

O que Faz um Nome? Antecedentes da Reputação das Empresas de Capital Aberto Brasileiras

Autoria: Luciano Rossoni, Edson Ronaldo Guarido Filho

Resumo

A primeira década de nosso século foi marcada pela crise de confiança resultante de escândalos financeiros envolvendo grandes empresas americanas. Nesse período, a expressão pública de organizações consideradas confiáveis por investidores, analistas ou pelo público em geral foi colocada à prova, reabrindo o debate acerca da reputação. Buscando contribuir para esse debate, neste artigo analisamos como o *status*, o conselho de administração e as características organizacionais condicionam a reputação das empresas de capital aberto brasileiras. Para tanto, operacionalizamos a reputação a partir da percepção de executivos brasileiros, captadas por meio da pesquisa das *Empresas Mais Admiradas do Brasil*, realizada e publicada pela revista *Carta Capital*. Restringimos sua avaliação somente entre as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, cujo periódico avaliado transcorreu entre os anos de 2002 e 2007. A partir de 1.396 observações, utilizamos o modelo de seleção de Heckman (1979) em dois estágios, que corrige o problema do viés de seleção derivado da ausência de algumas empresas de capital aberto como relacionada entre as mais admiradas. Nossos resultados apontam que escores de reputação em anos anteriores estão fortemente relacionados tanto com a avaliação atual da reputação. Ademais, verificamos que empresas que fazem parte do Novo Mercado da Bovespa, como do mercado americano por meio de *ADRs*, têm mais chances de serem citadas entre as mais admiradas, todavia tais variáveis não influenciaram o aumento no escore de reputação. Também verificamos que aqueles conselhos que apresentam maior parcela de capital social por meio dos laços fracos estão situados em organizações com a reputação reconhecida. Diferentemente daquilo que hipotetizamos, o coeficiente de agrupamento mostrou-se negativamente associado com o fato de uma empresa ser apreciada como as mais admiradas, o que, segundo nosso entendimento, remete a que alguns teóricos estão chamando de lado obscuro das redes. Verificamos ainda que a rentabilidade e o tamanho da empresa estão positivamente associados com a reputação. Por fim, nossos dados evidenciam que a alavancagem tem um efeito paradoxal: para aquelas empresas em busca de reputação, maior endividamento implica menos chances de ter reputação; já entre aquelas que as detêm, maior alavancagem está relacionada à maior reputação. Concluimos nosso artigo com implicações teóricas e práticas, assim como apontamos estudos futuros.

INTRODUÇÃO

A análise da reputação organizacional tem ganhado atenção de pesquisadores de diferentes áreas ao longo dos últimos dez anos (Barnett, Jarmier & Lafferty, 2006; Rindova, Williamson & Petkova, 2010). Apesar de ter passado por um período de aparente estagnação, o tema retornou à pauta da academia especialmente após o início dos anos 2000, período marcado pela crise de confiança resultante de escândalos financeiros envolvendo grandes empresas americanas. Nesse período, a expressão pública de organizações consideradas confiáveis por investidores, analistas ou pelo público em geral foi colocada à prova, reabrindo o debate acerca da reputação. A reputação organizacional remete a capacidade de uma firma atender às expectativas de múltiplos *stakeholders* (Fombrun & Shanley, 1990) a partir de critérios de julgamento socialmente construídos e legitimados (King & Whetten, 2008). Como as organizações atendem em maior ou menor grau a esses critérios, pode-se enquadrá-las e compará-las entre si, definindo aquelas que têm melhor ou pior reputação (Deephouse & Carter, 2005).

Uma boa reputação é um fator crítico para as organizações, já que há várias evidências empíricas de sua influência na criação de valor (Roberts & Dowling, 2002). Como também aponta Walker (2010), ela está associada a numerosos benefícios estratégicos, como, por exemplo, desempenho financeiro sustentável (Roberts & Dowling, 2002), maiores margens e preços (Fombrun & Shanley, 1990; Rindova, Williamson, Petkova & Sever, 2005), valor percebido (Rindova *et al.*, 2005), contratação de firmas (Jensen & Roy, 2008) e reações positivas de investidores (Pfarrer, Pollock & Rindova, 2010). No contexto do mercado de capitais brasileiro, podemos evidenciar que aquelas empresas consideradas de maior reputação apresentam, em média, maior valor de mercado, maior rentabilidade e liquidez das ações, assim como menor risco, o que enfatiza ainda mais sua importância para as organizações. No entanto, neste artigo nós trilhamos outro caminho: ao invés de buscar avaliar como a reputação condiciona o desempenho organizacional, nós nos atemos a identificar quais são os antecedentes da reputação organizacional. Especificamente, nós estamos preocupados em avaliar três categorias de antecedentes: *status* atribuído à participação em mercados diferenciados; o capital social atribuído aos conselhos de administração; características relacionadas ao desempenho e aos recursos organizacionais. De uma forma geral, a análise dos antecedentes da reputação organizacional é teoricamente consistente porque, como advogam King e Whetten (2008) e Lang, Lee e Dai (2011), a reputação é uma construção social que está sujeita a muitas influências de ordem econômica e social, assim como refletem o quanto as organizações incorporam elementos legitimados no ambiente.

Em face do exposto, buscamos com este artigo analisar como o *status*, o conselho de administração e as características organizacionais condicionam a reputação das empresas de capital aberto brasileiras. Para tanto, operacionalizamos a reputação a partir da percepção de executivos brasileiros, captadas por meio da pesquisa das *Empresas Mais Admiradas do Brasil*, realizada e publicada pela revista *Carta Capital*. Restringimos sua avaliação somente entre as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, cujo periódico avaliado transcorreu entre os anos de 2002 e 2007. Cabe ressaltar que analisar a reputação no mercado de capitais brasileiro é importante, pois investidores seriamente consideram a reputação de uma organização na decisão de investimento (Pfarrer *et al.*, 2010). Além disso, merece destacar que o mercado de capitais brasileiros é um dos mais importantes do mundo, enquadrando-se em quarto lugar em volume de negócios.

Nas seções seguintes, nós primeiramente definimos o conceito de reputação organizacional para depois apontar os antecedentes da reputação. Na sequência, detalhamos os procedimentos metodológicos e as variáveis, cujos resultados são apresentados na seção

subsequente. Por fim, discutimos os resultados e concluímos o estudo apontando algumas implicações teóricas e práticas, assim como sugerimos estudos futuros.

DEFININDO REPUTAÇÃO ORGANIZACIONAL

O conceito de reputação na literatura apresenta-se mais complexo do que parece ser à primeira vista. Seu apelo intuitivo em favor da ideia de confiabilidade dá margem a diferentes interpretações, de acordo com a ênfase atribuída por pesquisadores, criando um problema de definição (Fombrun & Van Riel, 1997). Isso traz, um segundo fator de complexidade na medida que a reputação passa a ser equiparada a outras medidas de avaliação social das organizações, como status e legitimidade (Deephouse & Carter, 2005; Deephouse & Suchman, 2008). Somente neste último ano, pelo menos três artigos se dedicaram a revisar a literatura recente a fim de mapear e contribuir com o esclarecimento desses pontos (*vide p.ex.*, Bitektine, 2011; Lange *et al.* 2011; Walker, 2010), evidenciando os esforços em curso quanto ao avanço nesse debate. Ambos esses aspectos serão tratados na sequência.

Barnett *et al.* (2006), por meio de levantamento na literatura, identificaram três enfoques predominantes nas definições de reputação apresentadas formalmente em trabalhos no período de 1965 a 2003. Como uma forma de consciência (*awareness*), a reputação envolveria não julgamentos realizados por uma audiência, mas percepções gerais acerca de uma organização entendidas como representações do conhecimento ou emoções. Como expressão de avaliação (*assessment*), a reputação envolveria o julgamento, estimativas, opiniões, mensurações por parte de *stakeholders* sobre o status, estima ou atratividade das organizações. Por fim, como um ativo (*asset*), a reputação é vista como algo valioso ou significativo para a organização, estando associada a noção de recursos ou ativos intangíveis, financeiros e econômicos.

Walker (2010), por sua vez, também por meio de meta-análise baseada em 96 artigos publicados entre 1997-2006, reúne atributos que auxiliam na compreensão do conceito de reputação na literatura especializada. De acordo com o autor, reputação é um construto baseado em percepções e, como tal, não está sob o controle direto da organização na medida que é socialmente construída. Nesse sentido, representa uma concepção coletiva objetivada, apesar de poder ser específica tanto quanto ao objeto a que se refere (lucratividade, qualidade, responsabilidade ambiental, entre outros), como ao grupo de *stakeholders* que serve de referência para a análise. Adicionalmente, o conceito envolve algum sentido de comparabilidade com relação a períodos, outras organizações ou padrões sociais, podendo, portanto, ser positiva ou negativa. Por fim, envolve certa associação temporal já que a reputação, apesar de volátil, tende a apresentar certa estabilidade, bem como é construída com referência à trajetória organizacional e expectativas futuras.

A multiplicidade de interpretações associada ao conceito de reputação também já vinha sendo tratada por Fombrun & Van Riel (1997) que identificaram seis perspectivas diferentes para o fenômeno: econômica, estratégica, contábil, mercadológica, organizacional e sociológica. À exceção da visão mercadológica que se converte na noção de imagem organizacional, as demais podem ser reagrupadas segundo seus fundamentos. As três primeiras podem ser agrupadas numa única categoria que compartilham o viés econômico de análise enfatizando as percepções ou estimativas por parte de observadores externos quanto à um atributo particular de um organização, o qual pode ser sinalizado ou descrito como diferencial estratégico face sua raridade, seu valor social e inimitabilidade, aproximando-se assim dos fundamentos da visão baseada em recursos (Fombrun & Van Riel, 1997).

A reputação, nesse sentido, é tratada como ativo intangível baseado nas estimativas de confiabilidade e previsibilidade por parte de *stakeholders* em função do histórico real, ou tido como real, de alocação de recursos que, supostamente, influenciam a competitividade (Rindova *et al.*, 2005). As duas últimas, organizacional e sociológica, tendem a compreender

a reputação como uma espécie de conhecimento ou reconhecimento generalizado associado a uma impressão global de como a organização é percebida por um conjunto amplo de *stakeholders* (Lange *et al.*, 2011; Rindova *et al.*, 2005). Nesse sentido, sua dimensão simbólica e socialmente construída é enfatizada, estando a reputação fortemente associada ao modo como observadores externos associam as práticas e estruturas organizacionais a padrões culturais e contextualmente específicos (Love & Kraatz, 2009). Diferentemente do conjunto anterior, reputação pode ser compreendida como um indicador de legitimidade, face ao entendimento compartilhado de que a organização está em conformidade com expectativas e normas sociais prevalecentes no contexto institucional (Fombrun & Van Riel, 1997).

Essas duas perspectivas, segundo Rindova *et al.* (2005), podem ser vistas como dimensões inerentes ao conceito de reputação, cada qual associada, respectivamente, à qualidade percebida conforme avaliação de atributos organizacionais por *stakeholders*, e à notoriedade (*prominence*) vinculada ao reconhecimento coletivo da organização num campo organizacional. Apesar dessas diferenças, Rindova *et al.* (2010) esclarecem que, em comum, ambos os grupos de perspectivas mencionados compartilham da ideia de que a reputação diz respeito a cognições sociais, expressas na forma de impressões, percepções, crenças e conhecimento, as quais residem em esquemas de avaliação de observadores externos. Diante do exposto, cabe ressaltar que, apesar de compartilhar aspectos em comum, a noção de reputação se diferencia de outras medidas de avaliação social (Bitektine, 2011).

Primeiramente, reputação e imagem organizacional divergem quanto à origem e natureza da percepção associada à organização. Enquanto a reputação organizacional é fundamentalmente construída socialmente por observadores externos, a imagem organizacional é mais bem compreendida enquanto representação desejada, idealizada internamente no âmbito organizacional como um produto conceitual que, por meio de sistemas de comunicação, é ativamente projetada com vistas a alcançar uma audiência externa (Barnett *et al.*, 2006; Fombrun & Van Riel, 1997; Walker, 2010). Decorre que a imagem tende a ser sempre positiva, já que emana da própria organização, ainda que, ao final das contas, corresponda à impressões de *stakeholders* (Walker, 2010). Ademais, a noção de reputação se distingue da ideia de *status*, pois não é orientada em favor da estratificação a partir da segregação de organizações em *clusters* hierarquicamente distintos que, por sua vez, representam grupos sociais diferenciados e, em certo sentido, concorrentes entre si (Deephouse & Suchman, 2008; Lin, 2001; Podolny, 1993).

Mais relevante, no entanto, é a distinção entre reputação e legitimidade. Apesar de ambos os conceitos estarem fundados em "comparações significativas (*meaningful*) entre organizações relacionadas a padrões que *stakeholders* usam para acessar a adequação (*appropriateness*) e qualidade do comportamento organizacional" (King & Whetten, 2008, p. 193), sua base e dimensões de avaliação são distintas. A legitimidade está ancorada na aderência organizacional a expectativas, normas, valores e significados compartilhados num sistema social e, portanto, a um caráter mais associado à homogeneidade (Deephouse & Suchman, 2008). Nesse sentido, agrega um componente de aceitação social, sob o viés do julgamento sociopolítico, e de similaridade, no que toca ao reconhecimento de que a organização apresenta identificação social a padrões institucionalizados (Bitektine, 2011; King & Whetten, 2008). Já a reputação tem foco na diferenciação organizacional, no sentido de indicar a posição relativa entre organizações similares, tendo como base um determinado padrão de comparação (Deephouse & Carter, 2005; Deephouse & Suchman, 2008). Reputação, portanto, diz respeito à distinção organizacional, ainda que orientada por parâmetros socialmente desejáveis no âmbito de uma determinada população de organizações (King & Whetten, 2008).

ANTECEDENTES DA REPUTAÇÃO ORGANIZACIONAL

Neste trabalho, entendemos que a relação entre antecedentes e reputação apresenta duas circunstâncias distintas: na primeira delas, cabe averiguar quais variáveis estão relacionadas com o fato de uma empresa listada na Bovespa estar entre as mais admiradas ou não; na segunda, diante somente das empresas com reputação destacada, a avaliação recai sobre quais variáveis estão relacionadas com maior ou menor reputação. Esta distinção é importante porque a relação entre os antecedentes e a reputação pode ser diferente em cada uma das circunstâncias, assim como, no secundo caso, pode haver um viés de seleção na avaliação comparativa entre as organizações com diferenciada reputação, caso desconsideremos o processo de seleção anterior (Deephhouse & Carter, 2005; Delgado-García, Quevedo-Puente & Fuente-Sabaté, 2010). Por essas razões, discutiremos a relações entre as variáveis considerando cada um dos contextos individualmente.

Antes de relacionas os antecedentes da reputação, temos que destacar que a própria avaliação da reputação em períodos anteriores é um antecedente da reputação. Como apontam Love e Kraatz (2009), a reputação tende a ser duradoura e cumulativa, já que as audiências da organização tendem a reproduzir temporalmente a reputação da firma. Por essas razões, propomos que quanto melhor a reputação de uma empresa em anos anteriores, maiores as chances de elas serem escolhidas entre as mais admiradas, ao mesmo tempo que maiores a possibilidade delas terem maiores escores de reputação.

O primeiro antecedente que consideramos é o *status* atribuído à posição que uma empresa apresenta no mercado de capitais. Como aponta Podolny (1993), já que o mercado pode ser visto como uma estrutura socialmente construída a partir das percepções de seus participantes, cada um deles tendem a ser enquadrados em diferentes posições. Como tais posições são hierarquicamente organizadas, apresentando acesso desigual aos recursos (Lin, 2001), estes mesmos participantes podem entender que as diferenças de *status* remetem a diferenças de qualidade e capacidade (Podolny, 1993). Dessa forma, existe uma estratificação do mercado em grupos de maior e menor *status* (Jensen & Roy, 2008). Com efeito, entendemos que organizações que fazer parte de um *status* diferenciado tendem a ter maior reputação, já que estão habilitadas a ter acesso a recursos sociais e materiais indisponíveis para organizações de *status* inferiores.

No mercado de capitais brasileiro, entendemos que há duas esferas que podem estar associadas à diferenciação de *status*. A primeira delas envolve a participação em mercados cujas regras de governança corporativa são mais exigentes, como o Novo Mercado da Bovespa. Inspirado na experiência alemã (o *Neuer Markt*), em 11 de dezembro de 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo criou uma listagem separada de organizações, em que seu maior nível de exigência é o Novo Mercado, possuindo outros dois com menor grau de exigência, o Nível 2 e 1. Segundo Ribeiro Neto e Famá (2002, p. 35), o “Novo Mercado da Bovespa é uma seção destinada à negociação de companhias que se submetam [voluntariamente] a exigências mais avançadas em termos de direitos dos acionistas investidores e melhores práticas de governança corporativa”. Como aponta a Bovespa (2009), “essas regras [...] ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada”. Perante esse contexto, entendemos que empresas que aderiram ao Novo Mercado apresentam um *status* diferenciado das demais, já que existe crença disseminada de que organizações que fazem parte desse mercado são mais bem gerenciadas, mais transparentes e mais confiáveis (Ribeiro Neto & Famá, 2002). Já a segunda esfera envolve participar do mercado americano de ações por meio da emissão de *American Depositary Receipts (ADRs)*, que apresenta sentido similar ao do Novo Mercado. Devido ao mercado norte-americano ser mais exigente, defendemos que participar de suas negociações funciona como uma espécie de certificação social, auferindo

maior *status* para a organização frente aos investidores brasileiros. Consequentemente, propomos que empresas que fazem parte do novo mercado e do mercado americano por meio da emissão de *ADRs* têm maiores chances de serem listadas entre as mais admiradas. Contudo acreditamos que a adesão a mercados diferenciados seja somente habilitadora da reputação: depois que uma organização faz parte de um grupo seletivo, a diferenciação entre elas depende das características da organização e não de um aparato coletivo.

O segundo antecedente que avaliamos remete à crença disseminada de que conselhos de administração são peças fundamentais na gestão corporativa (Davis, 1996; Higgins & Gulati, 2006). Sob essa perspectiva, estudos apontam que a qualidade (Higgins & Gulati, 2006), a certificação (Wade, Porac, Pollock & Graffin, 2006) e o capital social dos conselheiros (Mendes-da-Silva, Rossoni, Martin & Martelanc, 2008) são indícios de sua qualidade e legitimidade, já que tais elementos são reconhecidamente relacionados à efetividade do conselho. Perante a importância dada pelos investidores ao conselho, acreditamos que empresas que têm conselhos de maior destaque tendem a ter melhor reputação.

Entre as formas de avaliar o conselho, nos baseamos em Davis (1996) e Mizruchi (1996), que apontam para a importância de se analisar a estrutura de relações entre conselhos, conhecida como *board interlocking*. Esses estudos partem da premissa de que bons conselheiros tendem a participar de maior número de organizações, tal como de diferentes grupos, sendo a centralidade e a posição desses conselheiros na rede indício de seu prestígio. Além disso, se eles estão mais fortemente imersos em uma teia de relacionamentos, eles sofrem maior pressão social para atuarem de forma responsável (Davis, 1996). Perante essas razões, acreditamos que aqueles conselheiros mais bem posicionados na rede tendem a ter maior capacidade de receber informação, recursos e conhecimento por meio do seu acesso privilegiado a diferentes grupos não conectados entre si (Davis, 1996), ou seja, maior capital social (Burt, 1992). Sendo assim, avaliamos o *board interlocking* por meio de três elementos: laços não redundantes, prestígio e coesão do conselho. O primeiro elemento é relevante porque a característica de abertura nas relações que conselheiros prestigiados possuem (capital social por meio dos laços fracos, *vide* Burt, 1992) está relacionada ao fato de eles serem membros externos (Kang, Cheng & Gray, 2007), o que aumenta o controle sobre a organização (Mizruchi, 1996). Tais características dos laços dos conselheiros são incorporadas no conselho de administração (Mizruchi, 1996), por isso entendemos que aqueles conselhos com maior proporção de laços não redundantes, ou seja, maiores lacunas estruturais (*structural holes*), estejam relacionados com a reputação das organizações que representam. O segundo elemento, prestígio do conselho, quando avaliado relacionamente, remete a quanto o conselho de uma organização compartilha conselheiros com outras organizações de prestígio acentuado. Assim, acreditamos que quanto maior a centralidade de aproximação (*eigenvector*) de um conselho, melhor a reputação da organização. Por fim, o prestígio de determinado conselheiro também pode ser evidenciado por meio de sua participação em grupos fechados, supostamente solidários, na expectativa que a coesão entre eles levem a maior confiança, aumentando as chances de aquisição de vantagens (Lin, 2001). Com isso, se ele faz parte desses grupos fechados, é bem provável que ele tenha maior facilidade em acessar recursos de terceiros do que os membros fora desse agrupamento. Na premissa de que as organizações sejam seletivas em estabelecer relacionamentos, esperamos que aquelas organizações que estão imersas em grupos coesos a partir dos laços entre seus conselheiros (maior coeficiente de agrupamento) sejam mais bem avaliadas, tendo maior reputação. Vale destacar também que, assim como especificamos em relação ao *status*, acreditamos que o conselho de administração está mais relacionado à empresa ser citada entre as mais admiradas do que em um aumento da reputação.

Por fim, o terceiro antecedente da reputação reflete as características idiossincráticas das organizações. Eles são fundamentais porque a reputação remete à diferenciação entre

organizações a partir de elementos ou recursos socialmente válidos que estas possuem (Fombrun & Shanley, 1990; King & Whetten, 2008; Lin, 2001). Ademais, como apontam Love e Kraatz (2009), já que tais elementos ou recursos são legitimamente válidos, existe uma tendência de os *stakeholders* admirarem organizações que o possuem, estando esses, por sua vez, relacionados com a reputação. Estudos anteriores apontam que um dos elementos mais importantes para uma organização ter uma boa reputação é seu histórico de rentabilidade (Delgado-García *et al.*, 2010; Fombrun & Shanley, 1990; Love & Kraatz, 2009; Pfarrer *et al.*, 2010; Roberts & Dowling, 2002). Portanto, acreditamos que a rentabilidade em anos anteriores esteja positivamente relacionada tanto com a probabilidade de a empresa ser listada entre as mais admiradas, quanto ter melhor reputação. Além da rentabilidade, estudos apontam que o tamanho da empresa é outro importante antecedente da reputação (Fombrun & Shanley, 1990; Pfarrer *et al.*, 2010; Roberts & Dowling, 2002). Como afirmam Julian, Ofori-Dankwa e Justis (2008), firmas de maior tamanho têm maior visibilidade, o que atrai maior atenção do público, da mídia e de agentes regulatórios, dando-as proeminência. Sendo assim, é mais provável que elas tenham melhor reputação. No entanto esperamos que o tamanho esteja mais fortemente relacionado ao fato de fazer parte da listagem das empresas mais admiradas do que com a melhor reputação em si. Entendemos também que a liquidez no mercado de ações, ou seja, a frequência e o volume das ações negociadas em bolsa estejam relacionados à reputação, já que a presença em mercado aumenta as chances de uma empresa ser reconhecida. Entretanto, mesmo levando a ser listada, esperamos que a liquidez das ações esteja fracamente relacionada com o aumento da reputação. Acrescentamos também como antecedente da reputação a alavancagem financeira, que, em suma, indica o grau de endividamento. Em um primeiro momento, maior alavancagem pode indicar maior risco, o que, por sua vez, deve afetar negativamente as chances de uma empresa ter sua reputação reconhecida ou não (Fombrun & Shanley, 1990). No entanto há circunstâncias em que maior alavancagem não necessariamente está associada à maior risco das organizações, indicando que há algum elemento subjacente a esse processo que lhe confira maior poder de barganha com os investidores e fontes de financiamento. Myers e Majluf (1984) atribuem esse fenômeno paradoxal à assimetria de informações entre os gestores da companhia e o mercado, em que esses primeiros buscam capitalizar ao máximo a organização para colher retornos em um espaço de tempo menor, pois provavelmente eles têm expectativas de ganhos que o mercado desconhece. No entanto, pelo menos deliberadamente, os autores não buscaram explicar por quais razões o mercado tolera tal comportamento. Acreditamos que isso ocorra devido à reputação da organização, já que são tidas como mais confiáveis (Love & Kraatz, 2009). Perante esses argumentos esperamos que entre as empresas mais admiradas, quanto maior a alavancagem, melhor a reputação. Por fim, avaliamos o efeito da idade da firma na reputação. Segundo estudos anteriores (Fombrun & Shanley, 1990; Pfarrer *et al.*, 2010; Roberts & Dowling, 2002), firmas mais velhas tendem a ser vistas como mais estáveis e confiáveis. Logo esperamos que exista uma tendência de que quanto mais velha for a firma, mais chances de estar entre as mais admiradas. Entretanto, esperamos que essa relação seja mais fraca ou inexistente entre as empresas de maior reputação.

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

População, Amostra e Dados. Definimos como população deste estudo as companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, restringindo nossa coleta a partir do ano de adesão das primeiras empresas ao Novo Mercado, que ocorreu no ano de 2002 (*vide* Procianoy & Verdi, 2009), até um ano anterior a crise financeira de 2008. De um total de 2.306 observações possíveis entre os anos de 2002 e 2007 (intervalo de 6 anos), algumas destas não eram acessíveis devido a ausência de informações na base de dados *Economática*[®]. Restaram então 442 organizações, que geraram 2.091 observações em um painel não balanceado. No

entanto, para evitar relacionamentos causais espúrios, atrasamos a observação de todas as variáveis independentes em um ano ($t-1$) em relação à variável dependente. Com isso, tivemos uma redução de nossa amostra para um total de 1.396 observações (60,53% da população).

A partir da amostra definida, coletamos os dados relacionados ao mercado financeiro por meio do Sistema de Divulgação Externa [Divext] da CVM, da base de informações da Bovespa e do aplicativo *Economática*[®], que reúne informações financeiras, contábeis e econômicas das empresas de capital aberto brasileiro. Já no que se refere à reputação das empresas de capital aberto, identificamos aquelas presentes na pesquisa anual sobre as *Empresas Mais Admiradas no Brasil*, realizada pela revista *Carta Capital*. Após isso, agregamos os dados em planilhas eletrônicas, sendo depois exportadas para os aplicativos utilizados: *UCINET 6* e *PAJEK* para a análise de redes de conselheiros e executivos; *SPSS*, *STATA* e *GRAETL* para a análise estatística e de dados em painel.

Variáveis

Variável Dependente: Reputação Organizacional. Utilizamos como medida de reputação o escore das *Empresas Mais Admiradas no Brasil*, segundo pesquisa anual desenvolvida no país pela revista *Carta Capital*. A pesquisa, inspirada na *The Most Admired Companies* da revista americana *Fortune* (que foi fonte de estudos como os de Deephouse & Carter, 2005; Delgado-García *et al.*, 2010; Fombrun & Shanley, 1990; Love & Kraatz, 2009; Pfarrer *et al.*, 2010; e Roberts & Dowling, 2002), é realizada há mais de 10 anos e incorpora a percepção do empresariado em relação a critérios econômicos e financeiros de empresas que atuam no Brasil, assim como aspectos relacionados à imagem (marca, atitudes, qualidade, administração, etc.), envolvendo aproximadamente 1.224 entrevistados por ano. Operacionalizamos essa variável considerando a posição da empresa no *ranking* geral das *Empresas Mais Admiradas* entre os anos de 2002 e 2007. Para tanto, destacamos a melhor empresa de cada setor analisado pela pesquisa, assim como as vinte primeiras da listagem, já que, a partir desse ponto, a discriminação entre elas é menos precisa. Atendendo a tais critérios, verificamos que 33 organizações faziam parte da Bovespa, possibilitando um total de 78 observações do escore de reputação, sendo que as de maior reputação entre os anos de 2002 e 2007 podem ser vistas na Tabela 1.

Tabela 1 – Empresas Listadas na Bovespa de Maior Reputação na Pesquisa da Carta Capital.

Empresa	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Natura	1°	1°	1°	1°	2°	3°
Vale	2°	2°	3°	5°	10°	11°
Petrobrás	4°	4°	8°	3°	9°	15°
Gerda	5°	5°	4°	6°	5°	10°
Embraer	6°	7°	7°	6°	3°	2°
Votorantim Celulose e Papel	9°	9°	6°	4°	4°	9°
Banco Itaú	12°	10°	10°	8°	13°	14°
Ambev	15°	8°	13°	9°	8°	8°
Bradesco	17°	20°	19°	14°	14°	-
Gol Linhas Aéreas	18°	19°	12°	13°	-	-

Para manter a natureza ordenada da reputação (*vide* Deephouse & Suchman, 2008), atribuímos o maior valor para empresas que alcançaram o primeiro lugar do *ranking* em determinado ano, diminuindo o valor em uma unidade para cada posição inferior (*valor da variável = 22 - posição no ranking*). No caso das melhores do setor, quando não estavam entre as 20 primeiras da análise geral, atribuímos valor 1, e para todas as demais empresas listadas na Bovespa, valor 0. Além disso, como a reputação atual pode ser condicionada por avaliações passadas, buscamos controlar tal inércia introduzindo no modelo a variável reputação com o atraso de um ano, assim como fizeram Delgado-García *et al.* (2010) e Love e Kraatz (2009).

Variáveis Independentes

Mercado. Partindo do pressuposto que participar de mercados ou estratos sociais diferenciados está relacionado a uma diferenciação de *status* das organizações (Bitektine, 2011; Jensen & Roy, 2008; Lin, 2001; Podolny, 1993), buscamos avaliar tais traços no mercado de capitais brasileiro por meio da adesão a níveis diferenciados de governança e da adesão ao mercado de ações americano por meio do *American Depositary Receipts (ADRs)*.

(1) *Níveis de Governança Corporativa.* Utilizamos três indicadores de participação nos mercados diferenciados da Bovespa: presença no Novo Mercado, no Nível 2 de Governança; no Nível 1 de Governança. Consideramos como categoria de comparação o Mercado Tradicional. Para tanto, definimos cada um dos indicadores por meio de variáveis *dummy*, que assumiram valor igual a 1 se a empresa participava do mercado indicado (Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1), em determinado ano, e valor 0 para os outros casos, assim como fizeram outros estudos (p.ex. Mendes-da-Silva, Ferraz-Andrade, Famá & Maluf Filho, 2009; Prociono & Verdi, 2009; Silveira, 2006; Silveira, Barros & Famá, 2006).

(2) *ADRs (American Depositary Receipts).* Entre as certificações do mercado de ações, a mais valorizada é a participação no mercado de ações norte-americano por meio da emissão de *ADRs* nas bolsas de Nova York ou *NASDAQ*, já que tal adesão indica aceitação de níveis diferenciados de governança (Silveira *et al.*, 2009). Sendo assim, operacionalizamos a emissão de *ADRs* por meio de uma variável *dummy* que assume valor 1 quando a organização emite aquele tipo de ação, em determinado ano, e valor 0 quando não. Coletamos essas informações no sistema da Comissão de Valores Mobiliários, conferindo algumas informações no site www.adr.com, organizado pelo banco *J. P. Morgan*.

Conselho de Administração. Seguindo estudos anteriores (Davis, 1996; Delgado-García *et al.*, 2010; Higgins & Gulati, 2006; Wade *et al.*, 2006), nós avaliamos o conselho de administração das empresas listadas na Bovespa na expectativa de que aqueles mais bem posicionados na estrutura de relações corporativas estejam em organizações de maior reputação. Para isso, avaliamos a posição dos conselhos de administração em relação aos demais conselhos de outras organizações, o que evidencia a existência de *board interlocking* (*vide* Mizruchi, 1996). Em termos operacionais, utilizamos o método de análise de redes sociais para mapear o relacionamento corporativo das organizações, considerando como laços entre elas o compartilhamento de conselheiros e executivos (*vide*, por exemplo, Mendes-da-Silva *et al.*, 2008 e a extensa revisão de Davis, 1996 e Mizruchi, 1996). Especificamente, utilizamos três indicadores: as lacunas estruturais, que remetem ao capital social por meio dos laços não redundantes e da intermediação (Burt, 1992); o prestígio, avaliado hierarquicamente a partir do indicador *Eigenvector*; e a coesão do conselho, avaliado pelo coeficiente de agrupamento (Watts & Strogatz, 1998).

(1) *Lacunas Estruturais (Structural Holes)* são os relacionamentos não redundantes entre dois contatos (Burt, 1992). Assim, quanto menor o número de laços redundantes, maior o número de lacunas estruturais, havendo menor redundância de informação. Especificamente utilizamos a medida de eficiência dos laços (Burt, 1992, p. 53), que mensura o número de contatos não redundantes *EffSize* em relação ao total de contatos n de um ator i . Como trabalhamos com dados binários, utilizamos a forma simplificada da equação desenvolvida por Borgatti (1997). Formalmente, considerando que um ator i apresenta n número de contatos, podemos avaliar o número de contatos redundantes por meio da equação $D_{alters} = 2l/n$, em que l é o número de laços entre n (*alters*). Já que D_{alters} indica o total de laços redundantes, consideramos como laços não redundantes *EffSize* como $n - D_{alters}$. Dessa forma, a proporção de laços não redundantes *Efficiency* é dado por $EffSize/n$. Como há variação anual de conselheiros que fazem parte das organizações, calculamos essa medida para cada ano de participação da empresa na bolsa.

(2) *Prestígio.* Como medidas estruturais de prestígio envolvem o posicionamento de um determinado ator em relação aos demais, escolhemos a medida denominada *Eigenvector*

(centralidade de aproximação), que avalia o grau de centralização de um nó considerando, também, a centralidade dos laços vizinhos, ou seja, ela leva em conta o grau de hierarquização das relações para compor o indicador. Em nosso caso, avaliamos o escore de cada organização, em relação à amplitude do domínio de seu conselho, para cada um dos anos em que teve atividade na bolsa.

(3) *Coefficiente de Agrupamento (Cluster Coefficient)*. Tal indicador mede a densidade local da rede, em termos de seu aninhamento, indicando como os contatos de um ator estão recursivamente ligados entre si (Watts & Strogatz, 1998). Em outras palavras, quanto maior o número de *cliques* que eles formam (laços mútuos entre, no mínimo, 3 participantes), maior o agrupamento da rede. Formalmente, podemos definir o coeficiente de agrupamento *CC* como $3 \times \text{número de cliques} / \text{número de trios conectados}$. Ele pode variar de 0 a 1, em que redes totalmente agrupadas apresentam coeficiente 1, enquanto aquelas totalmente desagrupadas apresentam coeficiente 0. Calculamos essa medida para cada ano de participação da empresa na bolsa.

Características da Organização. Diante das razões expostas no quadro teórico, especificamos cinco indicadores reconhecidamente atribuídos à legitimidade organizacional: retorno sobre o ativo, tamanho, liquidez, alavancagem e idade.

(1) *Retorno sobre o Ativo (ROA)*. Como a lucratividade é um dos elementos mais salientes no julgamento da saúde financeira de uma organização (Fombrun e Shanley, 1990), sem mencionar que vários estudos verificaram sua influência na reputação (Deephouse & Carter, 2005; Delgado-García *et al.*, 2010; Fombrun e Shanley, 1990; Roberts & Dowling, 2002; Pfarrer *et al.*, 2010), buscamos avaliá-la por meio da ROA. Ela foi definida formalmente como: $ROA = LAJIR / AT$, em que LAJIR = lucro antes dos juros e impostos, AT = valor contábil do ativo total. Essa medida é conhecida também como LAJIRDA (*vide* Silveira, 2006).

(2) *Tamanho da Empresa*. Avaliamos o tamanho da empresa em relação ao valor contábil do ativo total (*vide* Mendes-da-Silva *et al.*, 2008; Mendes-da-Silva *et al.*, 2009; Silveira, 2006), que foi logaritimizado para diminuir problemas de simetria e curtose, já que há evidências de que o tamanho da organização está associado à reputação (*vide*, por exemplo, Delgado-García *et al.*, 2010; Fombrun e Shanley, 1990; Roberts & Dowling, 2002; Pfarrer *et al.*, 2010).

(3) *Liquidez das Ações*. De forma bem simples, a liquidez destaca a possibilidade de se transacionar um alto volume de ações sem mover o preço da ação (Pastor & Stambaugh, 2003). Das várias medidas de liquidez de ações existentes (*vide* Procianny & Verdi, 2009), seguimos estudos anteriores que utilizaram a liquidez considerando a frequência e o volume dessas transações (*vide* Mendes-da-Silva *et al.*, 2009; Procianny & Verdi, 2009; Silveira, 2006; Silveira *et al.*, 2009). A premissa desse indicador é que, quanto maior a liquidez da ação, maior a capacidade da organização em adquirir recursos no mercado, apontando que ela

é mais desejada pelos investidores. Formalmente ela é definida como: $Liq = \frac{100p\sqrt{nv/NV}}{P}$, onde:

p = número de dias no qual a ação foi negociada; P = número total de dias do período; n = número de negócios com a ação dentro do período; N = número de negócios com todas as ações dentro do período; v = volume de dinheiro com a ação dentro do período; V = volume de dinheiro com todas as ações dentro do período. Tais informações são disponibilizadas pelo sistema *Economática*[®], em que acreditamos que maior liquidez deve estar associada à maior reputação.

(4) *Alavancagem Financeira*. Operacionalizamos este indicador por meio da avaliação da dívida financeira total da organização em relação ao ativo total (Silveira *et al.*, 2006). Vista como medida que relata a estrutura de capital da organização (Silveira, 2006), ela aponta a extensão que a organização utiliza capital de terceiros para financiar suas operações. Em um

primeiro momento, como maior alavancagem está associada à maior risco, é provável que tal indicador esteja negativamente relacionado com a reputação; no entanto há indícios que organizações que tem grandes expectativas de rendimentos futuros busquem se alavancar (Myers & Majluf, 1984) o que, paradoxalmente, pode estar associado à maior reputação.

(5) *Idade*. Definimos a idade das empresas a partir do logaritmo natural dos anos de operação da empresa no mercado acionário brasileiro (*vide* Mendes-da-Silva *et al.*, 2009), já que há indícios de que organizações mais velhas tendam a ter mais estáveis e confiáveis do que as mais recentes, podendo tal fator estar associado à reputação (Pfarrer *et al.*, 2010).

Método de Análise

Como nem todas as organizações que fazem parte da Bolsa de Valores de São Paulo são apontadas como as empresas de maior reputação na pesquisa das *Empresas Mais Admiradas no Brasil* da revista *Carta Capital*, é provável que exista um viés ocasionado pelo processo de seleção. Por causa disso, nos testamos os relacionamentos entre as variáveis a partir do modelo de seleção de Heckman (1979) em dois estágios (*Heckman Selection Model: Two-step Estimates*), que corrige o problema do viés de seleção. Tal procedimento também foi desenvolvido por outros estudos que avaliaram os efeitos de um conjunto de variáveis na reputação (Deephouse & Carter, 2005; Delgado-García *et al.*, 2010).

No primeiro estágio, o modelo de Heckman (1979) estimou, a partir de uma função *Probit*, a influência das variáveis independentes na probabilidade de uma empresa constar ou não da lista das empresas mais admiradas. Para tanto, especificamos uma variável *dummy* de seleção da reputação, em que o valor 1 foi atribuído para as 78 observações listadas na pesquisa (5,6%), e 0 para as 1.396 observações censuradas. Nesse primeiro estágio, testamos dois modelos com um conjunto diferente de variáveis. No Modelo 1 da Tabela 2, incluímos todas as variáveis independentes com o objetivo de saber quais delas estão associadas ou não com a presença na lista das mais admiradas. Já no Modelo 4, incluímos somente as características organizacionais, devido a literatura apontar que o conceito de reputação enfatiza a dimensão individual e não coletiva (King & Whetten, 2008; Lin, 2001).

Os dois modelos *Probit* testados no primeiro estágio geraram uma variável chamada “*inverse Mills ratio*”, que potencialmente controla o efeito de viés de seleção. No segundo estágio, geramos quatro modelos de regressão *OLS* com o escore de reputação das 78 observações selecionadas como dependente, incluindo também a variável de controle de viés de seleção em todos eles, em que, nos modelos 2 e 3, incluímos a variável *inverse Mills ratio* gerada no Modelo 1. A diferença entre os modelos 2 e 3 é que enquanto o primeiro apresenta todas as variáveis independentes, no segundo incluímos somente aquelas que foram significativas no primeiro estágio. Já nos modelos 5 e 6 utilizamos a variável *inverse Mills ratio* gerada no Modelo 4. No Modelo 5, introduzimos todas as variáveis independentes, enquanto no Modelo 6 descartamos aquelas que não eram significativas, pois há poucos graus de liberdade. Vale destacar também que, paralelamente, testamos todos os modelos controlando o efeito do ano e do setor, o que não afetou o coeficiente das variáveis.

RESULTADOS

Na Tabela 2, podemos visualizar o efeito das variáveis na reputação. No Modelo 1 de tal tabela, apresentamos os resultados da função de seleção *Probit*, que indica quais variáveis estão relacionadas com a presença das empresas na listagem das mais admiradas. Os resultados apontam que o escore da reputação das empresas nos anos anteriores está associado com o fato de a empresa ser apontada entre as mais admiradas ($\beta = 0,244, p < 0,001$)ⁱ, o que evidencia que avaliações anteriores da reputação estão diretamente relacionadas com a atual. Verificamos também que, entre as variáveis associadas ao mercado, empresas que fazem parte do Novo Mercado da Bovespa têm mais chances de serem elencadas entre as de maior reputação ($\beta = 0,555, p < 0,05$), assim como aquelas organizações que emitem *ADRs* no

mercado americano ($\beta = 0,944$, $p < 0,001$). Já no que tange ao papel dos conselhos de administração, identificamos que empresas com conselhos que possuem maior proporção de laços não redundantes (*structural holes*) tendem a ter maiores chances de ter a reputação reconhecida ($\beta = 0,944$, $p < 0,1$), apesar de tal relação ser significativa somente no nível de 90% de confiança. Influência inversa apresentou a coesão local do conselho ($\beta = -0,704$, $p < 0,01$), avaliada por meio do coeficiente de agrupamento (*cluster coefficient*), que mostrou-se negativamente associada à probabilidade de uma empresa ser indicada entre as de maior reputação.

Tabela 2 – Antecedentes da Reputação (Heckman Selection Model: Two-step Estimates).

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Reputação (<i>t-1</i>)	0,244*** (0,036)	0,633*** (0,137)	0,750*** (0,127)	0,258*** (0,034)	0,430** (0,192)	0,442** (0,188)
<i>Mercado</i>						
Novo Mercado (<i>Dummy</i>)	0,555** (0,273)	-0,224 (1,197)	0,235 (1,168)		0,474 (0,101)	
Nível 2 (<i>Dummy</i>)	-0,970 (0,674)	-3,595** (1,794)			-4,466*** (1,971)	-4,719** (1,912)
Nível 1 (<i>Dummy</i>)	0,160 (0,241)	-0,412 (0,996)			-0,132 (0,987)	
ADRs (<i>Dummy</i>)	0,944*** (0,232)	-2,606** (1,291)	-2,614** (1,299)		-2,118*** (0,900)	-0,215** (0,877)
<i>Conselho de Administração</i>						
Structural Holes (%)	0,307* (0,197)	-0,483 (0,792)	-0,219 (0,804)		-0,310 (0,694)	
Eigenvector (Prestígio)	0,427 (1,515)	-28,936 (18,803)			-32,427* (17,649)	-30,271* (16,316)
Cluster Coefficient	-0,704*** (0,265)	0,457 (0,992)	0,166 (0,962)		0,293 (1,008)	
<i>Organização</i>						
ROA	0,022** (0,009)	0,140** (0,064)	0,107* (0,060)	0,023** (0,009)	0,124* (0,067)	0,132** (0,060)
Tamanho (ln do Ativo)	0,201*** (0,066)	0,447 (0,531)	0,801** (0,322)	0,248*** (0,055)	-0,193 (0,637)	-0,177 (0,626)
Liquidez	-0,157 (0,115)	0,364 (0,313)		-0,011 (0,083)	0,590* (0,353)	0,569* (0,304)
Alavancagem	-0,013*** (0,005)	0,128*** (0,028)	0,111*** (0,025)	-0,009** (0,004)	0,134*** (0,027)	0,128*** (0,025)
Idade (ln)	-0,007 (0,006)	-0,065 (0,041)		-0,007 (0,006)	-0,059 (0,036)	-0,059* (0,034)
Constante	-4,631*** (0,934)	-4,300 (9,234)	-11,819** (5,585)	-5,205*** (0,806)	8,286 (11,910)	7,928 (11,612)
Inverse Mills Ratio	- -	-1,194 (1,325)	-0,369 (1,207)	- -	-2,943* (1,664)	-2,872* (1,642)
Função	<i>Probit</i>	<i>OLS</i>	<i>OLS</i>	<i>Probit</i>	<i>OLS</i>	<i>OLS</i>
Observações	1.396	78	78	1396	78	78
Rho	-	-0,43	-0,13	-	-0,90	-0,89
Wald	-	273,55***	217,27***	-	194,49***	194,05***

Erro Padrão entre Parênteses.

*** $p < 0,01$ ** $p < 0,05$ * $p < 0,1$

Por fim, entre as características organizacionais, constatamos que há relação positiva entre a rentabilidade avaliada por meio da ROA ($\beta = 0,022$, $p < 0,05$), tal como do tamanho da organização ($\beta = 0,201$, $p < 0,01$) na probabilidade de estar entre as mais admiradas. Já a

alavancagem financeira mostrou-se negativamente associada com a possibilidade de fazer parte da listagem ($\beta = -0,013, p < 0,01$), indicando que quanto mais endividada uma organização, menores as chances de ter a reputação reconhecida. Além dos resultados apresentados no modelo de seleção, na Tabela 1, apresentamos a influência das variáveis no escore de reputação dos 78 casos em que ele foi observado por meio de um modelo de regressão linear (*OLS*). Tais resultados estão presentes nos modelos 2 e 3, em que a variável de controle de viés de seleção (*inverse Mills Ratio*) gerada no Modelo 1 não foi significativa, e nos modelos 5 e 6, cuja variável *inverse Mills Ratio* gerada no Modelo 4 foi significativa ($\beta = -2,943, p < 0,1$ no Modelo 5 e $\beta = -2,872, p < 0,1$ no Modelo 6). Sendo assim, primaremos pela interpretação dos resultados, em primeiro lugar, quando os resultados forem significativos na maior parte desses modelos, e, em segundo lugar, naqueles modelos com menor número de variáveis (3 e 6), e, por fim, naqueles modelos com a variável *Inverse Mills Ratio* significativa (5 e 6).

Assim como no modelo de seleção, verificamos que quanto mais bem avaliada uma empresa nos anos anteriores, maior a tendência de ela ter uma avaliação melhor de reputação no momento atual ($\beta = -0,442, p < 0,01$ no Modelo 6). Os resultados relacionados às variáveis de mercado demonstraram que fazer parte do Novo Mercado da Bovespa não está relacionado com aumento do escore de reputação, enquanto que fazer parte do Nível 2 e emitir *ADRs* no mercado acionário americano influencia negativamente o escore de reputação ($\beta = -4,719, p < 0,05$ para o Nível 2 e $\beta = -0,215, p < 0,01$ para *ADRs*, ambos no Modelo 6). Tais resultados não eram esperados, no entanto é possível explicá-los a partir das características da amostra de empresas mais admiradas. Por exemplo, a influência negativa do Nível 2 na reputação é devido ao fato de as duas empresas que fazem parte desse nível de governança, Gol e Tam Linhas Aéreas, terem média de reputação inferior às demais. O mesmo raciocínio é válido para a influência negativa das *ADRs*: algumas empresas que não participam do mercado americano (p.ex. Natura) tem alta reputação, o que distorce a média. Já das variáveis do conselho de administração, somente a avaliação de prestígio por meio do *eigenvector* mostrou-se negativamente significativa ($\beta = -30,271, p < 0,1$), mas somente no nível de confiança de 90%. Esse resultado indica que quanto mais prestigiado é o conselho, menor o escore de reputação. Para entender esse resultado contra-intuitivo, temos primeiro que destacar que a organização de conselhos de administração articulados de forma hierarquizada com outras empresas não é prática comum entre as mais admiradas. Assim, entre aquelas que tinham conselhos com maior escore de prestígio, como, por exemplo, Aracruz, Embraer e Grendene, verificou-se que o aumento em tal escore ocorreu no ano subsequente a problemas relacionados à queda de rentabilidade. Segundo reportagens publicadas na época, essa queda foi consequência da flutuação do dólar e de alguns problemas de fornecimento que tais empresas enfrentaram. Como apontam Davis (1996) e Mizruchi (1996), perante quadro desses tipos, é comum que organizações busquem se proteger das repercussões negativas por meio do aumento do *board interlocking*, ou seja, aumentando o número de conselhos externos de maior prestígio. Por fim, entre as características organizacionais, assim como apontou a literatura, existe uma relação positiva entre a rentabilidade do ano anterior avaliada por meio do ROA com o aumento na reputação ($\beta = 0,132, p < 0,05$ no Modelo 6). Já o Tamanho da Empresa apresentou-se significativo somente no Modelo 4 ($\beta = 0,801, p < 0,05$), o que deve ser visto com ressalvas. A liquidez apresentou mesmo comportamento, sendo significativa em dois dos três modelos, o que demonstra que existe relação entre empresas com ações mais negociadas e reputação ($\beta = 0,569, p < 0,1$ no Modelo 6). A alavancagem financeira, diferentemente do efeito negativo no modelo de seleção, mostrou-se positivamente relacionada com o aumento da reputação. Assim, quanto maior o endividamento das empresas mais admiradas, maior o escore de reputação ($\beta = 0,128, p < 0,01$ no Modelo 6). A Idade da

empresa mostrou-se negativamente relacionada com a reputação ($\beta = -0,059, p < 0,1$), mas tal relação foi significativa somente no Modelo 6, no nível de 90% de confiança.

DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

Neste artigo, buscamos analisar como o *status*, o conselho de administração e as características organizacionais condicionam a reputação das empresas de capital aberto brasileiras. Para tanto, operacionalizamos a reputação a partir da percepção de executivos brasileiros, captadas por meio da pesquisa das *Empresas Mais Admiradas do Brasil*. Nossos resultados apontam para o caráter duradouro das avaliações da reputação, em que escores de reputação em anos anteriores estão fortemente relacionados tanto com a probabilidade de uma organização estar entre as empresas mais admiradas, quanto com a avaliação atual da reputação. Os antecedentes relacionados ao *status* inerente à posição no mercado vão ao encontro do proposto nas teorias sociológicas (*vide* Lin, 2001 e Podolny, 1993), demonstrando que existe uma transferência do prestígio atribuído ao grupo ou esfera social para a unidade social, neste caso, a empresa de capital aberto. Os resultados apontam que empresas que fazem parte do Novo Mercado da Bovespa, como do mercado americano por meio de *ADRs*, têm mais chances de serem citadas entre as mais admiradas. Todavia, assim como esperávamos, o *status* dos mercados diferenciados não possibilitou que as organizações tivessem maior reputação.

Tendo em vista o conselho de administração, verificamos que aqueles conselhos que apresentam maior proporção de laços não redundantes, ou seja, maior parcela de capital social por meio dos laços fracos, estão situados em organizações com a reputação reconhecida. Como esperávamos, tais laços fracos não foram suficientes para elevar a reputação entre as empresas mais admiradas. No que se refere ao prestígio do conselho, não achamos evidência de que exista alguma associação entre ele e a presença entre as empresas mais admiradas. Isso pode ter ocorrido por duas razões: as relações entre conselhos tendem a ser locais, não havendo grande hierarquização das relações, o que debilita a medida; já a outra explicação deve estar associada à limitação da medida estrutural de centralidade, que não capta plenamente o fenômeno do prestígio. No entanto, entre as organizações de maior reputação, achamos uma relação negativa entre prestígio, que a interpretamos provavelmente como um mecanismo de blindagem a crises. Como destacam Davis (1996) e Mizruchi (1996), é comum organizações buscarem conselheiros e executivos de maior prestígio para gerenciar fases difíceis. Diferentemente daquilo que hipotetizamos, o coeficiente de agrupamento mostrou-se negativamente associado com o fato de uma empresa ser apreciada como as mais admiradas. Tais circunstâncias remetem ao ponto que começa a chamar atenção na literatura sobre relacionamentos interorganizacionais: o lado obscuro das redes. Por exemplo, M. Jensen (2008) mostra que, em alguns casos, para empresas que estão entrando no mercado, ter maior *status* social ou maiores lacunas estruturais dificulta a aquisição de apoio de empresas estabelecidas. Já Labianca e Brass (2006) levantam o fato da existência de situações nas quais os indivíduos vistos como mais populares na organização têm menores chances de serem promovidos: nesse caso, os laços jogam contra o indivíduo. Ademais, podemos interpretar os efeitos negativos dos laços coesos e mais restritos dos conselhos a partir de alguns arquétipos da sociedade brasileira. Nosso país sempre foi caracterizado como patrimonialista (*vide* Faoro, 2001), não sendo diferente no meio empresarial e corporativo (Gorga, 2004). Dessa forma, o personalismo e o favorecimento de algumas organizações, principalmente aquelas com fortes vínculos com o governo, sempre foi visto com ressalvas, mesmo sendo um padrão institucionalizado. No quadro atual, em que há uma tentativa de diminuir as influências personalistas no mercado acionário, organizações que se estruturam em feudos (alto coeficiente de agrupamento), tendem a ser vistas com desconfiança.

Por fim, entre os antecedentes relacionados às características organizacionais, verificamos que a rentabilidade em anos anteriores está fortemente associada com a reputação organizacional, indo ao encontro de estudos anteriores (Delgado-García *et al.*, 2010; Fombrun & Shanley, 1990; Love & Kraatz, 2009; Pfarrer *et al.*, 2010; Roberts & Dowling, 2002). Já o tamanho da organização, como ressaltamos, está mais fortemente relacionado com o fato de uma empresa de capital aberto ser citada entre as de maior reputação. Os resultados acerca da influência do tamanho no aumento da reputação entre as empresas listadas entre as mais admiradas não foi conclusivo. Já a liquidez não se mostrou como fator explicativo da citação de uma empresa entre as mais admiradas; todavia há indícios de que entre as empresas de maior reputação, elas estejam positivamente associadas. Esse resultado vai ao encontro do que Julian *et al.* (2008) e Pfarrer *et al.* (2010) destacam: em algumas circunstâncias, o benefício de alguns atributos ou certificados sociais só ocorre em grupos que tenham certo grau de proeminência ou visibilidade. No tocante à alavancagem, os resultados apontam que empresas mais endividadas têm menos chances de serem identificadas entre as de maior reputação; todavia, quando consideramos somente as empresas mais admiradas, o resultado se inverte: maior grau de alavancagem está associado à maior reputação. Tais resultados evidenciam, ao mesmo tempo, a assimetria de informação entre organização e mercado que Myers e Majluf (1984) identificaram em outros contextos, tal como o maior poder de barganha que as empresas de maior reputação têm com investidores e agentes de financiamentos, pois esses aparentemente não associam as maiores taxas de endividamentos dessas empresas com risco.

Implicações Teóricas e Práticas. Pioneiramente, nosso estudo avaliou os antecedentes da reputação organizacional a partir de um indicador que considera o caráter generalizado da reputação organizacional (Lange *et al.*, 2011; Rindova *et al.*, 2005), tendo como respondentes executivos diretamente relacionados com o mercado, o que atribui maior confiabilidade e validade a pesquisa. Além disso, incorporamos dois antecedentes que foram somente superficialmente analisados empiricamente em outros estudos, que é o *status* e o conselho de administração. No caso da relação entre *status* e reputação, evidenciamos que mesmo sendo fenômenos relacionados a níveis de análise distintos, eles apresentam relação entre si, como assim destacaram Lin (2001), King e Whetten (2008) e Podolny (1993). Entre as características organizacionais, introduzimos o efeito da alavancagem, que possibilitou que avaliássemos a relação paradoxal que tal medida de endividamento tem com a reputação. Segundo nosso entendimento, a reputação atua como elemento moderador na relação entre dívida e percepção de risco por parte dos investidores, o que ressalta os efeitos da proeminência e da visibilidade deste atributo social. Por fim, nosso estudo também não se pauta somente em entender os fatores que explicam as diferenças de escore de reputação, mas também avalia em quais condições ela ascende para as organizações.

Recomendações de Estudos Futuros. Estudos futuros poderiam avaliar as diferentes dimensões da reputação organizacional, já que tais elementos estão disponíveis na pesquisa das *Empresas mais Admiradas da Carta Capital*. Ademais, poder-se-ia incorporar outros elementos de extrema importância para o julgamento de investidores que atuam no mercado de capitais, como a estrutura de propriedade, a natureza de controle, os laços com o governo, fundos de pensão e *private equity* e a presença de estruturas piramidais de controle. Além disso, novos estudos deveriam buscar analisar os efeitos e os antecedentes da reputação em outros mercados ou setores, como, por exemplo, hospitalar, educacional e de consultoria. Por fim, sugerimos que meta-análises sejam feitas, buscando evidências mais consistentes sobre a relação entre reputação e desempenho.

REFERÊNCIAS

Barnett, M. L., Jermier, J. M., & Lafferty, B. A. (2006). Corporate reputation: the definitional landscape. *Corporate Reputation Review*, 9(1), 26-38.

- Bitektine, A. (2011). Toward a Theory of Social Judgments of Organizations: The Case of Legitimacy, Reputation, and Status. *Academy of Management Review*, 36(1), 151-179.
- Borgatti, S. P. (1997). Structural Holes: Unpacking Burt's Redundancy Measures. *Connections*, 20(1), 35-38.
- Burt, R. S. (1992). *Structural Holes*. Cambridge: Harvard University Press.
- Davis, G. F. (1996). The Significance of Board Interlocks for Corporate Governance. *Corporate Governance*, 4(3), 154-159.
- Deephouse, D. L., & Carter, S. M. (2005). An Examination of Differences Between Organizational Legitimacy and Organizational Reputation. *Journal of Management Studies*, 42(2), 329-360.
- Deephouse, D. L., & Suchman, M. (2008). Legitimacy in Organizational Institutionalism. In: R. Greenwood, C. Oliver, K. Sahlin-Andersson, & R. Suddaby (Eds.). *The Sage Handbook of Organizational Institutionalism*. (pp. 49-77). London: Sage.
- Delgado-García, J. B., Quevedo-Puente, E. & Fuente-Sabaté, J. M. (2010). The Impact of Ownership Structure on Corporate Reputation: Evidence from Spain. *Corporate Governance*, 18(6), 540-556.
- Faoro, R. A. (2001). Viagem Redonda: do patrimonialismo ao estamento. In: R. Faoro. *Os Donos do Poder: formação do patronato político brasileiro*. (pp. 819-838.) São Paulo: Globo.
- Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258.
- Fombrun, C., & Van Riel, C. (1997). The reputational landscape. *Corporate Reputation Review*, 1(1-2), 5-13.
- Gorga, E. (2004). A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Administração da USP*, 39(4), 309-326.
- Higgins, M. C., & Gulati, R. (2006). Stacking The Deck: The Effects of top Management Backgrounds on Investor Decisions. *Strategic Management Journal*, (27)1, 1-25.
- Jensen, M. (2008). The Use of Relational Discrimination to Manage Market Entry: When Do Social Status and Structural Holes Work Against You? *Academy of Management Journal*, 51(4), 723-743.
- Jensen, M., & Roy, A. (2008). Staging Exchange Partner Choices: When Do Status and Reputation Matter? *Academy of Management Journal*, 51(3), 495-516.
- Julian, S. D., Ofori-Dankwa, J. C., & Justis, R. T. (2008). Understanding Strategic Responses to Interest Group Pressures. *Strategic Management Journal*, 29(9), 963-984
- Kang, H, Cheng, M. & Gray, S. J. (2007). Corporate Governance and Board Composition: diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance*, 15(2), 194-207.
- King, B. G., & Whetten, D. A. (2008). Rethinking the Relationship between Reputation and Legitimacy: A Social Actor Conceptualization. *Corporate Reputation Review*, 11(3), 192-207.
- Labianca, G., & Brass, D. J. (2006). Exploring The Social Ledger: Negative Relationships and Negative Asymmetry in Social Networks in Organizations. *Academy of Management Review*, 31(3), 596-614.
- Lange, D., Lee, P. M., & Dai, Y. (2011). Organizational Reputation: A Review. *Journal of Management*, 37(1), 153-184.
- Lin, N. (2001). *Social Capital*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Love, E. G., & Kraatz, M. (2009). Character, Conformity, or The Bottom Line? How and Why Downsizing Affected Corporate Reputation. *Academy of Management Journal*, 52(2), 314-335.
- Heckman, J. J. (1979). Sample selection bias as a specification error. *Econometrica*, 47(1), 153-161.

- Mendes-da-Silva, W., Ferraz-Andrade, J. M., Famá, R., & Maluf Filho, J. A. (2009). Disclosure Via Website Corporativo: um Exame de Informações Financeiras de Governança no Mercado Brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 190-205.
- Mendes-da-Silva, W., Rossoni, L., Martin, D. L., & Martelanc, R. (2008). A Influência das Redes de Relações Corporativas no Desempenho das Empresas do Novo Mercado da Bovespa. *Revista Brasileira de Finanças*, 6(3), 337-358.
- Mizruchi, M. S. (1996). What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. *Annual Review of Sociology*, 22, 271–298.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Pastor, L., & Stambaugh, R. (2003). Liquidity Risk and Expected Stock Returns. *Journal of Political Economy*, 111(3), 642-685.
- Pfarrer, M. D., Pollock, T. G. & Rindova, V. P. (2010). A Tale of Two Assets: The Effects of Firm Reputation and Celebrity on Earnings Surprises and Investors' Reactions. *Academy of Management Journal*, 53(5), 1131-1152.
- Podolny, J. M. (1993). A Status-based Model of Market Competition. *American Journal of Sociology*, 98(4), 829-872.
- Procianoy, J. L., & Verdi, R. S. (2009). Adesão aos Novos Mercados da Bovespa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, 7(1), 107-136.
- Ribeiro Neto, R. M., & Famá, R. (2002). Uma Alternativa de Crescimento para o mercado de Capitais Brasileiro – O Novo Mercado. *Revista de Administração da USP*, 37(1), 29-38.
- Rindova, V. P., Williamson, I. O., Petkova, A.P., & Sever, J. M. (2005). Being Good or Being Known: An Empirical Examination of The Dimensions, Antecedents, and Consequences of Organizational Reputation. *Academy of Management Journal*, 48(6), 1033-1049.
- Rindova, V. P., Williamson, I. O., & Petkova, A.P. (2010). Reputation as an Intangible Asset: Reflections on Theory and Methods in Two Empirical Studies of Business School Reputations. *Journal of Management*, 36(3), 610-619.
- Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (2002). Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077-109.
- Silveira, A. M. (2006). *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade*. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance.
- Silveira, A. M., Barros, L., & Famá, R. (2006). Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 1-30.
- Silveira, A. M., Leal, R. P. C., Barros, L., & Carvalhal da Silva, A. L. (2009). A Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração da USP*, 44(3), 173-189.
- Walker, K. (2010). A Systematic Review of the Corporate Reputation Literature: Definition, Measurement, and Theory. *Corporate Reputation Review*, 12(4), 357–387.
- Wade, J. B., Porac, J. F., Pollock, T. G., & Graffin, S. D. (2006). The Burden of Celebrity: The Impact of CEO Certification Contests on Ceo Pay and Performance. *Academy of Management Journal*, 49(4), 643-660.
- Watts, D. J., & Strogatz, S. H. (1998). Collective Dynamics of “Small-World” Networks. *Nature*, 393(6684), 440-442.

ⁱ Fizemos também a avaliação da variável reputação sobre a probabilidade de uma empresa estar na listagem das mais admiradas, com defasagem de dois, três e quatro anos, apesar de relatarmos somente os resultados para a defasagem de um ano. Os resultados foram altamente significativos em todos os modelos ($p < 0,01$), ressaltando o caráter duradouro e recursivo da reputação.