

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

DIVINO MARTINS DE JESUS

**A INFLUÊNCIA DA REPUTAÇÃO CORPORATIVA NO CUSTO DE
CAPITAL DAS EMPRESAS**

**VITÓRIA
2020**

DIVINO MARTINS DE JESUS

**A INFLUÊNCIA DA REPUTAÇÃO CORPORATIVA NO CUSTO DE
CAPITAL DAS EMPRESAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Professora Dra. Silvania Neris Nossa

**VITÓRIA
2020**

DIVINO MARTINS DE JESUS

**A INFLUÊNCIA DA REPUTAÇÃO CORPORATIVA NO CUSTO DE
CAPITAL DAS EMPRESAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis na área de concentração de Contabilidade Gerencial.

Aprovada em 20 de Março de 2020.

COMISSÃO EXAMINADORA

Profa. Dra. SILVÂNIA NERIS NOSSA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. VALCEMIRO NOSSA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Profa. Dra. MARCIA JULIANA d'ANGELO
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Dedico este trabalho a meu avô adotivo, Sr. Ataíde Rodrigues de Oliveira, minha maior referência como pessoa, *in memoriam* e a minha esposa Elza e meus filhos Victor Ataíde e Vânia pelo apoio incondicional.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus, criador de todas as coisas, que por meio dos meus pais me concedeu o dom da vida e me sustentou de pé até aqui. A minha esposa, que sentiu muito a minha ausência, mas sempre procurou me convencer de que eu era capaz e orou muito para que eu obtivesse êxito na empreitada.

A todos os companheiros de caminhada da primeira turma de mestrado da FUCAPE em Cuiabá-MT, sobretudo ao Adriano, Eden, Ederaldo e Vanderléia, que foram fundamentais para o cumprimento meu objetivo.

A todos os meus professores, desde o ensino fundamental até o presente, pela valiosa contribuição para a construção do conhecimento.

Aos mestres Joaquim Alves Morais e Rui Barbosa Nestor, que há 40 anos me ensinaram os primeiros passos dentro do fantástico mundo da Ciência Contábil.

Menção especial aos Professores Doutores Poliano Bastos e Silvânia Neris Nossa, que nunca desistiram de mim e que me apoiaram e incentivaram mais do que eu merecia.

Por fim, a todos os professores da equipe da FUCAPE, que lecionaram para nossa turma e deram o melhor de si em prol da construção do conhecimento para o engrandecimento da nossa profissão. Destaco aqui as presenças marcantes da Professora Doutora Arilda Teixeira e dos Professores Doutores Felipe Ramos e Danilo Monte-Mor.

Que nosso Pai Supremo possa recompensar a todos.

RESUMO

O Objetivo desta pesquisa é verificar se existe relação entre o custo de capital e a reputação das empresas mensurada pelo *ranking* do MERCO – Monitor Empresarial de Reputação Corporativa. O tema é pouco explorado na área de contabilidade e finanças e no Brasil não foi encontrado estudo que relaciona de forma direta a reputação corporativa com o custo de capital. Também a metodologia inovadora utilizada pelo MERCO para a confecção do *ranking* foi preponderante para a escolha do tema. A base teórica utilizada leva em consideração o fato de que as empresas listadas no *ranking* do MERCO possuem elevada reputação corporativa. A pesquisa é composta por 897 observações referentes às empresas listadas na B3 nos anos de 2013, 2014, 2016 e 2017, no ano de 2015 o *ranking* não foi publicado. O primeiro teste objetivou verificar se as empresas ranqueadas pelo MERCO apresentam menor custo de capital em relação às demais empresas componentes da amostra e os resultados indicam que empresas ranqueadas pelo MERCO apresentam menor custo de capital do que as demais empresas . O segundo teste buscou verificar se a colocação/classificação das empresas dentro do *ranking* MERCO influencia no custo de capital, onde foram encontradas evidências de que o fato da empresa listada no *ranking* MERCO influencia no custo de capital, independentemente da posição. A contribuição deste estudo se dá num contexto em que devido às fontes escassas e onerosas de financiamento, conhecer o custo de capital e exercer uma gestão eficaz dos recursos disponíveis, são fatores preponderantes para a sobrevivência das empresas em um mercado competitivo.

Palavras-chave: Custo de capital; *Ranking*; Reputação Corporativa; B3; MERCO.

ABSTRACT

The objective of this research is to verify if there is a relation between the cost of capital and the reputation of de companies measured by MERCO – Monitor of Corporate Reputation. The subject is not so explored accounting area and finance and in Brazil not found a study that directly relates corporate reputation with the cost of capital. The theoretical basis used takes into account the fact that the companies listed in the MERCO ranking have a high corporate reputation. The survey consist of 897 observations to companies listed in B3, in the years 2013, 2014, 2016 and 2017, in 2015 the ranking was not published. The first test aimed to verify whether companies ranked by MERCO have lower capital cost compared to other component companies in the sample and the results indicate that companies ranked by MERCO have lower capital cost than those listed firms on B3. The second test sought to verify whether the placement/classification of companies within the MERCO ranking influences the cost of capital, where evidence was found that the position is not important, the most important is to bein the MERCO ranking.from the contribution of this study is due the scarce and costly sources of financing, knowing the cost of capital and exercising effective management of available resources are major factors for the survival of companies in a competitive market.

Keywords: Cost of capital; Ranking; Corporate reputation; B3; MERCO.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	8
2. REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1 A TEORIA DA DIVULGAÇÃO	18
2.2 A RELEVÂNCIA DA REPUTAÇÃO CORPORATIVA PARA AS EMPRESAS ..	22
2.3 CUSTO DE CAPITAL E REPUTAÇÃO CORPORATIVA	29
3. METODOLOGIA DE PESQUISA	33
3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA.....	33
3.2 COLETA DE DADOS	34
3.3 DESCRIÇÃO DO MODELO EMPÍRICO	34
4. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	40
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS.....	40
4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO	41
4.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS	48
REFERÊNCIAS.....	49
APÊNDICE.....	55

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

A evidenciação de informações contábeis pelas entidades tem sido fator preponderante para a continuidade das operações das empresas. A evidenciação dessas informações, seja por meio de divulgação voluntária ou compulsória, referente aos esforços ou ações que possam resultar em credibilidade junto ao meio no qual estão inseridas podem sinalizar para o mercado tom ar decisões que podem trazer vantagem competitiva tanto para as empresas envolvidas quanto para os investidores e fornecedores de capital..

Para Luca (1998), ao disponibilizar à sociedade informações ligadas a utilização de recursos, tanto humanos, quanto naturais, tecnológicos e financeiros, dentre outros, é condição mínima para que as entidades possam merecer respeito e credibilidade. É como uma troca em que, de um lado, a organização utiliza esses recursos, imprescindíveis à sua atuação e, de outro lado, a sociedade espera a prestação de contas. De acordo com o *Global Reporting Initiative* (2015), as organizações têm procurado tornar suas operações mais sustentáveis e transparentes, onde muitas, geralmente com frequência de um ano, prestam contas por meio de relatórios nos quais são evidenciadas medidas de desempenho, estabelecimento de objetivos e monitoramento das mudanças operacionais, objetivando fornecer informações aos diversos grupos de interesse sobre gastos com folha de pagamento, encargos sociais, participações nos resultados, gastos com controle ambiental, investimentos sociais internos e externos em cultura, educação, lazer e saúde entre outros.

Segundo Scharf (2004), empresas que buscam o sucesso por meio da sustentabilidade devem estar sempre atentas à necessidade de prestar contas à sociedade por meio de relatórios transparentes de sustentabilidade (anuais) abordando o desempenho socioambiental. Para esta autora, este relatório deve conter vários indicadores referentes ao desempenho social, ambiental e econômico, visando ampliar o diálogo com os *stakeholders*.

A Teoria da Divulgação tem sido objeto de discussão por diversos estudiosos, buscando esclarecer a influência da publicação de informações de cunho financeiro, visando entender, dentre outros aspectos, quais são as razões econômicas que justificam que determinadas informações sejam divulgadas, destacando-se as pesquisas de Coy, Dixon e Tower (1993), Lima (2007) e Braga, Oliveira e Salloti (2010).

Para Toms (2002) e Hasseldine et al. (2005), as empresas, ao divulgarem informações de cunho social e ambiental, sinalizam para o mercado que anseiam por melhorar sua reputação. Estas pesquisas são alicerçadas na Teoria da Sinalização, em que as empresas selecionam antecipadamente informações a seu próprio respeito para que sejam transmitidas ao seu público externo, buscando afetar de maneira positiva a sua própria imagem. De acordo com estes autores, as empresas, valendo-se de diferentes canais, interagem com os usuários, sinalizando a estes as suas ações a favor do meio ambiente e da sociedade na qual estão inseridas, obtendo como resposta a melhoria de sua reputação. Assim, as informações divulgadas pelas empresas são discricionárias e conseguem influenciar os usuários, levando-os a alterarem suas crenças quanto à atuação destas (Dalmácio, Lopes, Rezende & Sarlo, 2013).

Para Castro (2008), mesmo se tratando de um tema relevante, a Responsabilidade Corporativa (RC) passou a merecer maior atenção somente na década de 1990. Destarte, para este autor, o assunto é visto pelo mercado como relativamente novo, se apresentando, portanto, um campo fértil para pesquisas.

De acordo com Villafañe (2009, p.2) “[...] a reputação corporativa tem se convertido, para muitos especialistas, no último salto crítico dentro da história do *management* empresarial”, fazendo com que, de maneira crescente, a RC passe a ser considerada como um ativo importante e imprescindível para as organizações. Em recente divulgação pelo *Global Awareness Tracking 2005 de Accenture*, foram publicadas informações que colocam a RC em terceiro lugar como motivo de preocupação para 61% dos executivos de grandes empresas localizadas em oito diferentes países, dentre os mais desenvolvidos do mundo. A preocupação com a RC só é superada pela preocupação com a economia global, em torno de 75%, e por questões relacionadas à competência, que chegam a 71%.

A Responsabilidade Corporativa representa, objetivamente, o retorno positivo das ações implementadas pelas organizações em benefício da coletividade e do meio ambiente (Fombrun & Shamley, 1990). O retorno em forma de RC é o resultado da implementação, pela empresa, de ações que sejam capazes de motivar os colaboradores a darem o seu melhor, de incentivarem os consumidores a adquirirem seus produtos e serviços e, por conseguinte, os investidores que, cientes das boas práticas em favor dos colaboradores, da sociedade e dos clientes, optam pela aquisição das ações. Em razão de todos esses fatores envolvidos, passam as organizações a conviverem com o risco reputacional que, de acordo com Machado Filho e Zylbersztajn (2009), ocorre em razão da visão dos investidores com relação a

possibilidade que as empresas têm de perder ou de ganhar capital reputacional em seu dia a dia.

De acordo com Rêgo (2010), a RC é composta por diversos ingredientes associados à imagem de uma organização, dentre eles: cultura organizacional, ambiente de negócios pautado na ética, atendimento diferenciado, rigor na qualidade dos produtos e serviços, prática de preços justos, resultando, a médio e longo prazo, em uma posição sólida no mercado. Também contribuem para tal conquista a prática de responsabilidade social junto às comunidades onde se encontram estabelecidas, promovendo intervenções no meio ambiente e interagindo com as questões culturais, entre outros itens. No tocante à imagem há que se considerar os diferentes pontos de vista dos *stakeholders*, levando em consideração impressões individuais ou coletivas.

Rêgo (2010), defende que as empresas sempre foram compostas de dois lados, um que é mensurável e de fácil atribuição de valor, e outro, que é incorpóreo e se caracteriza pela dificuldade de mensuração em razão da subjetividade. Dentre os itens tangíveis são lembrados, por exemplo, os pontos de venda e seus produtos. Como intangíveis, o atendimento, a simpatia, a credibilidade, dentre outros elementos.

Para Rêgo (2010), é desta forma que as empresas têm sido avaliadas no contexto do ambiente corporativo, e tem sido verificada uma busca incessante quanto ao desenvolvimento de ferramentas capazes de mostrar com clareza os caminhos que a gestão deve tomar para que os investimentos financeiros se convertam em lucros.

Para esta autora, atualmente, o que se observa é um movimento diferente, no qual muitas pesquisas têm sido realizadas para encontrar mecanismos que possam contribuir para valorar de forma justa os intangíveis.

No final da década de 90, antes do surgimento do MERCO, Fombrun e Shanley (1990), realizaram uma análise empírica, na qual 292 empresas britânicas, segundo os critérios da Revista Fortune, foram classificadas como tendo elevada reputação. Estes autores encontraram evidências de que fatores como rentabilidade, crescimento, tamanho, risco e *performance* financeira se relacionam de forma notória com a RC. Na literatura nacional, apesar de não haver estudos que relacionam o efeito das empresas com reputação corporativa diretamente com custo médio de capital, verifica-se forte correlação entre RC e o custo do capital próprio, segundo os achados de Callegari, Gonçalves, Serrano e Rodrigues (2016), que estudaram as empresas listadas pelo ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) da B3, detentoras de elevados atributos de RC e encontraram evidências de uma considerável redução no custo de capital próprio de tais empresas. Na Mesma linha, o trabalho de Nakamura, Gomes, Antunes e Marçal (2006), estudando empresas detentoras do prêmio ABRASCA, que adotam níveis superiores de *disclosure*, detentoras de elevados atributos de RC e encontraram evidências negativas da associação do *disclosure* com o custo de capital destas firmas.

Em 2000, surgiu o MERCO, como opção inovadora para a formação de um *ranking* contemplando as cem melhores empresas do ano e, a partir de então, se constituiu em uma das mais respeitadas entidades na apuração anual da reputação das empresas, valendo-se de um método próprio e inédito objetivando ranqueá-las de forma ordinal.

Pelo exposto, a expectativa é que as empresas constantes no *ranking* MERCO apresentem custo de capital menor que as demais empresas, principalmente a longo prazo, dado que são classificadas no referido *ranking* em razão de sua boa reputação e por atuarem também em prol das sociedades nas quais estão estabelecidas.

Assim, a motivação do estudo, além do fato do tema RC ser pouco explorado na área contábil e de finanças, também se justifica pela inovação da metodologia utilizada pelo MERCO, uma vez que, até então, diversas pesquisas que examinaram o custo de capital utilizaram como proxy outras referências ou *rankings* originados de revistas especializadas, jornais ou periódicos, com objetivos mesclando interesses comerciais.

A pesquisa visa identificar se o custo de capital é impactado pela reputação das empresas listadas no *ranking* MERCO, comparando-as com aquelas que fazem parte da B3, apenas. Adicionalmente, o presente estudo visa averiguar também se a posição ocupada pelas empresas no referido *ranking* (que classifica as empresas de 1 a 100), pode ou não influenciar no custo de capital. Desta forma, neste estudo tem-se o grupo de tratamento formado pelas empresas classificadas no *ranking* MERCO e as demais empresas da B3, que não constam no *ranking* MERCO, que fazem parte do grupo de controle, buscando resposta para a questão de pesquisa: o fato das empresas estarem listadas no *ranking* MERCO exerce influência sobre o seu custo de capital, se comparadas àquelas que não fazem parte do *ranking* MERCO?

Diante deste contexto, emerge-se a hipótese: é de se esperar que as empresas que fazem parte do *ranking* MERCO, independentemente do tempo de permanência (anos) e da posição ocupada no referido *ranking* apresentem menor custo médio ponderado de capital, quando são comparadas às empresas listadas na B3, apenas.

Neste estudo as empresas classificadas na posição 1 são consideradas as empresas com melhor reputação enquanto empresas classificadas em 100 têm pior reputação, conforme MERCO. Os resultados encontrados vieram ao encontro da hipótese formulada, pois foram encontradas evidências de que as empresas ranqueadas pelo MERCO apresentam menor custo de capital. A empresa que está

entre as melhores ranqueadas no Merco e a empresa que está entre as piores ranqueadas têm custo de capital reduzido em comparação às empresas que não estão no *ranking*

Sabe-se que a aferição adequada do custo de capital esbarra sempre em limitações, portanto esta busca requer um mínimo de prudência. Com base nos resultados encontrados, acredita-se que estes possam contribuir subsidiando adequadamente a avaliação de empresas, a análise da performance financeira, a análise investimentos, a gestão estratégica e a sustentabilidade nas organizações.

Este artigo está estruturado no seguinte formato: na seção 2, a seguir, é apresentado o embasamento teórico que deu sustentação e origem aos modelos propostos. A seguir, na seção 3, apresentam-se os procedimentos metodológicos utilizados para, posteriormente, na seção 4, serem apresentados e discutidos os resultados. As conclusões do estudo, suas limitações e novas propostas para futuros estudos são elencadas na 5ª seção. Por fim, são relacionadas as referências bibliográficas.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O MERCO

O surgimento do MERCO (Monitor Empresarial de Reputação Corporativa) criado no ano 2000, parece bastante oportuno, porque abrange empresas de todos os portes, ramos de atividade e com presença nos mais diversos países do mundo.

O *Instituto Análisis e Investigación*, entidade responsável pela elaboração do MERCO, com sede na Espanha, é um monitor de referência no mundo. Trata-se de um instrumento de avaliação reputacional, sendo o único monitor no mundo a utilizar uma metodologia *multistakeholder*, presente em 11 países entre Europa e América Latina, que trabalha a partir de cinco avaliações e onze diferentes fontes de informação. Além do ranking das empresas, o MERCO elabora outros cinco *rankings*: MERCO Líderes, MERCO Responsabilidade e Governança Corporativa, MERCO Talento, MERCO Consumo e MERCO MRS (Monitor de Reputación Sanitária). No Brasil, o MERCO consolidou-se como o primeiro *ranking* euro-americano de reputação, mas se trata de uma referência global para o assunto. No Brasil o MERCO é parceiro do IBOPE (Instituto Brasileiro de Opinião Pública e Estatística) para a realização do *ranking*, que teve sua primeira edição em 2013 e posteriormente em 2014, 2016 e 2017.

De acordo com o Instituto *Análisis e Investigación*, outro diferencial é que o MERCO é totalmente independente, tanto que é o primeiro monitor empresarial auditado no mundo, sendo que, seu processo de elaboração e seus resultados são objeto de auditoria independente pela KPMG, um dos quatro maiores escritórios de auditoria do mundo, que faz parte do seleto grupo conhecido como *big four*.

O Instituto *Análisis e Investigación* enfatiza a questão da transparência, pois todos os critérios de ponderação são públicos e disponíveis para consulta e sua metodologia de avaliação é considerada a mais completa e uma das mais rigorosas do mundo em razão da quantidade de fontes de informação consultadas, conforme Tabela 1.

TABELA 1: SEGMENTOS RESPONDENTES DO QUESTIONÁRIO MERCO

Número	Fontes de informação/Grupo respondente	Percentual
01	Comitês de direção	33%
02	Analistas financeiros	6%
03	ONGs	4%
04	Sindicatos	4%
05	Membros de associações de consumidores	4%
06	Jornalistas de informes econômicos	6%
07	Consultores de empresas	4%
08	Gestores de mídia	4%
09	Consumidores	10%
10	Pessoas/talentos	10%
11	Avaliadores de méritos	15%

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do MERCO (2016).

Conforme apresentado na Tabela 1, o MERCO tem por objetivo valorar as onze facetas que contribuem para a reputação de uma empresa. Para isso o Instituto *Análisis e Investigación* utiliza um processo estruturado em diversas etapas, com o objetivo de tabular os dados procedentes das diferentes fontes de informação, cujo resultado final é um índice que serve como base para a confecção do *ranking*, que é publicado anualmente.

O *ranking* MERCO de 2016, realizado pelo Instituto *Análisis e Investigación*, onde a pesquisa iniciou com o envio dos questionários *on line* a todos os respondentes cadastrados na base de dados previamente elaborada. Interessante salientar que há uma facilitação aos respondentes, disponibilizando os questionários contemplando o método preferido por estes.

Na recepção pelo *Instituto Análisis e Investigación*, dos questionários respondidos, todos são submetidos a um rígido controle de validade, visando evitar o aproveitamento de questionários que contenham irregularidades ou que tenham sido respondidos por pessoas não registradas na base de dados.

As etapas de avaliação do *ranking* MERCO, são assim realizadas:

- 1) De acordo com Manuel Sevillano, diretor global do MERCO, a metodologia de avaliação inclui cinco ondas de avaliação. A seleção parte de uma entrevista com membros da alta direção de empresas com faturamento superior a U\$ 40 milhões/ano, que apontam 10 companhias com melhor reputação no ano que se finaliza. Para cada empresa escolhida, sinalizam três fortalezas e uma fraqueza entre dezoito variáveis que consideram resultados econômicos e financeiros, qualidade da oferta comercial, talento, ética e reponsabilidade corporativa, dimensão internacional e inovação. Esses são os atributos utilizados para traçar o perfil de reputação das empresas. (MERCO, 2019)
- 2) A partir dos resultados levantados pela equipe de campo do Instituto *Análisis e Investigación*, se extrai um *ranking* provisório, que é enviado em ordem alfabética a seis amostras de especialistas (analistas financeiros, ONGs, Associações de Consumidores e usuários, Sindicatos, Jornalistas de informação econômica e catedráticos da área empresarial).
- 3) São incorporados os resultados de *MERCO Tracking*, com a perspectiva do consumidor feita pelo IBOPE em todo o território nacional.
- 4) Finalmente, é feita uma avaliação direta por parte dos técnicos do Instituto *Análisis e Investigación*, responsável pelo trabalho de campo.

Somente após cumpridas todas essas etapas é que o *ranking* finalmente é divulgado. Antes do surgimento do MERCO, os estudos sobre RC consideravam como *proxies* de reputação corporativa diversos outros *rankings* divulgados em revistas especializadas e outros informativos, dentre eles: as empresas mais admiradas do Brasil, as mais valiosas marcas brasileiras, as 500 empresas campeãs de vendas no Brasil, as 100 empresas com maior valor de mercado do Brasil, As maiores e melhores segundo a Revista Exame, empresas listadas no ISE da B3, empresas listadas na Revista Carta Capital, as empresas com maior sustentabilidade de acordo com a mídia e as 100 maiores de capital aberto, entre outros.

Mas havia uma lacuna nas bases de dados, conforme se verifica na pesquisa de Cruz e Lima (2010), na qual fica evidente a dificuldade para encontrar a *proxy* adequada para representar a reputação das empresas brasileiras, chegando a citar o índice ISE com certo tom crítico porque, para estes autores, o ISE é cópia fiel do índice *Dow Jones*. Desta forma, as pesquisas realizadas anteriormente ao surgimento do MERCO, para estes autores, careciam de um índice mais preciso e confiável.

Assim, para Pinto (2016), o surgimento do Monitor de Reputação MERCO, que começou a ranquear as empresas com operações no Brasil a partir de 2013, veio como opção para as pesquisas relacionadas ao tema reputação. Daí em diante começaram a surgir novas pesquisas ligadas ao tema reputação.

2.2 A TEORIA DA DIVULGAÇÃO

Para Coco (2000), a ideia da sinalização tem sido utilizada nos mais diversos cenários do ambiente econômico, nos mais diversos segmentos, dentre outros, em processos industriais, mercado de capitais, propagação de modelos de política

econômica, onde os diversos componentes de uma transação emitem sinais que possibilitam ao mercado uma espécie de depuração e segregação entre as partes envolvidas em um contrato.

Para Lima (2007), os relatórios publicados pelas empresas não devem conter apenas informações obrigatórias, mas devem também contemplar informações voluntárias, tendo em vista que o mercado entende que a divulgação de informações feita voluntariamente sinaliza maior transparência aos *stakeholders*.

Já Goulart (2003, p. 60), defende que a transparência, para ser garantida, necessita que as empresas divulguem tanto informações positivas como negativas, o que pode contribuir para que o mercado aceite melhor os resultados negativos, desde que apresentem sólidos fundamentos técnicos. Para este autor, o item transparência possibilita que os usuários tomem suas decisões isentas de viés.

Kirmani e Rao (2000), entendem que os sinais são atitudes implementadas por um dos participantes de determinada transação onde é revelado o seu tipo, seus riscos, suas vantagens e seus diferenciais. Os autores também consideram que a sinalização da qualidade pode se dar de várias formas, dentre elas, as marcas, a reputação, o preço praticado e os gastos com propaganda.

Spence (1973), precursor da teoria da sinalização, inicialmente a aplicou nos ambientes de trabalho. O autor, inicialmente valeu-se do raciocínio de Jonh Hasany, onde propôs uma forma de associar a teoria dos jogos com a assimetria de informações. Para tanto, utilizou como referência o nível de educação dos trabalhadores, visto como um sinal de qualidade pelos empregadores, fato que poderia resultar em maior produtividade por parte dos indivíduos. Para ele, o alcance desta qualidade traz intrínseco um custo, tanto no aspecto monetário como no aspecto físico, porque demanda um dispêndio de tempo para as aulas e para leitura.

Mencionando o mercado financeiro, Stadler e Castilho (1997), defendem que a sinalização se dá sob dois diferentes ângulos: para o gestor, consciente do valor do seu negócio e que deseja sinalizar esta condição para o mercado almejando alcançar um preço ótimo para suas ações; e, para o mercado, em que tal sinal serve para demonstrar a capacidade de solvência da firma, incentivando seus gestores a perseguirem sempre os menores níveis de endividamento.

Quanto a divulgação de informações de caráter socioambiental, de acordo com Gray e Bebbington (2001), o tema tem ganhado grande importância e tem se firmado como uma das maiores manifestações por parte das empresas quanto à interação com o meio ambiente, e tal notabilidade se dá, sobretudo, quando a divulgação ocorre de forma voluntária. Em sua pesquisa, Epstein (2003), destaca o aumento do número de empresas que elaboram relatórios socioambientais, mas entende que a qualidade das informações prestadas não tem aumentado no mesmo ritmo. Este autor alerta quanto à necessidade do aumento da transparência e do aprimoramento da qualidade do *disclosure*. Assim, com base na literatura, espera-se que a inclusão do nome das empresas no *ranking* MERCO, possa ser vista pelo mercado como um sinal positivo.

Para Fombrun e Van Riel (1997), em um mundo onde a comunicação é extremamente veloz e pontual e onde os consumidores estão cada vez mais conscientes e exigentes, a interação entre as entidades e os diversos *stakeholders*, é benéfica e necessária. A reputação é oriunda das imagens formadas sobre as empresas pelos mais diversos interessados, tanto no que se refere a fatores positivos, como a fatores negativos.

Recentemente a divulgação de condutas supostamente ilícitas envolvendo grandes corporações como a Enron, Worldcom, Nike, Exxon Valdez, entre outras, tem despertado consumidores e investidores de todo o mundo.

Para Balmer e Gray (2003), a comunicação corporativa é o canal apropriado para que os *stakeholders* construam a identidade das empresas, formando assim sua imagem e reputação, fortalecendo a demanda crescente pela divulgação das ações implementadas por tais empresas.

Apresenta-se a seguir um quadro contemplando alguns dos principais estudos sobre a teoria da divulgação com seus respectivos resultados.

Autores	Objetivo	Metodologia/local do estudo	Resultado
Coco (2000)	Verificar se a entrega de informações colaterais pode minimizar o problema da assimetria de informações.	Estudo das garantias oferecidas ao mercado como elementos para proporcionar a eliminação da escassez de oferta de crédito, proporcionando nível ideal de obtenção de empréstimos e investimentos.	A sinalização ao mercado minimiza a assimetria e indica maior comprometimento do empresário, resultando em maior confiança por parte do mercado.
Lima (2007)	Investigar a relação entre o nível de <i>disclosure</i> voluntário e o custo de capital de terceiros.	Brasil – Análise de dados em painel com regressão multivariada utilizando 23 companhias abertas, período de 2000 a 2004 para o <i>disclosure</i> e de 2001 a 2005 para o custo de capital	O nível de <i>disclosure</i> voluntário possui relação inversa com o custo de capital de terceiros. Quanto maior o nível de <i>disclosure</i> , menor o custo de capital.
Goulart (2003)	Verificar a relação do grau de evidenciação por parte de instituições financeiras atuantes no Brasil quanto a questões relativas ao risco de mercado.	Brasil – Por meio da análise dos relatórios anuais de bancos com atuação no Brasil, de 1997 a 2002.	A evidenciação bancária no mercado doméstico apresentou indicadores modestos de evolução na área de riscos, porém, quanto a transparência, o nível foi incipiente, se comparado ao sistema financeiro internacional.
Kirmani e Rao (2000)	Buscar evidências que a assimetria de informações entre compradores e vendedores dificulta a relação entre as partes.	Revisão crítica da literatura existente sobre a sinalização da qualidade não observável do produto	Organizações que oferecem produtos de qualidade se diferenciam no mercado por meio da sinalização eficaz.
Spence (1973)	Associar a teoria dos jogos com a assimetria de informações, buscando verificar se o nível de educação do trabalhador pode ser visto como sinal de qualidade.	Estudou sobre o poder da educação, experiência de trabalho, raça, sexo, cor e outras particularidades observáveis como diferenciais para os indivíduos, na visão do mercado de trabalho.	Encontrou correlação positiva entre a educação e a melhoria dos rendimentos dos empregados em razão da confiança dos empregadores quanto aos empregados com maior nível de educação, por conta da melhoria de suas habilidades em

			interpretar sinais e índices.
Stadler e Castilho (1997)	Analisar a relação entre o <i>disclosure</i> voluntário de informações e a melhoria do desempenho econômico/financeiro	Brasil – Empresas listadas na B3. Aplicação de regressão de dados em painel com amostra de 45 empresas relacionadas nos anos de 2013, 2014 e 2015	O <i>disclosure</i> voluntário apresenta relação positiva com alguns indicadores econômico-financeiros de criação de valor para as empresas.
Gray e Bebbington (2001)	Analisar a relação entre a publicação de relatórios ambientais de forma voluntária e a confiança dos <i>stakeholders</i> .	Estudou questões voltadas ao meio ambiente e ao social, buscando verificar se há interesse por parte da contabilidade ambiental, levando em conta os altos custos para produzir os relatórios.	Apesar dos custos elevados quanto a evidenciação voluntária de informações, dentre os benefícios trazidos à empresa destaca-se a confiança dos <i>stakeholders</i> .

Quadro 1: Estudos sobre a teoria da divulgação com seus resultados

Fonte: Próprio autor.

2.2 A RELEVÂNCIA DA REPUTAÇÃO CORPORATIVA PARA AS EMPRESAS

Estudos sobre o tema Reputação Corporativa (RC) tem sido realizados há algumas décadas, mas, foi a partir da década de 90 que passou a despertar maior interesse por parte de pesquisadores das mais variadas áreas do conhecimento, passando pela sociologia, pela estratégia, pela teoria das organizações, pela economia como também pela contabilidade (Fombrun & Van Riel, 2007).

Para Walker (2010), em razão da grande diversidade de áreas que se dedicam a estudar o tema, existem doze teorias que embasam tais estudos, sendo elas: (i) a minimização dos riscos para os detentores do capital; (ii) facilitação junto ao mercado de capitais para obter recursos destinados a alavancagem de novos projetos em razão do bom relacionamento com o mercado; (iii) captação de recursos a taxas menores; (iv) conquista e retenção de novos clientes; (v) atração e retenção dos melhores profissionais, que resulta em maior produtividade; (vi) alto nível de vendas; (vii) negociação vantajosa no mercado, com poucas chances de ocorrência de litígios; (viii)

chances reais para a prática do preço ótimo; (ix) valor de mercado superior; (x) indicadores ROA, ROE e EBITDA sinalizando alto desempenho; (xi) persistência do nível de lucros e (xii) baixo nível de endividamento.

Para Whetten e Mackey (2002), RC é o retorno para a empresa, das partes interessadas, relacionando-se com a credibilidade que esta demonstra. A RC é relativamente estável, porque leva tempo para ser construída, torna-se difícil que apenas uma medida seja capaz de capturar as diversas percepções acerca do tema.

Visando equalizar esta questão, Fombrun (1996) propõe que a RC pode ser aferida por meio de uma parcela representativa de diversas partes interessadas e a condição é que esta aferição seja realizada fazendo uso de critérios relevantes.

Diante da pluralidade de áreas que têm se dedicado a estudar o tema RC, cada uma com objetivos distintos, surge a possibilidade da divisão destes estudos sob dois pontos de vista abrangentes, sendo o primeiro sob o olhar da filosofia, que se propõe a definir o que é reputação e quais os constructos que devem ser levados em conta para sua formação, e a segunda corrente, que se propõe a medir a reputação por meio do impacto financeiro causado às organizações (Lloyd, 2007).

Na visão dos que defendem a RC como geradora de vantagens para as organizações, uma elevada RC passa para o mercado uma boa imagem da empresa, convertendo-se em dez vantagens distintas, sendo que, dentre estas, ao menos quatro são de cunho financeiro, a saber: (i) minimização dos riscos para os detentores do capital; (ii) facilitação junto ao mercado de capitais para obter recursos destinados a alavancagem de novos projetos; (iii) captação de recursos a taxas menores; (iv) baixo nível de endividamento (Fombrun & Van Riel, 2007; Caminiti, 1992; Dowling, 1986; Brown, 1997; Deephouse, 1997; Fombrun, 1996; Mcmillan & Joshi, 1997; Roberts & Dowling, 2002; Rossoni & Guarido Filho, 2015).

Segundo Bazanini, Ferreira, Bazanini e Silva (2013, p.2), a RC como geradora de vantagem competitiva ganhou destaque nas duas últimas décadas em razão do fenômeno da globalização onde, para que a comunicação das organizações com o mercado ocorra de maneira favorável, alguns elementos são indispensáveis, tais como a credibilidade, a confiabilidade, a reponsabilidade e a probidade. Portanto, a RC de uma empresa faz parte dos bens intangíveis, mas gera resultados palpáveis (Macêdo et al., 2011).

Os recursos escassos e o alto custo do capital de terceiros são fatores que contribuem para a necessidade de maior atenção e cuidado por parte dos gestores quanto ao custo dos financiamentos. Tais cuidados fazem crescer a importância da rentabilidade e da estrutura de capital dentro das organizações. De acordo com Catapan e Catapan (2006), para que se alcance êxito na utilização do capital faz-se necessário encontrar a proporção adequada entre a soma de recursos próprios e a soma de recursos de terceiros à disposição das organizações.

A estrutura de capital, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007), é definida pela proporção de financiamento das atividades das empresas, levando em conta o conjunto dos títulos utilizados, representados graficamente por meio do Balanço Patrimonial onde, no grupo passivo circulante apresentam-se os recursos oriundos de terceiros a curto prazo, no grupo passivo exigível a longo prazo apresentam-se os recursos de terceiros a longo prazo e no grupo patrimônio líquido, onde são apresentados os recursos próprios da empresa. De acordo com estes autores, alcançar o equilíbrio entre estas três fontes, tem sido objeto de constantes investigações acadêmicas, visando atingir a melhor equação.

Na visão de Dowling (2001), as vantagens conquistadas pelas empresas que apresentam boa RC, causam impacto positivo nos resultados, sobretudo porque o

prestígio e a marca consolidada diante do mercado e dos *stakeholders* servem de base para atravessar momentos de crise.

Em pesquisa realizada em 2008 pela *Harris Interactive*, apurou-se que 71% dos consumidores estadunidenses entendem que a reputação das empresas do país se posiciona entre as piores. Foram aplicados vinte mil questionários *on line* junto aos consumidores, onde buscou-se avaliar as sessenta empresas detentoras do mais alto grau de visibilidade no mercado. De acordo com a pesquisa, gigantes como a Google, 3M e Coca-Cola, figuraram entre as dez mais bem pontuadas, enquanto outras, também gigantes, como GM, Ford e Shell, figuraram entre as piores. Vale ressaltar que a realização da pesquisa (edição do *Harris Interactive Reputation Quotient*) ocorreu pouco tempo antes do início da crise mundial da economia, cujo início se deu nos EUA.

Um ponto interessante a se destacar nesta pesquisa é que diversos trabalhos têm sido realizados, sempre associando RC e desempenho empresarial e tendo como referência as revistas e institutos mais conceituados e com grande credibilidade nos países de primeiro mundo, sobretudo nos EUA, em vários países da Europa e no Japão, todos eles, detentores de economias sólidas, com a presença maciça das grandes corporações do planeta em seus territórios e detentores de elevado grau de entendimento em relação a informação contábil.

Para Hall Jr. e Lee (2014), apesar de existir na literatura, amparado por diversos trabalhos que comprovam empiricamente a relação entre elevada RC e desempenho financeiro superior, estes autores alertam o mercado para o fato de que a associação de elevada RC com desempenho financeiro superior tem sido verificada em pesquisas que têm como base empresas norte-americanas e empresas estabelecidas na Europa

e que, nos países fora desse universo, as pesquisas são ainda incipientes e necessitam de ampliação.

Sabate e Puente (2003), aprofundaram-se nas pesquisas que buscam associar empiricamente RC positiva e melhor desempenho financeiro e encontraram que: nos EUA, a associação da RC positiva é mais ligada ao desempenho financeiro. Já, nos países Europeus, as variáveis de cunho financeiro dão lugar às variáveis sociais. Em razão de ser algo relativamente novo, é de se esperar que a RC também seja objeto de estudo em locais onde o processo de instalação de grandes empresas ou de suas subsidiárias esteja sendo implementado recentemente. Assim, Mitra, Green e Dutra (2013), verificaram que há uma forte tendência em promover estudos sobre RC nos países emergentes, em razão do aumento da influência que estes têm alcançado em relação à economia global. Na mesma linha, Newburry e Soleimani (2010), encontraram que, estudos sobre RC em países de terceiro mundo são escassos e destacam ainda que tais estudos, apesar de poucos, têm sido mais recorrentes na China, ficando os países da América Latina para segundo plano.

Góis (2015) pesquisou sobre a relação entre a RC e a geração de riqueza nas empresas componentes do índice da B3 e chegou à conclusão que a RC impacta positivamente a criação de riqueza.

Em seus estudos, Pinto, Freire e Santos (2016), buscaram comparar o retorno das ações das empresas ranqueadas pelo MERCOSUL com o retorno das ações das empresas listadas no ISE da B3, visando apurar se há diferença significativa entre os valores encontrados para estes dois grupos que possuem, de acordo com o mercado, elevada RC, e chegaram à conclusão de que as ações de empresas ranqueadas pelo MERCOSUL, possuem maior retorno.

Balmer e Gray (2003) defendem que o quadrilátero identidade corporativa, comunicação corporativa, imagem corporativa e reputação corporativa é indissociável e é por meio da prática, manutenção e divulgação desses elementos que as organizações mantêm a vantagem competitiva.

Ferreira, Medeiros Silva (2015), analisaram a influência das reportagens veiculadas na mídia em relação à posição ocupada pelas empresas brasileiras listadas no *ranking* MERCO e concluíram que estas reportagens afetam a posição no *ranking*, sobretudo quando mostram os escândalos, desvios de recursos, maus resultados financeiros e notícias ambientais, tanto positivas quanto negativas. Em pesquisa similar, Lima, Domingos, Vasconcelos e Rebouças (2015), se propuseram a avaliar se há relação entre a RC, associada às *proxys* qualidade da governança corporativa e índice de sustentabilidade das maiores empresas brasileiras de capital aberto do Brasil e encontraram evidências que se a RC for analisada sob o ponto de vista da sustentabilidade, não há relação com a qualidade da governança corporativa.

Numa visão fundamentalista, com base nos números disponibilizados pelas empresas, Rossoni e Guarido Filho (2015), analisaram se o nível de *disclosure* voluntário pode ser influenciado pela governança corporativa e encontraram que empresas que demonstram os mais altos níveis de RC são aquelas que adotam a prática de elevados índices de divulgação de ações sociais e ambientais, o que pode ser verificado observando-se, por exemplo, o indicador de desempenho ROA, e concluíram que estes estão positivamente associados a RC, ou seja, quanto maiores, maior a RC da empresa. Já, Cardoso, Luca e Gallon (2014) se propuseram a estudar a questão da comunicação das empresas com o mercado, analisaram se a reputação corporativa influencia o nível de *disclosure* voluntário das empresas e concluíram que empresas com melhor reputação são aquelas que apresentam elevados níveis de

disclosure social e ambiental, inclusive aquelas que se posicionam sobre externalidades negativas, indicando que a boa reputação corporativa incentiva a prática da divulgação voluntária de informações socioambientais.

Tentando estabelecer relação entre fatores tangíveis e intangíveis, Pinto (2016), se propôs a responder se a RC pode ser afetada pelos indicadores de desempenho. Para tanto tomou como base os estudos de Fombrun e Shanley (1990), que apontam que uma boa RC tem associação positiva com a performance financeira superior. Chegou a um resultado contrário ao que era esperado, porque encontrou evidências de que uma boa *performance* financeira não aumenta o índice de RC, mas uma RC elevada é que proporciona melhores condições para uma boa *performance* financeira.

Autores	Objetivo	Metodologia/local do estudo	Resultado
Whetten e Mackey (2002)	Estudar as diferentes necessidades organizacionais das empresas.	Utilizaram analogia afirmando que a identidade seria uma autobiografia da empresa promovida por seus gestores.	Encontraram que as organizações podem apresentar diversas identidades ao mesmo tempo, rejeitando-se a ideia de durabilidade e uniformidade.
Fombrun (1996)	Aferir a R.C das empresas por meio de representantes das partes interessadas.	Estudo da comunicação corporativa como forma de fortalecer a R.C em termos de aferição, conhecimento e estima por parte dos grupos de relacionamento.	R.C é o resultado das ações passadas da empresa, bem como de sua visão de futuro, se comparada a outras, podendo converter-se em vantagem intangível.
Bazanini et al (2013)	Trazer características da implantação e gestão de programas de Responsabilidade Social em duas IES da grande São Paulo.	Pesquisa exploratória com emprego de entrevistas junto aos gestores das IES.	Encontraram que as IES se valem de ações de Responsabilidade Social como elemento estratégico para a geração de vantagem competitiva.
Schaiger (2004)	Estudar a relação entre R.C e a Responsabilidade Social Corporativa na visão dos <i>stakeholders</i> .	Pesquisa baseada em amostra composta por 7.129 clientes e 679 funcionários de 4 bancos nacionais.	Encontrou forte relação entre os constructos para os dois grupos onde, empresas que não assumem postura socialmente responsável não conseguem construir boa R.C.

Roberts e Dowling (2002)	Estudar o impacto da R.C. no desempenho organizacional das empresas.	Estudo de amostra formada pelas empresas componentes do <i>ranking</i> das empresas mais admiradas, da Revista Fortune.	Encontraram correlação entre R.C e desempenho persistente.
--------------------------	--	---	--

Quadro 2: Estudos sobre reputação corporativa com seus resultados
Fonte: Próprio autor.

2.3 CUSTO DE CAPITAL E REPUTAÇÃO CORPORATIVA

Para Schroeder, Clark e Cathey (2016), o custo de capital das firmas é definido pelo resultado da equação entre o valor de recursos próprios e o valor de recursos de terceiros envolvidos na estrutura. Modigliani e Miller (1958), em seu trabalho pioneiro, concluíram não haver relação atribuída quanto a combinação entre capital próprio e de terceiros, exceto quanto ao benefício gerado pela dedutibilidade dos impostos.

De acordo com Copeland (2000, p. 220), o custo do capital é dado pelo percentual mínimo de resultado que a empresa necessita auferir por meio de suas operações, o que corresponde a uma remuneração mínima que precisa ser alcançada para que sejam mantidos de maneira satisfatória o valor das ações e a continuidade do negócio, bem como garantir seu crescimento de forma sustentável. Para Copeland (2000, p. 220), o *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, ou custo médio ponderado de capital, corresponde ao mecanismo utilizado para trazer a valor presente os fluxos de caixa estimados para o tempo futuro, mediante aplicação de determinada taxa de remuneração, geralmente aquela pretendida pelo detentor do capital. Estes valores futuros, uma vez convertidos a valor presente são disponibilizados a todos os investidores.

Na literatura internacional foram encontradas evidências da relação entre o custo de capital e fatores que podem levar os analistas a entenderem como corretas determinadas atitudes das empresas. Botosan (1997) analisou a associação entre o

custo de capital e o nível de divulgação de informações e encontrou que, dentre as firmas menos reportadas pelos analistas, ocorre maior nível divulgação, apresentando forte associação com um menor custo de capital. Por sua vez, as firmas mais reportadas, não apresentaram evidências de tal associação. Em estudo mais recente Botosan e Plumlee (2001), reexaminaram a questão e encontraram que há uma associação negativa entre o custo de capital e o nível de *disclosure* anual, mas, no caso de empresas com *disclosure* tempestivo, a associação se apresentou positiva, o que vem ao encontro dos que defendem os administradores das empresas que entendem que informações divulgadas ao mercado de maneira mais tempestiva, contribuem para aumentar o custo de capital.

Já Hail (2002), valendo-se de procedimento semelhante, analisou 73 firmas suíças não atuantes no setor financeiro e encontrou forte associação negativa, com alto grau de significância, entre o custo de capital e o nível de *disclosure*. Chen, Chen e Wei (2003), se propuseram a analisar, sob uma outra visão, a relação do custo de capital com o nível de *disclosure*. Eles acrescentaram outros indicadores relacionados à governança corporativa e encontraram que o *disclosure*, bem como os indicadores de governança corporativa não relacionados ao *disclosure* contribuem para a diminuição do custo de capital.

Francis, Khurana e Pereira (2003), diversificaram a amostra e se propuseram a estudar diversas empresas estabelecidas em 34 diferentes países, atuantes em 18 setores industriais, com o intuito de verificar se fora dos EUA há relação entre o nível de *disclosure* voluntário e a necessidade de fontes externas de financiamento, onde foi verificada correlação positiva entre as variáveis estudadas, porque as empresas com altos níveis de *disclosure*, apresentam custo de capital menor.

Estudando o mercado brasileiro, Fernandes (2012) encontrou evidências de que o *disclosure* não afeta o custo de capital. Por sua vez, Cazzari e Lima (2012) estudaram as empresas participantes do Índice de Carbono Eficiente e encontraram que, para estas organizações, o fato de participarem do referido índice não afeta o custo de capital.

Para Lima (2009), o fornecedor do capital, sabendo da transparência da empresa, consegue avaliar melhor os riscos envolvidos e, supondo que empresas mais transparentes oferecem menor risco, fornece o capital a um custo menor. Assim, para este autor, uma elevada RC resulta em menor taxa de juros associada a remuneração do capital de terceiros.

Em seus estudos, Roberts e Dowling (2002) encontraram evidências de que uma elevada RC exerce influência positiva no desempenho financeiro. Assim, identificaram que empresas com altos níveis de RC conseguem auferir e sustentar bons níveis de lucro ao longo do tempo.

Pelo fato do MERCO representar uma nova proposta metodológica para a medição da RC, espera-se que a presença das empresas no referido *ranking* possa contribuir para a redução do custo médio ponderado de capital de tais empresas. Neste sentido, em diversos estudos similares, tem se atribuído a redução do custo de capital a fatores como a divulgação de relatórios de sustentabilidade, relatórios sobre responsabilidade social e sobre boas práticas de Governança Corporativa (Botosan, 1997; Hail, 2002; Francis, Khurana & Pereira 2005; Jandik & MC Cumber, 2013).

Quanto a RC, analisando empresas ranqueadas pela Revista Dinheiro, sob o título “As melhores da Dinheiro”, Callegari, Gonçalves, Serrano e Rodrigues (2016) encontraram que empresas com elevado índice de evidenciação social tendem a apresentar menor custo de capital próprio, o que indica que a realização de boas

práticas sociais influenciam positivamente o conceito de capital reputacional das empresas e que a redução de risco resulta em menor custo de capital próprio, sendo considerado relevante, porque vai ao encontro dos achados de Fombrun (1996), que relaciona RC a um menor custo de capital.

Levando-se em conta que o *ranking* MERCO classifica as empresas que ocupam as cem primeiras posições anualmente (de 1 a 100) segundo a métrica da RC, espera-se que as empresas ranqueadas apresentem menor custo médio ponderado de capital, se comparadas àquelas constantes da B3, apenas, originando assim a hipótese de pesquisa:

H1: Empresas ranqueadas no MERCO apresentam menor custo de capital.

Complementarmente, levando-se em consideração a classificação das empresas no MERCO (de 1 a 100), segundo a métrica da RC e considerando-se uma divisão em dois grupos sendo: Empresas classificadas nas melhores posições (de 1 a 50) e empresas classificadas nas piores posições (de 51 a 100). Espera-se que as empresas melhor classificadas, posições (de 1 a 50), apresentem menor custo médio ponderado de capital, se comparadas àquelas pior classificadas, posições (de 51 a 100), originando assim a segunda hipótese de pesquisa.

H2: A posição ocupada pelas empresas no *ranking* MERCO influencia de maneira diferente o custo de capital.

CAPÍTULO 3

3. METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

As abordagens realizadas por esta pesquisa são caracterizadas de forma quantitativa e descritiva, utilizando o método de regressão linear múltipla, caracterizada em painel de efeito fixo e com erros robustos, conforme premissas de Fávero, Belfiore, Takamatsu e Suzart (2014). A amostra é composta pelas empresas ranqueadas pelo MERCOSUL nos períodos de 2013, 2014, 2016 e 2017, sendo o número de observações igual a 897. O ano de 2015 ficou fora da amostra porque neste ano não ocorreu a publicação do *ranking* MERCOSUL.

Portanto, foram utilizadas todas as empresas listadas no banco de dados Economatica, nos anos de 2013, 2014, 2016 e 2017, perfazendo 2.217 informações. Deste total, após os tratamentos de limpeza pelo *Software Stata*, restaram 897 observações. As empresas dos segmentos bancário e securitário foram mantidas visando minimizar o empobrecimento da amostra e também pelo motivo de que muitas delas estão listadas no *ranking* MERCOSUL.

O *ranking* MERCOSUL é formado por empresas listadas e não listadas pela Brasil, Bolsa, Balcão - B3, além de conter empresas de outros países. Assim sendo, para este estudo, partiu-se de um total de 100 empresas listadas no MERCOSUL a cada ano, onde várias delas se repetem, perfazendo 400 observações, sendo que a maioria das empresas listadas, ou não são sociedades anônimas ou não apresentam informações no banco de dados Economatica em razão de serem de outros países. Foi realizada uma seleção manual e apurou-se que: em 2013, 31 das 100 empresas ranqueadas

no MERCOSUL faziam parte da B3 e disponibilizavam as informações no banco de dados Economatica, em 2014 a proporção foi de 34 para 100, em 2016 foi de 37 para 100 e em 2017 foi de 32 para 100, conforme quadro 3, página 56.

3.2 COLETA DE DADOS

As variáveis analisadas são: custo de capital (como variável explicada), MERCOSUL – variável explicativa (utilizando-se de variável dummy “1” para as empresas ranqueadas pelo MERCOSUL e “0” para empresas não ranqueadas pelo MERCOSUL), a variável posição (como variável explicativa), sendo evidenciada em dois grupos: o das primeiras 50 empresas posicionadas no *ranking* MERCOSUL e o das últimas 50 empresas posicionadas no *ranking* MERCOSUL, utilizando o método de regressão linear múltipla.

As variáveis de controle TANGIB (Tangibilidade), LIQ_AÇÃO (Liquidez da Ação) ROA (Retorno sobre o Ativo), TAM (Tamanho), VM (Valor de Mercado) e MTB (*Market to Book*), caracterizadas na Tabela 2 assemelham-se aos trabalhos de Brealey, Myers e Allen (2008); Ross, Westerfield e Jaffe (2002); Claessens, Djankov, Fan e Lang (1999); Botosan (1997); Perez e Famá (2003), Fernández (2001); Santana, Teixeira e Louzada (2003), sendo variáveis de vital importância para os testes implementados, visando confirmar se há relação entre a RC e o custo de capital das empresas. Estas variáveis foram inseridas para não enviesar o resultado que se pretende alcançar.

3.3 DESCRIÇÃO DO MODELO EMPÍRICO

O modelo 1 descrito na equação (1) a seguir, utiliza como proxy de reputação a variável binária MERCOSUL e visa testar se as empresas ranqueadas pelo MERCOSUL

apresentam menor custo de capital. As características das variáveis definidas no modelo são descritas na Tabela 2.

Equação (1):

$$WACC_t = \beta_0 + \beta_1 D_t + \beta_2 Tangib_t + \beta_3 Liq_Acao_t + \beta_4 Valor_Mercado_t + \beta_5 MTB_t + \beta_6 TAM_t + \beta_7 ROA_t + \epsilon_t$$

Em que:

WACC = Custo médio ponderado de capital da empresa i no período t;

D_merc = Variável *dummy* da empresa no período t, representando a reputação, sendo 1 para empresas ranqueadas e zero para empresas não ranqueadas;

Tangibilidade = Tangibilidade da empresa i no período t;

Liquidez_ação = Liquidez da ação i no período t;

Valor_Mercado = Valor de mercado da empresa i, dado pelo logaritmo natural do AT, no período t;

MTB = *Market to book* da empresa i no período t;

Tamanho = Tamanho da empresa i no período t;

ROA = Retorno sobre o ativo i no período t.

Como base para definição do cálculo do custo de capital (WACC), utiliza-se os achados de Damodaran (1997) alinhado com a expressão de cálculo definida por Ross, Westerfield e Jaffe (1997, p. 271), Copeland, Koller e Murrin (2000) pois, conforme os autores, é fortemente difundida e válida, tanto no ambiente acadêmico como no meio empresarial, sendo apresentada pela seguinte expressão de cálculo:

$$WACC = K_e * E/D+E * K_d * D/D+E * (1 - IR)$$

Em que:

WACC = Custo médio ponderado de capital;

Ke = Custo de capital próprio dos acionistas;

Kd = Custo da dívida;

E = Patrimônio Líquido (equity);

D = Dívida total;

IR = Imposto de renda incidente sobre os lucros da empresa.

Logo:

$E/D+E = We$ = proporção do capital correspondente ao patrimônio líquido.

$D/D+E = Wd$ = proporção do capital correspondente à dívida.

Para a definição do custo de capital de terceiros (Ki) foram utilizadas premissas de Assaf Neto (2003, p.356) e Gitman (2010, p.438), sendo a taxa obtida realizando-se a divisão das Despesas Financeiras (DF) pelo montante da Dívida Total Bruta (DTB), multiplicado por 1, subtraindo-se a alíquota do Imposto de Renda e da Contribuição Social (somadas), por meio da seguinte expressão de cálculo:

$$K_i = (DF/DTB) * 1 (1 - T)$$

Em que:

Ki = Custo do capital de terceiros;

DF = Despesas Financeiras;

DTB = Dívida Total Bruta (montante de todos os empréstimos e financiamentos a curto e longo prazo);

T = Alíquota do Imposto de Renda e da Contribuição Social (somadas).

Finalmente, para estimar o custo do capital próprio foi utilizado o CAPM (*Capital Asset Price Model*), sendo na visão de Damodaran (1997, p. 271) e Assaf Neto (2003, p. 271) largamente utilizado no campo das finanças, que permite a determinação, de forma consciente, quanto ao risco de um ativo, evidenciado na seguinte expressão de cálculo:

$$R_j = R_f + \text{BETA} (R_m - R_f),$$

Em que:

R_j = retorno esperado do ativo;

R_f = retorno do ativo livre de risco;

R_m = retorno de mercado (IBOVESPA)

BETA = medida de risco da empresa em relação ao mercado.

O modelo descrito na equação (2) a seguir, busca testar se existe relação entre a posição de uma empresa no *ranking* do MERCOSUL e o seu custo de capital, utilizando-se a posição da empresa como proxy de reputação. Para o modelo (2) será medido o efeito do custo de capital das empresas ranqueadas nas melhores colocações, ou seja, aquelas posicionadas entre 1 e 50 em relação as empresas ranqueadas nas piores colocações, ou seja, aquelas posicionadas de 51 a 100. As características das variáveis definidas no modelo são descritas na Tabela 2.

Equação (2):

$$WACC_t = \beta_0 + \beta_1 D1a50_t + \beta_2 D51a100_t + \beta_3 Tangib_t + \beta_4 Liq_Acao_t \\ + \beta_5 Valor_Mercado_t + \beta_6 MTB_t + \beta_7 TAM_t + \beta_8 ROA_t + \epsilon_t$$

Em que:

WACC = Custo médio ponderado de capital da empresa i no período t ;

D1-50 = Posição baixa da empresa i , período t , conforme critérios do MERCOSUL;

D51-100 = Posição alta da empresa i , período t , conforme critérios do MERCOSUL;

Tangibilidade = Tangibilidade da empresa i no período t ;

Liquidez_ação = Liquidez da ação i no período t ;

Valor_Mercado = Valor de mercado da empresa i , dado pelo logaritmo natural do AT, no período t ;

MTB = *Market to book* da empresa i no período t ;

Tamanho = Tamanho da empresa i no período t ;

ROA = Retorno sobre o ativo i no período t .

A Tabela 2, apresenta a caracterização das variáveis do modelo descrito nas equações (1) e (2):

TABELA 2: CARACTERÍSTICAS DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA

Nome da variável	Tipo	Sigla	Expressão de cálculo	Fonte
Custo de Capital	Dependente	WACC	$WACC = K_e * E/D+E * K_d * D/D+E * (1 - IR)$	Schroeder, Clark e Cathey, (2016).
MERCOSUL	Independente	D_mercosul	Dummy 1 para empresas ranqueadas e 0 para empresas não ranqueadas	Instituto <i>Análisis e Investigación</i> , Villafañe, (2009).
Posição baixa	Independente	D1-50	Dummy 1 para empresas ranqueadas nas posições de 1 a 50 e 0 para as demais empresas	Instituto <i>Análisis e Investigación</i> , Villafañe, (2009).
Posição Alta	Independente	D51-100	Dummy 1 para empresas ranqueadas nas posições de 51 a 100 e 0 para as demais empresas	Instituto <i>Análisis e Investigación</i> , Villafañe, (2009).
Tangibilidade	Controle	TANGIB	Ativo Imobilizado/ Ativo Total	Arellano e Bond, (1991)
Liquidez da ação	Controle	Liq_ação	Quão rápido se vende a ação	B3

Valor de mercado	Controle	VM	$\frac{\text{N}^\circ \text{ ações} * \text{preço da ação}}{\text{Ativo}}$	Peres e Famá(2003); Fernández (2001)
Market book	Controle	MTB	$\frac{\text{VM}}{\text{PL}}$	Santana et al. (2003)
Tamanho	Controle	TAM	Logaritmo natural do AT	Claessens, Djankov, Fan e Lang, (1999); Botosan, (1997)
Retorno sobre o ativo	Controle	ROA	Lucro operacional/Ativo	Westerfield e Jordan, (2013)

Nota: As variáveis D1-50 e D51-100 fazem parte da estimação na equação 2 e a variável D_Merco faz parte da equação 1.

Fonte: Próprio autor.

CAPÍTULO 4

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS

Apresenta-se na Tabela 3, a seguir, a estatística descritiva das variáveis analisadas com base nos modelos 1 e 2, para testar as hipóteses deste estudo.

Observa-se um custo médio ponderado de capital de 5,41 em relação às 897 empresas analisadas. Os resultados nos quartis sugerem que as empresas melhor posicionadas no *ranking* MERCO possuem menor custo de capital, ou seja, 1,08 para o quartil (P25) e 4,35 para o quartil (P50), enquanto que as empresas em posições superiores apresentam em média um custo médio ponderado de capital de 8,7 para o quartil (P75) e 28,39 para o quartil (P100) (Tabela 3).

TABELA 3: ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Perc 25	Perc 50	Perc 75	Máximo	Observações
WACC	5.411102	1.312436	-12.39877	1.08	4.35	8.75	28.39493	897
MERCO	0.1248606	2.648915	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	897
D1-50	0.479376	4.458994	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	897
D51-100	0.769231	3.466034	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	897
ROA	0.1059923	24.31205	-1.79685	-0.006	0.029	0.673	76.91245	893
TANGIB	0.2069063	1.025607	0.00	0.0129	0.1531	0.332	0.900392	893
LIQUID_AÇÃO	0.2864726	2.247081	0.00	0	0.0300	0.320	8.50000	893
TAM	14.92319	0.118012	9.638741	13.76	15.06	16.05	20.53876	897
VM	0.8086729	1.209409	0.0079657	0.247	0.501	0.906	10.81513	897
MTB	2.487529	3.001664	0.0331254	0.639	1.220	2.423	149.6271	897

Esta tabela apresenta a estatística descritiva do estudo composta por 897 observações. WACC Custo médio ponderado de capital da empresa i , capturado na base de dados Econômica, nos quatro anos contemplados no estudo. MERCO Monitor de reputação, considerando variável dummy 1 para empresas listadas e dummy 0 para empresas não listadas. D1-50 classificação baixa da empresa i ano t , no *ranking* do MERCO. D51-100 classificação alta da empresa i ano t , no *ranking* do MERCO. ROA retorno sobre o ativo da empresa i ano t . TANGIBILIDADE Ativo imobilizado/ativo total da empresa i ano t . LIQUIDEZ DA AÇÃO O quão rápido se vende a ação da empresa i ano t . TAM tamanho da empresa, é representado pelo logaritmo natural do ativo da empresa i no ano t . VM Valor de mercado capturado diretamente na base de dados Econômica nº de ações * preço de venda/ativo. MTB *Market to book*, é calculado pela fração do valor de mercado e o patrimônio líquido da empresa i no ano t .

Fonte: Elaborado pelo autor, 2019.

4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

A Tabela 4 apresenta a correlação entre as variáveis, com base nos modelos 1 e 2, com as correlações ao nível de 1% de significância.

É possível observar que as variáveis independentes não apresentam alta correlação com o custo médio ponderado de capital. Entretanto, as principais variáveis de interesse D_merco, D1-50 e D51-100, correlacionam-se em sentido contrário com o custo médio ponderado de capital, sugerindo indícios de menor custo de capital para as empresas ranqueadas no MERCO (Tabela 4).

TABELA 4: ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

	WACC	D_MERCO	D1-50	D51-100	ROA	TANGIB	LIQ_AÇÃO	VM	MTB
WACC	1.0000								
D_MERCO	-0.0725	1.0000							
D1-50	-0.0609	0.5941*	1.0000						
D51-100	-0.0411	0.7642*	-0.0648	1.0000					
ROA	-0.0244	-0.0086	-0.0044	-0.0071	1.0000				
TANGIB	-0.0651	0.0832	0.0367	0.0735	-0.0348	1.0000			
LIQ_AÇÃO	0.0316	0.4241*	0.3600*	0.2424*	-0.0060	0.0887*	1.0000		
VM	0.0645	0.1379*	0.1219*	0.0733	0.0716	-0.1360*	-0.1364*	1.0000	
MTB	-0,0769	0.0510	0.0518	0.0217	0.0657	0.0082	-0.1038*	1.0000	1.000

Esta tabela apresenta a correlação entre as variáveis do estudo composta por 897 observações. WACC Custo médio ponderado de capital da empresa *i*, capturado na base de dados Econômica, nos quatro anos contemplados no estudo. MERC0 Monitor de reputação, considerando variável dummy 1 para empresas listadas e dummy 0 para empresas não listadas. D1-50 classificação baixa da empresa *i* ano *t*, no *ranking* do MERC0. D51-100 classificação alta da empresa *i* ano *t*, no *ranking* do MERC0. ROA retorno sobre o ativo da empresa *i* ano *t*. TANGIBILIDADE Ativo imobilizado/ativo total da empresa *i* ano *t*. LIQUIDEZ DA AÇÃO O quão rápido se vende a ação da empresa *i* ano *t*. VM Valor de mercado capturado diretamente na base de dados Econômica nº de ações * preço de venda/ativo. MTB *Market to book*, é calculado pela fração do valor de mercado e o patrimônio líquido da empresa *i* no ano *t*.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2019.

Observa-se também, que a variável D1-50 apresenta uma correlação estatisticamente mais forte com a variável custo médio ponderado de capital do que a variável D51-100, sugerindo que empresas melhor posicionadas no *ranking* MERCO reduzem de maneira mais acentuada o custo médio ponderado de capital. Destaca-se que as variáveis de controle ROA, Tangibilidade e *Market to book*, também se correlacionam em sentido contrário com a variável custo médio ponderado de capital.

Na Tabela 5 apresenta-se o resultado da regressão com base no modelo 1, tendo o WACC como variável dependente em relação a empresa fazer ou não, parte do *ranking* MERCO.

TABELA 5: REGRESSÃO LINEAR COM O CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC) COMO VARIÁVEL DEPENDENTE EM RELAÇÃO À LISTAGEM NO MONITOR DE REPUTAÇÃO MERCO

	Coefficiente	Erro Padrão	p-valor
D_MERCO	-1.95578	0.5283771	0.000***
ROA	-0.0381123	0.0087292	0.000***
TANGIB	-0.8755208	0.7871802	0.26600
LIQUID_AÇÃO	0.4006406	0.4381088	0.36100
MTB	-0.1018772	0.0381617	0.008***
VM	0.8206265	0.2191734	0.000***
CONSTANTE	-0.7081687	0.4219479	0.09400
Prob > F	0.0000		
RQ ajustado	0.4847		
Observações	893		
Média VIF	1,12		
Controle ano	Sim		

Esta tabela apresenta a regressão com o efeito da interação entre as variáveis de controle e a variável explicada, sendo composta por 893 observações. MERCO Monitor de reputação, considerando a variável dummy 1 para empresas listadas e dummy 0 para empresas não listadas. ROA retorno sobre o ativo da empresa i ano t. TANGIBILIDADE Ativo imobilizado/ativo total da empresa i ano t. LIQUIDEZ DA AÇÃO O quão rápido se vende a ação da empresa i ano t. MTB *Market to book*, é calculado pela fração do valor de mercado e o patrimônio líquido da empresa i no ano t. VM Valor de mercado capturado diretamente na base de dados Economática nº de ações * preço de venda/ativo.

Nota: Os asteriscos representam: coeficiente estatisticamente significativo *a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Elaborado pelo autor, 2019.

O modelo 1 objetiva testar se a presença das empresas no *ranking* MERCO resulta em menor custo de capital. O resultado demonstra que a variável (MERC0) apresentou um coeficiente negativo e estatisticamente significativo ao nível de 1% de significância, evidenciando que as empresas que fazem parte do *ranking* MERC0 apresentam menor custo de capital, validando a primeira hipótese do estudo (Tabela 5).

Embora não haja estudos que relacionam reputação corporativa com o custo de capital, os resultados encontrados estão em linha com trabalhos similares, a exemplo de Robinson, Kleffner, Bertels e Arbor (2008) que evidenciaram a relação positiva entre a sustentabilidade corporativa, a reputação corporativa e o valor da firma; Silva e Quelhas (2006), que demonstraram que empresas com elevado índice de sustentabilidade empresarial influenciam na redução do custo de capital próprio; Copeland (1995) encontrou forte associação entre o custo de capital e o valor das empresas, pois, se as taxas utilizadas para calcular os descontos dos fluxos de caixa forem menores, o resultado poderá ser o aumento do valor das empresas; Lima (2007) estudou o nível de transparência das empresas e encontrou relação negativa, dado que o aumento do nível de transparência resulta em diminuição da assimetria informacional, minimizando o risco, que conduz a um menor custo de capital. Também Murcia et al (2011), encontraram relação inversa entre transparência e risco, onde o risco menor sinaliza para menor custo de capital.

TABELA 6: REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA COM O CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC) COMO VARIÁVEL DEPENDENTE EM RELAÇÃO À POSIÇÃO OCUPADA PELAS EMPRESAS NO MONITOR DE REPUTAÇÃO MERC0

WACC	Coeficiente	Erro Padrão	p-valor
D1-50	-2.340763	0.885326	0.008***
D51-100	-1.772890	0.548995	0.001***
ROA	-0.382498	0.008742	0.000***
TANGIBILID.	-0.884078	0.786983	0.26200

LIQUID_AÇÃO	0.4261915	0.440024	0.33300
VM	0.8237839	0.2198452	0.000***
MTB	-0.1018266	0.0381885	0.008***
CONSTANTE	-0.7123948	0.4225291	0.09200
F-Sig	0,00000		
RQ	0,4848		
Média VIF	1,11		
Controle ano	Sim		

Esta tabela apresenta a regressão com o efeito da interação entre as variáveis de controle, as variáveis de interesse e a variável explicada, sendo composta por 893 observações. D1-50 posição das empresas *i*, no ano *t*, no ranking do MERCOR. D51-100 posição das empresas *i*, no ano *t*, no ranking do MERCOR. ROA retorno sobre o ativo da empresa *i* ano *t*. TANGIBILIDADE Ativo imobilizado/ativo total da empresa *i* ano *t*. LIQUIDEZ DA AÇÃO O quão rápido se vende a ação da empresa *i* ano *t*. VM Valor de mercado capturado diretamente na base de dados Economatica nº de ações * preço de venda/ativo. *Market to book*, é calculado pela fração do valor de mercado e o patrimônio líquido da empresa *i* no ano *t*.

Nota: Os asteriscos representam: coeficiente estatisticamente significativo *a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

O modelo 2 traz o custo médio ponderado de capital como variável dependente em relação às posições ocupadas pelas empresas no *ranking* MERCOR. Esse modelo busca testar se as empresas que se encontram nas melhores posições no *ranking* MERCOR possuem uma maior influência na redução do custo médio ponderado de capital. Para tanto as empresas ranqueadas foram segregadas em duas posições, ou seja: variável D1-50, contendo as empresas posicionadas de 1 a 50 e variável D51-100, contendo as empresas posicionadas de 51 a 100 (Tabela 6)

Em relação as empresas posicionadas de 1 a 50 os resultados evidenciam um coeficiente negativo de -2,34 e significativo a um nível de 1% de significância, enquanto que as empresas posicionadas de 51 a 100 apresentaram um coeficiente negativo de -1,77 a um nível de 1% de significância.

Diante do resultado apresentado na Tabela 6, partiu-se para o teste estatístico para verificar se a dimensão do beta de D1-50 é estatisticamente diferente da dimensão do beta de D51-100, e o resultado foi de que não há diferença estatisticamente significativa entre os betas de D1-50 e D51-100, ao se observar

Prob>F = 0,5282. Diante do exposto pode-se concluir que estar no *ranking* do Merco tem influência no custo de capital, mas a posição não é um fator importante.

Assim, o resultado sugere que empresas listadas no *ranking* da MERCO apresentam uma redução no custo médio ponderado de capital em relação as empresas que não estão ranqueadas no MERCO. Desta forma foi testada a segunda hipótese de pesquisa.

Observa-se também que as variáveis de controle ROA, E Market to book apresentam significância estatística e coeficientes negativos, ao passo que a variável valor de mercado apresentou-se significativa, porém com sinal positivo (Tabela 6).

Os resultados encontrados pela presente pesquisa se assemelham a trabalhos similares existentes, como o estudo pioneiro, Cyert e March (1963), que encontraram evidências que empresas com folga financeira que investem em responsabilidade social tendem a obter como resultado o aumento da RC longo prazo. Para Machado Filho e Zylbersztajn (2003), empresas que implementam ações em favor do social e do meio ambiente aliadas a valorização do capital intelectual contribuem para o surgimento de novas oportunidades, minimizando os riscos na condução do negócio, fazendo com que o valor da empresa seja aumentado e, por conseguinte, o custo de capital seja mitigado.

Roberts e Dowling (2002) encontraram que a RC exerce influência positiva sobre o desempenho financeiro das empresas e que, em razão disso, elas são capazes de manter lucros superiores por mais tempo.

Cruz e Lima (2010) estudaram as empresas que fazem parte do ISE da B3 e encontraram que estas empresas tendem a apresentar menor custo de capital próprio do que aquelas listadas na B3, apenas.

Os resultados encontrados também se assemelham aos achados de Dhaliwal et al (2011) que encontraram evidências de que o *social disclosure* é primordial para a melhoria da RC, contribuindo assim para um menor custo de capital próprio.

4.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O propósito do estudo foi avaliar se a presença das empresas brasileiras de capital aberto no *ranking* de reputação MERCO contribui para que estas apresentem menor custo de capital e, de maneira complementar, verificar se a posição ocupada pelas empresas no referido *ranking* influencia de maneira diferente o custo de capital. Para tanto, foram observadas as empresas relacionadas na B3, nos anos de 2013, 2014, 2016 e 2017. O ano de 2015 não foi estudado porque neste ano não ocorreu a publicação do *ranking* pelo MERCO.

O resultado foi significativo, uma vez que evidenciou que as empresas ranqueadas pelo MERCO apresentam menor custo de capital, independentemente da posição ocupada, sinalizando poder informativo para o mercado validando a hipótese 1 do estudo. Este resultado vai ao encontro de estudos similares que buscaram explicar se há relação entre a sustentabilidade corporativa, a reputação corporativa, e o valor da firma, a exemplo de Robinson, Kleffner, Bertels e Arbor (2008), corroborando também com o estudo de Silva e Quelhas (2006) que encontraram que empresas envolvidas em questões de sustentabilidade empresarial tendem a apresentar redução do custo de capital próprio.

De forma adicional, posteriormente, com base na equação 2, analisou-se o efeito da posição ocupada pelas empresas no *ranking* MERCO, sobre o custo de capital, onde as empresas ranqueadas foram segregadas em 2 grupos, ou seja, as

que ocupam as posições de 1 a 50 integrando o grupo D1-50 e as que ocupam as posições de 51 a 100 integrando o grupo D51-100.

O resultado verificado com base na equação 2 foi significativo, dado que as empresas ranqueadas pelo MERCO nas posições de 1 a 50, tendem a apresentar menor custo de capital nos dois grupos. Ou seja a posição não é fator importante para influenciar o custo de capital. O fato que pode influenciar o custo de capital é o fato da empresa estar no ranking da Merco.

Verificou-se algumas limitações para a pesquisa, sendo a principal delas o fato da divulgação do *ranking* MERCO ser relativamente novo, que começou a ocorrer somente a partir de 2013, e ainda, por não ter ocorrido no ano de 2015 e também, por conta do período que a pesquisa começou a ser implementada, só foi possível analisar quatro anos: 2013, 2014, 2016 e 2017, o que deixa margem para a realização de estudos futuros, visando ampliar as discussões sobre o tema.

O *ranking* MERCO contempla apenas 100 empresas a cada ano e, deste total, apenas cerca de 1/3 fazem parte da B3, porque muitas das empresas ranqueadas não são de capital aberto ou não estão listadas na bolsa brasileira. Assim, sugere-se como objeto para novas pesquisas, ampliar o período e avaliar também se o custo de capital das empresas S.A que não fazem parte da B3 é impactado pela presença destas no *ranking* MERCO.

O estudo contribui com a literatura sobre custo de capital devido ao fato de que diversas pesquisas tem sido realizadas, sempre utilizando como proxy outras referências ou *rankings* publicados por revistas especializadas, jornais e outros periódicos, todos com algum objetivo comercial. Assim, o presente trabalho traz como diferencial o fato de utilizar como proxy um *ranking* relativamente novo, que utiliza em sua confecção uma metodologia diferenciada, isenta de objetivos comerciais, para a

obtenção da RC. Quanto a contribuição para o mercado, traz informações que podem levar os gestores, sobretudo da área de finanças, a uma melhor compreensão quanto a importância da relação entre a RC e o custo de capital para as entidades. Para os usuários externos a contribuição vem no sentido de alertar os diversos agentes do mercado, tais como: Instituições financeiras, analistas, investidores, entidades reguladoras, governo e sociedade em geral, quanto a necessidade de reavaliarem o seu grau de confiança em relação às empresas analisadas.

REFERÊNCIAS

- Almeida, J. E. F. D., Lopes, A. B., & Corrar, L. J. (2013). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. *ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), 44-62. Doi: 10.14392/ASAA.2011040103
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297. Doi: <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Balmer, J. M., & Gray, E. R. (2003). Corporate brands: what are they? What of them?. *European journal of marketing*, 37(7/8), 972-997. Doi: 10.1108/03090560310477627
- Bazanini, R., Ferreira, A. A., Bazanini, H. L., & da Silva, R. F. (2013). Estratégia e comunicação com o mercado: percepção dos gestores das instituições de ensino superior sobre as ações de responsabilidade social na perspectiva do método fenomenológico. *Redes. Revista do Desenvolvimento Regional*, 18(3), 176-201. Doi: <http://dx.doi.org/10.17058/redes.v18i3.2562>
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Botosan, C. A., & Plumlee, M. (2001). Estimating expected cost of equity capital: A theory-based approach. Doi: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.279309>
- Braga, J. P., Oliveira, J. R. S., & Salotti, B. M. (2010). Determinantes do nível de divulgação ambiental nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 3(3), 81-95.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2018). *Princípios de Finanças Corporativas*-12ª ed., São Paulo: AMGH.
- Brown, B. (1997). Part IV: How Do Reputations Affect Corporate Performance?: Stock Market Valuation of Reputation for Corporate Social Performance. *Corporate Reputation Review*, 1(1), 76-80. Doi: <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540021>
- Calegari, I. P., de Souza Gonçalves, R., Serrano, A. L. M., & Rodrigues, J. M. (2016). Efeitos da Reputação Corporativa no Custo de Capital Próprio em Empresas Brasileiras Listadas. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 178-198. Doi:10.4270/ruc.2016110
- Caminiti, S. (1992). The payoff from a good reputation. *Fortune*, 125(3), 74-77.
- Cardoso, V. I., Luca, M. M. M., & Gallon, A. V. (2014). Reputação corporativa e o disclosure socioambiental de empresas brasileiras. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(2), 26-44.
- Castro, D. J. D. (2008). *Como se constrói uma reputação corporativa'?* (Doctoral dissertation). Fundação Getúlio Vargas – FGV, São Paulo, SP, Brasil.
- Catapan, A., & Catapan, E. A. (2006). Rentabilidade e endividamento do setor elétrico brasileiro: um enfoque sobre sustentabilidade organizacional. *Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção*, Fortaleza, CE, Brasil, 26.

- Cazzari, R. B., & Lima, I. S. (2012). A relação entre empresas que participam do ICO2 e o custo de capital próprio. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. São Paulo, SP, Brasil, 12.
- Chen, K. C., Wei, K. C., & Chen, Z. (2003). Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital: evidence from Asia's emerging markets. *Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets* (June 2003). Recuperado em 04 de Dezembro, 2019, de Doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.422000>
- Claessens, S., Fan, J. P., Djankov, S., & Lang, L. H. (1999). *On expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia*. Available at SSRN 202390.
- Coco, Giuseppe. On the Use of Collateral (2000). *Journal of Economic Surveys*. 14(2), 191 – 214. Doi: <https://doi.org/10.1111/1467-6419.00109>
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). Avaliação de Empresas “Valuation”. Tradução Maria Cláudia SR Ratto. Original Valuation: Measuring and managing the value of companies. São Paulo: Makron Books
- Coy, D., Dixon, K., & Tower, G. (1993). *The annual reports of tertiary education institutions: quality, timeliness, and distribution*. [Working Paper], University of Waikato.
- Cruz, C. V. O. A., & Lima, G. A. S. F. (2010). Corporate reputation and disclosure level in open capital Brazilian companies. *Revista Universo Contabil*, 6(1), 85-101. Doi:10.4270/ruc.2010105
- Cyert, R. M., & March, J. G. (1963). A behavioral theory of the firm. Englewood Cliffs, NJ, 2(4), 169-187.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Neto, A. S., & Rezende, A. J. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, 14(5). 1-17.
- Damodaran, A. (1997). *Avaliação de investimentos - Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Trad. Bazan Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Deephouse, D. L. (1997). How Do Reputations Affect Corporate Performance?: The Effect of Financial and Media Reputations on Performance. *Corporate Reputation Review*, 1(1), 2013-416.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100. Doi: <https://www.jstor.org/stable/29780225>
- Dowling, G. (2000). Creating corporate reputations: Identity, image and performance: *Identity, image and performance*. Oxford: OUP.
- Dowling, G. R. (1986). Managing your corporate images. *Industrial Marketing Management*, 15(2), 109-115. Doi: [https://doi.org/10.1016/0019-8501\(86\)90051-9](https://doi.org/10.1016/0019-8501(86)90051-9).
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 181-235. Doi: 10.1016/S0165-4101(01)00024-6

- Epstein, M.J. (2003). The identification, measurement, and reporting of corporate social impacts: past, present and future. *Advances in Environmental Accounting and Management*, Amsterdam, 2(1), 1-29. Doi: [https://doi.org/10.1016/S1479-3598\(03\)02001-6](https://doi.org/10.1016/S1479-3598(03)02001-6)
- Fávero, Luiz Paulo; Belfiore, Patrícia; Takamatsu, Renata T, & Suzart, Janilson. (2014). *Métodos quantitativos com stata*. 1 ed., Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fernandes, S. (2012). Nível de disclosure ambiental das empresas brasileiras listadas na Bm&fBovespa: uma análise do período de 2006 a 2010. *Revista de Gestão Social e Ambiental - RGSA* 6(2), 106-120. Doi: <https://doi.org/10.24857/rgsa.v6i2.531>
- Fernández, P. (2001). *Company valuation methods. The most common errors in valuation*. PricewaterhouseCoopers Professor of Corporate Finance. Madrid: IESE Business School.
- Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258. Doi: <https://doi.org/10.5465/256324>
- Fombrun, C.; Van Riel, C. The Reputational Landscape. *Corporate Reputation Review*, London, v. 1, n. 1-2, 1997.
- Fombrun, C. J., & Van Riel, C. B. M. (2007). The reputational landscape. *Corporate Reputation Review*, 1(2), 5–13. Doi: 10.1057/palgrave.crr.1540008
- Fombrun, Charles. (1996). *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image*. Boston: Harvard Business School Press.
- Francis, J. R., Khurana, & I. K., Pereira, R. (2003). Global evidence on incentives for voluntary accounting disclosures and the effect on cost of capital. [College of Business Working Paper] *University of Missouri at Columbia*.
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios de administração financeira*. 12ª ad. Porto Alegre.
- Global Reporting Initiative. Elaboração de relatórios de sustentabilidade, 2015. Disponível em: <<https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/GRIG4-Part.I-Reporting-Principles-and-standard-Disclosures.pdf>>
- Góis, Alan Diógenes. (2015). *Reputação corporativa: constructos e implicações para a criação de valor*. (Dissertação Mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, CE, Brasil.
- Goulart, André M. C. (2003). Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil. (Dissertação Mestrado) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. SP, Brasil.
- Gray, R., & Bebbington, J. (2001). *Accounting for the environmental*. 2nd ed. London: Sage.
- Hail, L. (2002). The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital. *The European Accounting Review*, 11(4), 741-773. Doi: <https://doi.org/10.1080/0963818022000001109>
- Hall, E. H., & Lee, J. (2014). Assessing the impact of firm reputation on performance: an international point of view. *International Business Research*, 7(12), 1-13. Doi: <http://dx.doi.org/10.5539/ibr.v7n12p1>

- Hasseldine, J., Salama, A. I., & Toms, J. S. (2005). Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK Plcs. *The British Accounting Review*, 37(2), 231-248. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2004.10.003>
- Jandik, T., & McCumber, W. R. (2013). Governance, takeover probability, and the cost of private debt. *Available at SSRN 1929027*.
- Kirmani, A., & Rao, A. R. (2000). No pain, no gain: A critical review of the literature on signaling unobservable product quality. *Journal of Marketing*, 64(2), 66-79. Doi: <https://doi.org/10.1509/jmkg.64.2.66.18000>
- Lima, G.A.S.F (2007) Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras. (Tese de doutorado) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Lima, L. C., Domingos, S. R. M., Vasconcelos, A. C., & Rebouças, S. M. D. P. (2015). Reputação e qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração FACES Journal*, 14(2), 26-43. Doi: <http://dx.doi.org/10.21714/1984-6975FACES2015V14N2ART2034>
- Lloyd, S. (2007). *Corporate reputation: Ontology and measurement* (Doctoral dissertation). Auckland University of Technology. Auckland, Nova Zelândia.
- Luca, M. M. M. (1998). *Demonstração do valor adicionado: do cálculo da riqueza criada pela empresa ao valor do PIB*. São Paulo; Atlas.
- 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. Doi: <https://doi.org/10.11606/rco.v5i11.34786>
- Machado Filho, Cláudio Antônio Pinheiro; Zylbersztajn, Decio. Responsabilidade Social Corporativa e a Criação de Valor para as Organizações. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, série de Working Papers, Working Paper nº 03/024. 2003
- Machado Filho, C. A. P., & Zylbersztajn, D. (2009). Responsabilidade social corporativa e a criação de valor para as organizações. *Revista de Administração*, 1(1), 35-43. Doi: 10.15600/1679-5350/rau.v1n1p35-43
- McMillan, G. S., & Joshi, M. P. (1997). Part IV: How do reputations affect corporate performance?: Sustainable competitive advantage and firm performance: The role of intangible resources. *Corporate Reputation Review*, 1(1), 81-85.
- Merco. (2018). *Apresentação dos resultados Merco Brasil 2013*. Recuperado em 07 de junho, 2019, em: <http://www.merco.info/es/blogs/2/posts/279>.
- Merco. (2019). *Apresentação da quinta edição do ranking anual das 100 empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa no Brasil*. Recuperado em 20 de janeiro, 2020, em: <http://www.merco.info/br/ranking-merco-responsabilidad-gobierno-corporativo>.
- Mitra, R., Green, R. J., & Dutta, M. J. (2013). Corporate reputation in emerging markets: A culture-centered review and critique. *Handbook of communication and corporate reputation*, 484-496.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American*, 1(3), 261-297.
- Nakamura, W. T., Gomes, E. A., Antunes, M. T. P., & Marçal, E. F. (2006). Estudo sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. *Anais do Encontro da ANPAD*. Salvador: September, 30.
- Neto, A. A. (2003). *Finanças corporativas e valor*. Atlas.
- Newburry, W.; Soleimani, M. A. (2010). Multi-level reputation signals in service industries in Latin America. *Innovar Journal*, 21(39), 191-203.
- Perez, M. M., & Famá, R. (2003). Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(4), 47-59.
- Pinto, L. J. S., Freire, F. S., & Santos, M. A. C. (2015). Retorno das ações com status de reputação corporativa no Brasil: Um estudo comparativo entre empresas ranqueadas no MERCOSUL e empresas listadas no ISE BM&F BOVESPA. *RAGC*, 4(9).57-75.
- Rêgo, A. R. (2010). O crescente valor da Reputação Corporativa no ambiente mercadológico. Anais do 4º Congresso Brasileiro Científico de Comunicação Organizacional e de Relações Públicas, Abracorp, Porto Alegre, RS, Brasil, 4.
- Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077-1093. Doi: <https://doi.org/10.1002/smj.274>
- Robinson, M., Kleffner, A., Bertels, S., & Street, C. (2008, September). *The value of a reputation for corporate social responsibility: Empirical evidence*. In A. Krous (Chair), Governance II. Anais do 2008 Northern Finance Association Conference, Kananaskis Village, Canada.
- Ross S. A.; Westerfield, R. W; Jaffe, J. F. (2007). *Administração financeira: corporate finance*. 2. ed. São Paulo: Atlas.
- Ross, S. A.; Westerfield, R.; Jordan, B. D. (1997). *Princípios de administração financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas.
- Rossoni, L., & Guarido Filho, E. R. (2015). O que faz um nome? Status, conselho de administração e características organizacionais como antecedentes da reputação corporativa. *Revista de Administração*, 50(3), 292-309. Doi: <https://doi.org/10.5700/rausp1201>
- Sabate, J. M. F.; Puente, E. Q. (2003). Empirical analysis of the relationship between corporate reputation and financial performance: A survey of the literature. *Corporate Reputation Review*, 6(2), 161-177. Doi: <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540197>
- Santanna, Dimitri Pinheiro de; Teixeira, Aridélmo José Campanharo & Louzada, Luiz Cláudio. (2003). A relação entre market-to-book equity e lucros anormais no mercado de capitais no Brasil. Anais do EnAnpad, Atibaia, SP, Brasil, 37.
- Scharf, Regina. Manual de negócios sustentáveis – São Paulo: Amigos da Terra - Amazônia Brasileira; Fundação Getulio Vargas, Centro de Estudos em Sustentabilidade, 2004.
- Schroeder, R. G., Clark, M. W., & Cathey, J. M. (2016). *Financial Accounting Theory and Analysis: Text and Cases: Text and Cases*. Wiley Global Education.

- Silva, L. S. A. D., & Quelhas, O. L. G. (2006). Sustentabilidade empresarial e o impacto no custo de capital próprio das empresas de capital aberto. *Gestão & Produção*, 13(3), 385-395. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S0104-530X2006000300003>
- Spence, A. Michael. (1973). Job Marketing Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(3), 355-374.
- Stadler, Inés Macho & Castilho, David Pérez. (1997). *An Introduction to the Economic of Information*. New York: Oxford Univesity Press.
- Toms, J. S. (2002). Firm resources, quality signals and the determinants of corporate environmental reputation: some UK evidence. *The British accounting review*, 34(3), 257-282. Doi: <https://doi.org/10.1006/bare.2002.0211>
- Verrechia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting & Economics*, 32(1-3), 97-180. Doi: 0.1016/S0165-4101(01)00025-8
- Villafañe, Justo. (2009). La Reputacion Corporativa como expression de una nueva racionalidade empresarial. Recuperado em 14 maio 2018 de: www.lacocletera.com/myfiles/...estrategica/Justo%20Villafane.pdf.
- Walker, K. (2010). A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory. *Corporate reputation review*, 12(4), 357-387. Doi: <https://doi.org/10.1057/crr.2009.26>
- Whetten, D. A., & Mackey, A. (2002). A social actor conception of organizational identity and its implications for the study of organizational reputation. *Business & society*, 41(4), 393-414. Doi: <https://doi.org/10.1177/0007650302238775>

APÊNDICE

Ranking MERCOSUL	2013	2014	2016	2017
1	Natura	Natura	Natura	Natura
2	Vale	Itaú/Unibanco	Itaú/Unibanco	Google
3	Petrobras	Ambev	Ambev	Itaú/Unibanco
4	Itaú/Unibanco	Nestlé	Google	Boticário
5	Nestlé	Google	Nestlé	Ambev
6	Gerdau	Vale	Unilever	Nestlé
7	Ambev	Petrobras	Boticário	Unilever
8	Google	Bradesco	Apple	Apple
9	Coca-cola	Gerdau	Microsoft	Microsoft
10	Bradesco	Coca-cola	Coca-cola	Johnson & Jo
11	Unilever	Unilever	Bradesco	Coca-cola
12	Embraer	Apple	H.Albert Einst	H.Albert Einst
13	Apple	Votorantim	GPA	P&G
14	Brasil	Boticário	Johnson & Jo	Samsung
15	Boticário	Johnson & Jo	Fiat	Embraer
16	Johnson & Jo	Brasil	BRF	Gerdau
17	Pão de açúcar.	Microsoft	Embraer	Tramontina
18	BRF	Embraer	Votorantim	Volkswagen
19	Votorantim	Volkswagen	P&G	Toyota
20	Microsoft	H.Albert Einst	Gerdau	Facebook
21	Oderbrecht	Fiat	Latam	Tigre
22	Fiat	P&G	Toyota	Honda
23	P&G	GPA	Samsung	Netflix
24	Globo	Honda	Disney	Votorantim
25	Volkswagen	Oderbrecht	Netflix	Avon
26	Magaz. Luiza	Volvo	Facebook	Porto Seguro
27	Honda	IBM	Santander	IBM
28	TAM	Toyota	HP	Magaz. Luiza
29	GE	Nike	IBM	Volvo
30	Facebook	Samsung	3M	HP
31	Toyota	Facebook	Alpargatas	Bradesco
32	Adidas	Magaz. Luiza	Lojas Renner	Serasa Exp.
33	GM	Lojas Hering	Serasa Exp.	Danone
34	Tigre	Globo	Fleury	Fiat
35	CEF	Abril	Honda	Merced.Benz
36	Danone	CEF	Tramontina	GPA
37	Fleury	Porto Seguro	Brasil	Lojas Hering
38	IBM	Correios	Magaz. Luiza	Heineken
39	Bosch	Santander	BMW	Bayer
40	Geely	Bosch	Danone	GM
41	Cielo	Philips	Ipiranga	Lojas Renner
42	Abril	Cielo	Porto Seguro	3M
43	Alpargatas	Lojas Renner	Abril	Azul
44	Ford	GE	Lojas Hering	Amazon
45	Nike	Walmart	GE	Ford
46	Hyundai	Carrefour	Sony	Siemens
47	Santander	BRF	Volkswagen	Ipiranga
48	CSN	Azul	Pfizer	LG
49	Chrysler	Alpargatas	Azul	Cielo
50	Kraft Foods	Empr.Randon	Globo	Santander
51	Walmart	Itaipu	Tigre	Latam
52	Lojas Renner	3M	GM	Alpargatas

53	Caterpillar	Fleury	Riachuelo	Abril
54	Copel	Marcopolo	Ajinomoto	Disney
55	Localiza	Novartis	Klabin	Roche
56	Alcoa	Klabin	Avianca	Carrefour
57	Weg	Siemens	Raizen	Raia Drogasil
58	Cemig	Basf	Motorola	Localiza
59	Usiminas	Caterpillar	Braskem	Renault
60	Basf	Suzano	Suzano	Avianca
61	Renault	Dupont	Fibria	MC Donalds
62	Dupont	Latam	Bunge	Pepsico
63	Sabesp	Cemig	Raia Drogasil	Weg
64	Ericsson	Totvs	Totvs	Brasil
65	HSBC	Tractebel	Loj.American	Casas Bahia
66	Siemens	Elektrobras	Carrefour	Pfizer
67	Ultrapar	Weg	Whirlpool	Klabin
68	CPFL	Bunge	Alcoa	Vale
69	Klabin	JBS	Ford	Gol
70	Tetra Pak	Whirlpool	Vale	Bunge
71	JBS	Ultrapar	Gol	Caterpillar
72	Cosan	CSN	Localiza	Globo
73	Randon	Fun D.Cabral	Tetra Pak	Whirlpool
74	Azul	Cargill	JBS	Fleury
75	Duralex	Mondelez	Casas Bahia	Totvs
76	Totvs	Telef. Vivo	Ultrapar	Basf
77	Grupo EBX	CPFL	Renault	Suzano
78	Citibank	Cosan	Sabin	CPFL
79	Telef. Vivo	Elektro	Cargill	Fibria
80	Maq.Vendas	Amil	Walmart	BRF
81	Acelormital	Promon	Omint	Elektrobras
82	CCR	3G Capital	Elektro	Braskem
83	Promon	Tetra Pak	Usiminas	Eaton
84	BTG Pactual	Pfizer	Weg	Telef.Brasil
85	Souza Cruz	Localiza	Telef.Brasil	Correios
86	Samsung	Tramontina	Grupo Ccoa	Amil
87	Pfizer	Hyundai	Monsanto	Grupo Ccoa
88	Elektrobras	Usiminas	África	Mondelez
89	Lojas Hering	Tigre	Equa.Energia	Cargill
90	3M	BTG Pactual	Caterpillar	Gr. Muffato
91	Cargill	Kaizen	Accenture	Petrobras
92	Whirlpool	Ford	Petrobras	Gr. Zaffari
93	Amil	Merced Benz	Souza Cruz	Gafisa
94	Sony	GM	Panasonic	África
95	Bunge	Sony	MC Donalds	Sygenta
96	H.Albert Einst	CCR	Heineken	CEF
97	Porto Seguro	BNDES Part.	Correios	ENEL
98	BMW	Adidas	Gafisa	Walmart
99	Marcopolo	Danone	CPFL	Hiunday
100	L'OREAL	John Deere	Volvo	GE

Quadro 3: Empresas listadas no *ranking* MERCOSUL, por ano

Fonte: Instituto Analisis e Investigación, elaborado pelo autor

Ano	Total de empresas no Economatica	Total de empresas ranqueadas no MERCOS	Parcela de empresas ranqueadas pelo MERCOS e listadas na B3	Empresas listadas na B3 com dados disponíveis no Economatica
2013	517	100	37	31
2014	538	100	35	34
2016	575	100	37	37
2017	587	100	32	32

Quadro 4: Empresas listadas, por ano, com aproveitamento dos dados

Fonte: Instituto Análisis e Investigación, B3 e Economatica, Elaborado pelo autor

ANO 2013

Empresa	Pontuação	Dummy Merco
Natura	1	1
Vale	2	1
Petrobras	3	1
Itaú/Unibanco	4	1
Nestlé	5	0
Gerdau	6	1
Ambev	7	1
Google	8	0
Coca-cola	9	0
Bradesco	10	1
Unilever	11	0
Embraer	12	1
Apple	13	0
Brasil	14	1
Boticário	15	0
Johnson & Jo	16	0
Pão de açúcar.	17	1
BRF	18	1
Votorantim	19	0
Microsoft	20	0
Oderbrecht	21	0
Fiat	22	0
P&G	23	0
Globo	24	0
Volkswagen	25	0
Magaz. Luiza	26	1
Honda	27	0
TAM	28	0
GE	29	0
Facebook	30	0
Toyota	31	0
Adidas	32	0
GM	33	0
Tigre	34	0
CEF	35	0
Danone	36	0
Fleury	37	1
IBM	38	0
Bosch	39	0
Geely	40	0
Cielo	41	1

Abril	42	0
Alpargatas	43	1
Ford	44	0
Nike	45	0
Hyundai	46	0
Santander	47	0
CSN	48	0
Chrysler	49	0
Kraft Foods	50	0
Walmart	51	0
Lojas Renner	52	1
Caterpillar	53	0
Copel	54	1
Localiza	55	1
Alcoa	56	0
Weg	57	1
Cemig	58	1
Usiminas	59	1
Basf	60	0
Renault	61	0
Dupont	62	0
Sabesp	63	1
Ericsson	64	0
HSBC	65	0
Siemens	66	0
Ultrapar	67	1
CPFL	68	1
Klabin	69	1
Tetra Pak	70	0
JBS	71	1
Cosan	72	1
Randon	73	1
Azul	74	0
Duratex	75	1
Totvs	76	1
Grupo EBX	77	0
Citibank	78	0
Telef. Vivo	79	0
Maq.Vendas	80	0
Acelormital	81	0
CCR	82	1
Promon	83	0
BTG Pactual	84	1
Souza Cruz	85	0
Samsung	86	0
Pfizer	87	0
Eletronbras	88	1
Lojas Hering	89	0
3M	90	0
Cargill	91	0
Whirlpool	92	1
Amil	93	0
Sony	94	0
Bunge	95	0
H.Albert Einst	96	0
Porto Seguro	97	1
BMW	98	0
Marcopolo	99	1

L'OREAL	100	0
---------	-----	---

Quadro 5: Posições no *ranking* MERCOSUL ano 2013

Fonte: Instituto Análisis e Investigación, elaborado pelo autor

Ano 2014

Empresa	Pontuação	Dummy Merco
Natura	1	1
Itaú/Unibanco	2	1
Ambev	3	1
Nestlé	4	0
Google	5	0
Vale	6	1
Petrobras	7	1
Bradesco	8	1
Gerdau	9	1
Coca-cola	10	0
Unilever	11	0
Apple	12	0
Votorantim	13	0
Boticário	14	0
Johnson & Jo	15	0
Brasil	16	1
Microsoft	17	0
Embraer	18	1
Volkswagen	19	0
H.Albert Einst	20	0
Fiat	21	0
P&G	22	0
GPA	23	0
Honda	24	0
Oderbrecht	25	0
Volvo	26	0
IBM	27	0
Toyota	28	0
Nike	29	0
Samsung	30	0
Facebook	31	0
Magaz. Luiza	32	1
Lojas Hering	33	1
Globo	34	0
Abril	35	0
CEF	36	0
Porto Seguro	37	1
Correios	38	0
Santander	39	0
Bosch	40	0
Philips	41	0
Cielo	42	1
Lojas Renner	43	1
GE	44	0
Walmart	45	0
Carrefour	46	0
BRF	47	1
Azul	48	0
Alpargatas	49	1
Empr.Randon	50	0
Itaipu	51	0

3M	52	0
Fleury	53	1
Marcopolo	54	1
Novartis	55	0
Klabin	56	1
Siemens	57	0
Basf	58	0
Caterpillar	59	0
Suzano	60	1
Dupont	61	0
Latam	62	0
Cemig	63	1
Totvs	64	1
Tractebel	65	0
Eletrobras	66	1
Weg	67	1
Bunge	68	0
JBS	69	1
Whirlpool	70	1
Ultrapar	71	1
CSN	72	0
Fun D.Cabral	73	0
Cargill	74	0
Mondelez	75	0
Telef. Vivo	76	0
CPFL	77	1
Cosan	78	1
Elektro	79	1
Amil	80	0
Promon	81	0
3G Capital	82	0
Tetra Pak	83	0
Pfizer	84	0
Localiza	85	1
Tramontina	86	0
Hyundai	87	0
Usiminas	88	1
Tigre	89	0
BTG Pactual	90	1
Kaizen	91	0
Ford	92	0
Merced Benz	93	0
GM	94	0
Sony	95	0
CCR	96	1
BNDES Part.	97	1
Adidas	98	0
Danone	99	0
John Deere	100	0

Quadro 6: Posições no *ranking* MERCOSUL ano 2014

Fonte: Instituto Análisis e Investigación, elaborado pelo autor

Ano 2016

Empresa	Pontuação	Dummy Merco
---------	-----------	-------------

Natura	1	1
Itaú/Unibanco	2	1
Ambev	3	1
Google	4	0
Nestlé	5	0
Unilever	6	0
Boticário	7	0
Apple	8	0
Microsoft	9	0
Coca-cola	10	0
Bradesco	11	1
H.Albert Einst	12	0
GPA	13	0
Johnson & Jo	14	0
Fiat	15	0
BRF	16	1
Embraer	17	1
Votorantim	18	0
P&G	19	0
Gerdau	20	1
Latam	21	0
Toyota	22	0
Sansung	23	0
Disney	24	0
Netflix	25	0
Facdbook	26	0
Santander	27	0
HP	28	0
IBM	29	0
3M	30	0
Alpargatas	31	1
Lojas Renner	32	1
Serasa Exp.	33	0
Fleury	34	1
Honda	35	0
Tramontina	36	0
Brasil	37	1
Magaz. Luiza	38	1
BMW	39	0
Danone	40	0
Ipiranga	41	0
Porto Seguro	42	1
Abril	43	0
Lojas Hering	44	1
GE	45	0
Sony	46	0
Volkswagen	47	0
Pfizer	48	0
Azul	49	1
Globo	50	0
Tigre	51	0
GM	52	0
Riachuelo	53	0
Ajinomoto	54	0
Klabin	55	1
Avianca	56	0
Raizen	57	1
Motorola	58	0

Braskem	59	1
Suzano	60	1
Fibria	61	1
Bunge	62	0
Raia Drogasil	63	1
Totvs	64	1
Loj.American	65	1
Carrefour	66	0
Whirlpool	67	1
Alcoa	68	0
Ford	69	0
Vale	70	1
Gol	71	1
Localiza	72	1
Tetra Pak	73	0
JBS	74	1
Casas Bahia	75	0
Ultrapar	76	1
Renault	77	0
Sabin	78	0
Cargill	79	0
Walmart	80	0
Omint	81	0
Elektro	82	1
Usiminas	83	1
Weg	84	1
Telef.Brasil	85	1
Grupo Caca	86	0
Monsanto	87	0
África	88	0
Equa.Energia	89	1
Caterpillar	90	0
Accenture	91	0
Petrobras	92	1
Souza Cruz	93	0
Panasonic	94	0
MC Donalds	95	0
Heineken	96	0
Correios	97	0
Gafisa	98	1
CPFL	99	1
Volvo	100	0

Quadro 7: Posições no *ranking* MERCOSUL ano 2016

Fonte: Instituto Análisis e Investigación, elaborado pelo autor

Ano 2017

Empresa	Pontuação	Dummy Merco
Natura	1	1
Google	2	0
Itaú/Unibanco	3	1
Boticário	4	0
Ambev	5	1
Nestlé	6	0
Unilever	7	0
Apple	8	0
Microsoft	9	0

Johnson & Jo	10	0
Coca-cola	11	0
H.Albert Einst	12	0
P&G	13	0
Samsung	14	0
Embraer	15	1
Gerdau	16	1
Tramontina	17	0
Volkswagen	18	0
Toyota	19	0
Facebook	20	0
Tigre	21	0
Honda	22	0
Netflix	23	0
Votorantim	24	0
Avon	25	0
Porto Seguro	26	1
IBM	27	0
Magaz. Luiza	28	1
Volvo	29	0
HP	30	0
Bradesco	31	1
Serasa Exp.	32	0
Danone	33	0
Fiat	34	0
Merced.Benz	35	0
GPA	36	0
Lojas Hering	37	1
Heineken	38	0
Bayer	39	0
GM	40	0
Lojas Renner	41	1
3M	42	0
Azul	43	1
Amazon	44	0
Ford	45	0
Siemens	46	0
Ipiranga	47	0
LG	48	0
Cielo	49	1
Santander	50	0
Latam	51	0
Alpargatas	52	1
Abril	53	0
Disney	54	0
Roche	55	0
Carrefour	56	0
Raia Drogasil	57	1
Localiza	58	1
Renault	59	0
Avianca	60	0
MC Donalds	61	0
Pepsico	62	0
Weg	63	1
Brasil	64	1
Casas Bahia	65	0
Pfizer	66	0
Klabin	67	1

Vale	68	1
Gol	69	1
Bunge	70	0
Caterpillar	71	0
Globo	72	0
Whirlpool	73	1
Fleury	74	1
Totvs	75	1
Basf	76	0
Suzano	77	1
CPFL	78	1
Fibria	79	1
BRF	80	1
Eletróbrás	81	1
Braskem	82	1
Eaton	83	0
Telef. Brasil	84	1
Correios	85	0
Amil	86	0
Grupo Caca	87	0
Mondelez	88	0
Cargill	89	0
Gr. Muffato	90	0
Petrobras	91	1
Gr. Zaffari	92	0
Gafisa	93	1
África	94	0
Sygenta	95	0
CEF	96	0
ENEL	97	0
Walmart	98	0
Hiunday	99	0
GE	100	0

Quadro 8: Posições no *ranking* MERCOSUL ano 2017

Fonte: Instituto Análisis e Investigación, elaborado pelo autor