sobre a percepção dos stakeholders numa concessionária de energia elétrica nordestina. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(11), 69-86.
- Mota, J. H., Noce, R., Yuri, J. E., Resende, G. M. D., & Souza, R. J. D. (2005). Análise da evolução da produção e relação risco-retorno da cultura do alho, no Brasil e regiões (1991 a 2000). *Horticultura Brasileira*, 23(2), 238-241.
- Oliveira, S. L. D. (1997). Tratado de metodologia científica: projetos de pesquisa, TGI, TCC. *Monografias, Dissertações e Teses*.
- Parisi, C., & Megliorini, E. (2011). *Contabilidade Gerencial*. São Paulo: Atlas.
- Park, E. (2019). Corporate social responsibility as a determinant of corporate reputation in the airline industry. *Journal of retailing and consumer services*, 47, 215-221.
- Ribeiro, F., da Silva Barbosa, J., da Fonseca, M. W., & Frega, J. R. (2014). Impactos da crise financeira de 2008: Um estudo sobre as variações do coeficiente beta no mercado de capitais brasileiro. *Revista Capital Científico-Eletrônica (RCCe)-ISSN 2177-4153*, 12(1), 27-41.
- Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic management journal*, 23(12), 1077-1093.
- Gonzalez Sanchez, M., & Morales de Vega, M. E. (2018). Corporate reputation and firms' performance: Evidence from Spain. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(6), 1231-1245.
- Taffarel, M., Clemente, A., & Panhoca, L. (2010). Estabilidade do coeficiente beta do setor de energia elétrica. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 7(3), 194-207.
- Thomaz, J. C., & Brito, E. P. Z. (2007). Comunicação Corporativa: contribuição para a reputação das organizações. *Organicom*, 4(7), 140-157.
- Tristiarini, N., Utomo, S. D., & Setiawanta, Y. (2019). The Capability of Risk as a Corporate Reputation Driver to increase Market Value. *Calitatea*, 20(168), 54-61.
- Vieira, A. (2003). A abertura da economia brasileira e os aspectos práticos e operacionais da exportação.

DADOS DOS AUTORES

Ane Caroline Kielt Tomachevski

Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual do Centro-Oeste (UNICENTRO)
PR 153 Km 7 - Riozinho - CEP 84500-000 - Iraty - PR
carolineivai@hotmail.com
Telefone: (42) 3421-3000

Flávio Ribeiro

Doutor em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR)
Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR)
Professor Adjunto do Departamento de Ciências Contábeis (UNICENTRO), campus de Iraty
PR 153 Km 7 - Riozinho - CEP 84500-000 - Iraty - PR
ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-3547-9539>
flavoribeiro@unicentro.br

Telefone: (42) 3421-3000

Marines Taffarel

Doutora em Administração pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR)

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8862-7435>

Professora Adjunta do Departamento de Ciências Contábeis (UNICENTRO), campus de Iratí

PR 153 Km 7 - Riozinho - CEP 84500-000 - Iratí – PR

marinestaffarel@yahoo.com.br

Telefone: (42) 3421-3000

Contribuição dos Autores:

Contribuição	Ana Caroline	Flávio Ribeiro	Marines Taffarel
1. Concepção do assunto e tema da pesquisa	✓		
2. Definição do problema de pesquisa	✓		
3. Desenvolvimento das hipóteses e constructos da pesquisa (trabalhos teórico-empíricos)	✓		
4. Desenvolvimento das proposições teóricas (trabalhos teóricos os ensaios teóricos)			
5. Desenvolvimento da plataforma teórica	✓	✓	
6. Delineamento dos procedimentos metodológicos	✓	✓	
7. Processo de coleta de dados	✓	✓	✓
8. Análises estatísticas	✓	✓	
9. Análises e interpretações dos dados coletados	✓	✓	
10. Considerações finais ou conclusões da pesquisa	✓	✓	✓
11. Revisão crítica do manuscrito		✓	✓
12. Redação do manuscrito	✓	✓	