



Impacto do Nível de Reputação Corporativa no Risco da Empresa

Mestrado em Gestão

Ricardo Luís Sebastião Malhó

Leiria, dezembro de 2020



Impacto do Nível de Reputação Corporativa no Risco da Empresa

Mestrado em Gestão

Ricardo Luís Sebastião Malhó

Dissertação realizada sob a orientação da Doutora Lígia Catarina Marques Febra, Professora na Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria e coorientação da Doutora Magali Pedro Costa, Professora na Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, dezembro de 2020

Originalidade e Direitos de Autor

A presente dissertação é original, elaborada unicamente para este fim, tendo sido devidamente citados todos os autores cujos estudos e publicações contribuíram para a elaborar.

Reproduções parciais deste documento serão autorizadas na condição de que seja mencionado o Autor e feita referência ao ciclo de estudos no âmbito do qual a mesma foi realizado, a saber, Curso de Mestrado em Gestão, no ano letivo 2019/2020, da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria, Portugal, e, bem assim, à data das provas públicas que visaram a avaliação destes trabalhos.

Dedicatória

Dedico este trabalho aos meus pais, Jorge e Cidália, e à minha irmã Maria Beatriz.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Agradecimentos

Em primeiro lugar, gostaria de expressar os meus sinceros agradecimentos para com as minhas orientadoras, a Doutora Lígia Febra e a Doutora Magali Costa pela sua contínua paciência, apoio e conhecimento para a elaboração da presente dissertação. Sem as quais a realização da mesma não seria possível.

De seguida, gostaria de agradecer a todos aqueles que me auxiliaram das mais diversas formas na elaboração da mesma, aos meus amigos que nunca me deixaram caminhar sozinho, por todos os seus conselhos e companhia no desenvolvimento desta pesquisa.

Ainda gostaria de agradecer a todos os professores do curso por de forma direta ou indireta terem contribuído para a realização e conclusão deste trabalho.

Em último lugar, quero agradecer à minha família pelo seu apoio incondicional em termos emocionais ao longo desta jornada. É a eles que dedico este trabalho.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Resumo

O impacto da reputação corporativa no risco das empresas foi alvo de alguns estudos num passado recente. Não obstante existem resultados contraditórios, procuramos, dessa forma, colmatar essa lacuna com o presente estudo. O principal objetivo é a análise do impacto da reputação corporativa no risco total e no risco sistemático.

A presente dissertação propõe entender se o investimento em reputação corporativa efetuado pelas empresas é benéfico para os investidores no sentido que diminui o seu risco.

Neste estudo, a amostra é dividida em dois grupos: um grupo composto por empresas pertencentes ao *Reputation Quotient* (RQ), entre 2009 e 2019, e simultaneamente cotadas no NYSE ou NASDAQ, e outro grupo é composto por empresas não pertencentes ao *Reputation Quotient* entre 2009 e 2019, que também estão cotadas ou no NYSE ou no NASDAQ. Obtivemos um total de 84 745 observações para o período entre 6 de janeiro de 2009 e 31 de dezembro de 2019.

Os resultados obtidos não são estatisticamente significativos. Contudo demonstram uma tendência para que empresas com elevada reputação corporativa exibam maior risco total, mas menor risco sistemático quando comparadas com aquelas com menor reputação corporativa.

Palavras-chave: Reputação; Risco Total; Risco Sistemático; RQ

Abstract

The impact of corporate reputation on firm's risk has been the subject of some studies in a recent past. Despite contradictory results, we try to fill this gap with the present study. The main objective is to analyse the impact of corporate reputation on total and systematic risk.

This dissertation proposes to understand whether the investment in corporate reputation made by firms is beneficial for investors in a way that it reduces their risk.

The sample is divided in two groups: one group is constituted by firms belonging to the Reputation Quotient between 2009 and 2019, either listed on NYSE or NASDAQ, the other group is constituted by firms not belonging to the Reputation Quotient between 2009 and 2019, also listed on NYSE or NASDAQ. We obtain a total of 84 745 observations, referring to the period between January 6th 2009 and December 31st 2019.

The results are not statistically significant. However, they show a tendency for firms with a high corporate reputation to exhibit higher total risk, but less systematic risk when compared to those with a lower corporate reputation.

Keywords: Reputation; Total Risk; Systematic Risk; RQ

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Índice

Originalidade e Direitos de Autor	iii
Dedicatória	v
Agradecimentos	vii
Resumo	ix
Abstract	xi
Lista de tabelas	xv
Lista de siglas e acrónimos.....	xvii
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura.....	4
2.1. Reputação Corporativa.....	4
2.1.1. Definição e conceptualização	4
2.2. Medidas de Reputação	7
2.3. Relação entre o nível de reputação corporativa e o risco	13
3. Hipóteses de Investigação	17
4. Metodologia.....	19
5. Amostra e Dados.....	23
6. Resultados Empíricos	26
7. Conclusões	29
Bibliografia.....	31
Anexos.....	41

Lista de tabelas

Tabela 1 - Definições de Reputação Corporativa	6
Tabela 2 - Empresas RQ 2009-2019.....	23
Tabela 3 - Amostra Final.....	24
Tabela 4 - Estatísticas Descritivas Variância das Rendibilidades Semanais	25
Tabela 5 - Teste <i>U</i> de <i>Mann-Whitney</i>	26
Tabela 6 - Estimação do Modelo <i>Ordinary Least Squares</i>	27

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de siglas e acrónimos

AMAC	<i>America's Most Admired Companies</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CEO	<i>Chief Executive Officers</i>
CBR	<i>Customer based Corporate Reputation</i>
CSP	<i>Corporate Social Performance</i>
EUA	Estados Unidos da América
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
PIB	Produto Interno Bruto
RQ	<i>Reputation Quotient</i>
ROIC	<i>Return on Invested Capital</i>
S&P500	<i>Standard & Poor's 500</i>
WMAC	<i>World's Most Admired Companies</i>

1. Introdução

No contexto atual, caracterizado por uma economia global, de mercados livres e competição entre nações, no qual impera a obtenção de uma vantagem competitiva em relação à concorrência, essa vantagem pode entre muitos aspetos passar pela reputação. Nos dias que decorrem, sabemos que uma elevada reputação e um baixo risco valorizam a empresa, não só em termos financeiros, mas também, em termos competitivos.

Reputação corporativa é a agregação de perceções tidas pelas partes interessadas relevantes de uma organização, isto é, a imagem transmitida pela organização para os clientes, colaboradores, fornecedores, gerentes, credores, media e comunidade e a qual os mesmos acreditam que a representa (Chun, 2005). A reputação é, portanto, um recurso intangível valioso que confere ao seu portador uma vantagem competitiva sustentável (Barney, 1991; Boyd, Bergh, & Ketchen, 2010; Dierickx & Cool, 1989; Hall, 1992; Ponzi, Fombrun, & Gardberg, 2011; Rindova & Martins, 2012; Roberts & Dowling, 2002; Shamma, 2012). De acordo com Hall (1992), é aliás considerada pelos *Chief Executive Officers* (CEO) o recurso mais valioso de uma empresa. Reputação é o resultado de anos de trabalho, sendo um recurso frágil, que demora a construir e pode ser danificado com bastante facilidade, não podendo ser adquirido (Hall, 1992). Vários estudos, consistentemente concluem que reputação é um ativo raro, inimitável, valioso e causalmente ambíguo (Boyd *et al.*, 2010). Para Flanagan e O'Shaughnessy (2005), é um dos recursos estratégicos mais importantes de uma empresa.

Segundo Tischer e Hildebrandt (2014), elevada reputação corporativa é um dos ativos mais valiosos de uma empresa, que pode proporcionar inúmeros benefícios às empresas, entre os quais, diminuir os seus custos totais (Deephouse, 2000; Fombrun, 1996), possuir melhores condições de financiamento (Vergin & Qoronfleh, 1998), praticar preços *premium* (Deephouse, 2000; Fombrun, 1996; Fombrun & Shanley, 1990; Rindova, Williamson, Petkova, & Sever, 2005; Shapiro, 1983), atrair e manter melhores colaboradores (Fombrun, 1996; Roberts & Dowling, 2002; Vergin & Qoronfleh, 1998), atrair mais investidores (Srivastava, McInish, Wood, & Capraro, 1997), atrair clientes (Fombrun, 1996; Vergin & Qoronfleh, 1998), aumentar rendibilidade (Roberts & Dowling, 2002) e criar barreiras competitivas (Deephouse, 2000; Fombrun, 1996).

O risco da empresa é um elemento central da gestão estratégica (March & Shapira, 1987; Ruefli, Collins, & Lacugna, 1999) uma vez que decisões estratégicas que permitam diminuir o risco acrescem valor à empresa. De modo geral, risco é visto como o grau de incerteza associado a um evento ou acontecimento. Existem dois tipos de risco: o sistemático e o não sistemático. O primeiro também denominado como risco de mercado é aquele que é inerente a todas as empresas e não pode ser reduzido ou eliminado através da diversificação. Este é influenciado por fatores como: taxas de juro, taxas de câmbio, inflação, crises financeiras, bancárias e políticas, quer nacionais quer internacionais, entre outros. O segundo também apelidado de risco específico é o resultado, de como o próprio nome indica, de fatores específicos que afetam uma empresa e um grupo de empresas, mas não a totalidade do mercado. Este tipo de risco pode ser minimizado através da diversificação da carteira de investimentos (Markowitz, 1952). O risco total de uma empresa é portanto, a soma do risco sistemático com o não sistemático (Ross, Westerfield, & Jaffe, 1993)

A relação entre reputação corporativa e risco é, ainda uma temática pouco abordada pela comunidade científica, embora já exista alguma literatura, como por exemplo: Delgado-García, de Quevedo-Puente, e Díez-Esteban, (2013); Gregory, (1998); Jones, Jones, e Little, (2000); Krueger e Wrolstad, (2016); Srivastava *et al.*, (1997).

De acordo com Walker (2010), a maioria dos estudos existentes sobre reputação corporativa centram-se na análise do seu impacto no desempenho financeiro (Black, Carnes, & Richardson, 2000; Brammer, Brooks, & Pavelin, 2004; Deephouse, 1997; Dunbar & Schwalbach, 2000; Gatzert, 2015; Roberts & Dowling, 1997; Sabate & Puente, 2003; Vergin & Qoronfleh, 1998; Vig, Dumicic, & Klopota, 2017).

Neste sentido o objetivo do presente estudo é a análise do impacto do nível de reputação corporativa no risco das empresas. Este estudo é relevante no sentido em que, para além de ser um tema ainda pouco estudado, pode ter implicações nas decisões estratégicas das empresas e investidores, uma vez, que se pretende verificar se a reputação é um fator influenciador do nível de risco e consequentemente pode afetar o valor da empresa. Este estudo distingue-se dos restantes nos seguintes aspetos: i) utiliza horizonte temporal mais recente (pois a maioria dos estudos são anteriores a 2007) e mais longo (11 anos, entre 2009 e 2019), ii) utilização de uma medida de mensuração de reputação corporativa ainda pouco utilizada, mas que segundo a literatura é uma medida robusta e fiável e iii) utilização de

critério de assiduidade no índice de reputação (mínimo de 3 anos). Pretende-se com este estudo verificar se a reputação corporativa influencia o risco da empresa, total e sistemático.

Esta dissertação está estruturada da seguinte forma: após a introdução segue-se o capítulo da revisão da literatura relativamente ao estado da arte da reputação corporativa e risco, de seguida são definidas as hipóteses, bem como a metodologia. No capítulo seguinte é apresentada a amostra utilizada. Os resultados são apresentados e analisados no capítulo seguinte. E por fim são apresentadas as principais conclusões do estudo.

2. Revisão da Literatura

Neste capítulo serão apresentados todos os conceitos considerados relevantes para este estudo, relativamente à reputação corporativa e risco, nomeadamente, definições, medidas, características, e estudos que relacionam as duas temáticas.

2.1. Reputação Corporativa

2.1.1. Definição e conceptualização

Desde a década de 90 que a reputação corporativa tem figurado com destaque na investigação no campo de gestão (Rindova, Williamson, & Petkova, 2010).

De acordo com a pesquisa de Veh, Göbel, e Vogel (2019), o campo da reputação corporativa é substancialmente construído nos trabalhos de um investigador : Charles Fombrun, tanto no que se refere aos seus artigos em nome individual como com outros investigadores, não menosprezando o seu livro de 1996 “*Reputation: Realizing Value from the Corporate Image*” (Fombrun, 1996).

Veh *et al.*, (2019), analisaram publicações em língua inglesa na área de reputação até 2016 (inclusive), e concluíram que os artigos que estão no centro da maioria dos artigos da área, sendo também os mais citadas são: Fombrun (1996) e Fombrun e Shanley (1990).

O artigo de Fombrun e Shanley (1990), foi considerado como o “ponto de viragem” na área por Carroll (2013) e como sendo “fundacional” por Walker (2010) na pesquisa sobre reputação corporativa. De seguida o livro de Fombrun (1996) foi reconhecido como o próximo grande desenvolvimento na literatura académica de negócios (Carroll, 2013) em reputação corporativa.

A reputação corporativa é um dos ativos intangíveis mais importantes, que providência vantagem competitiva para as empresas no mercado global (Petkova, Rindova, Sever, & Williamson, 2005; Rindova, Pollock, & Hayward, 2006; Roberts & Dowling, 2002; Sarstedt, Wilczynski, & Melewar, 2013; Schwaiger, 2004). A reputação é cada vez mais reconhecida

pela sua capacidade de influenciar as partes interessadas, e no envolvimento das mesmas com as empresas (Fombrun, 1996, 2012). No entanto, os investigadores reconhecem que o conceito de reputação corporativa permanece pouco claro (Chun, 2005).

Não existe na literatura uma definição única de reputação, no entanto, é unânime que corresponde a um conjunto de percepções (Barnett, Jermier, & Lafferty, 2006; Chun, 2005; Fombrun, 2012; Fombrun & van Riel, 1997; Pfarrer, Pollock, & Rindova, 2010; Rindova & Martins, 2012; Roberts & Dowling, 2002; Shamma, 2012; Walker, 2010; Wartick, 2002).

De acordo com Veh *et al.*, (2019) e Walker (2010), a definição mais referenciada de reputação corporativa na literatura é a de Fombrun (1996, p.72), “reputação representa as percepções das ações passadas e das perspectivas futuras de uma empresa que descrevem o apelo geral da mesma aos seus principais elementos quando comparada com outros rivais.”

Walker (2010) refere que a definição de reputação corporativa assenta nos seguintes atributos: (1) ser baseada em percepções; (2) ser avaliada por todas as partes interessadas; (3) ser comparável; (4) pode ser positiva ou negativa e (5) estável e duradoura.

Barnett *et al.*, (2006), definiram reputação corporativa como o conjunto de julgamentos coletivos dos *stakeholders* com base em avaliações de impactos financeiros, sociais e ambientais ao longo do tempo. Fombrun (2012), com base em Walker (2010) e Barnett *et al.*, (2006), definiu reputação corporativa como uma avaliação coletiva da atratividade da empresa por parte de um grupo específico de *stakeholders* comparativamente às empresas concorrentes.

De acordo com Chun (2005), Fombrun, Gardberg, e Sever (2000) e Fombrun e van Riel, (1997) a definição de reputação distingue-se nas seguintes áreas:

Tabela 1 - Definições de Reputação Corporativa

Área	Definição
Economia	Traços ou sinais que descrevem o comportamento de uma empresa numa determinada situação.
Estratégia	Ativo intangível difícil de imitar, adquirir ou substituir, criando assim barreiras que conferem aos seus proprietários uma vantagem competitiva sustentável.
Contabilidade	Um dos muitos ativos intangíveis, de difícil mensuração, mas que cria valor para as empresas.
Marketing	A reputação resulta das associações e opiniões e crenças dos clientes da entidade, criando assim a imagem de marca.
Comunicação	Traços desenvolvidos a partir das relações e interações entre a empresa e os seus constituintes, que podem ir desde clientes a colaboradores.
Comportamento Organizacional	A reputação tem origem nas opiniões e crenças dos <i>stakeholders</i> internos derivadas da cultura e identidade organizacional.
Sociologia	Reputação é vista como a agregação de perceções do desempenho da empresa comparando com as expectativas e as regras no contexto institucional.

Fonte: Autoria Própria

De acordo com Barnett *et al.*, (2006) e Chun (2005) o conceito de reputação corporativa assenta em dois pilares: imagem e identidade. A imagem corporativa, pode ser entendida como a perceção dos *stakeholders* externos sobre a organização. Esta é construída por um conjunto de sinais derivados de informações contabilísticas e de mercado, relatos da comunicação social e outros fatores não-económicos tidos pelo público (Fombrun & Shanley, 1990). A identidade de uma empresa pode ser considerada como a forma que os *stakeholders* internos veem a organização e como a mesma pretende ser vista pelo exterior (Barnett *et al.*, 2006; Chun, 2005)

Shamma (2012) considera, no entanto, que para além desses dois pilares, a definição de reputação corporativa se sustenta na marca, personalidade, associações e comunicação.

2.2. Medidas de Reputação

Reputação corporativa, tal como anteriormente referido, é considerada como uma variável multidimensional (Berens & van Riel, 2004; Fombrun *et al.*, 2000; Rindova & Martins, 2012; Rindova *et al.*, 2005; Schwaiger, 2004; Walsh & Beatty, 2007).

Em 2007, o *Reputation Institute* identificou 183 listas públicas de *ratings* e *rankings* de reputação em 38 países diferentes. (Fombrun, 2007).

Com base na literatura o *ranking* mais utilizado para medir a reputação corporativa é o “*Most Admired Companies*” da revista “*Fortune*” (Fombrun, 1998; Fryxell & Jia Wang, 1994; Veh *et al.*, 2019; Walker, 2010). Este *ranking* foi publicado pela 1ª vez em 1982, a sua popularidade encorajou várias publicações regionais a imitar a metodologia da revista “*Fortune*”, proliferando sobretudo pela Europa e na Ásia, mas também em países específicos, como é o caso do Reino Unido, França, Alemanha e Austrália (Fombrun, 1998).

De acordo com Fombrun (1998), a reputação medida através de inquéritos apresenta algumas fraquezas. Por exemplo, a maioria é tendenciosa na avaliação das empresas e escolha de critérios de avaliação e classificação (Fombrun, 1998). Existe, por isso, de acordo com Fombrun (1998) e Walker (2010) a necessidade de desenvolver uma medida de mensuração de reputação corporativa que pressuponha a agregação das opiniões dos diversos *stakeholders*, valorizando tanto as dimensões de análise, como os critérios de avaliação. É importante agrupar as opiniões dos diversos grupos de *stakeholders*, pois cada grupo valoriza

de forma distinta as diferentes dimensões (Walker, 2010), uma vez que as atuais apenas refletem a visão de um grupo de *stakeholders*. (Deephouse, 1997; Walker, 2010).

De acordo com Brown e Perry (1994) e Fryxell e Jia Wang (1994), o desempenho financeiro influencia a classificação das empresas no índice “*Most Admired Companies*” da revista “*Fortune*”. Os mesmos autores, concluíram que existe um fator determinante subjacente à base de dados que aparenta ser predominantemente financeiro na sua construção, isto é, um “*Halo Financeiro*” no índice. Esta limitação deve-se ao facto dos inquiridos serem “especialistas”, isto é, a análise foca-se apenas num grupo de *stakeholders*, executivos e analistas financeiros, e os mesmos tendem a dar mais importância a aspetos financeiros (Fryxell & Jia Wang, 1994). Brown e Perry (1994), desenvolveram um método de remoção do referido “*Halo Financeiro*”, contudo as elevadas correlações permanecem mesmo após a supressão do mesmo, suspeitando-se que se deve à sobreposição de conteúdos nos inquiridos, mais concretamente financeiros. Conforme Fombrun e Shanley (1990), o desempenho financeiro explica cerca de metade da variância na classificação da empresa no índice da revista “*Fortune*”. Capraro e Srivastava (1997), discordam de Brown e Perry (1994), afirmando que exageraram no impacto promovido pelo desempenho financeiro na reputação, concluindo que não tem impacto em todas as secções, exemplificando com a secção de qualidade de produto e serviço, e que poderá existir um “*Halo Financeiro*”, mas se existir terá menos preponderância do que o afirmado pelos mesmos.

A reputação corporativa é por norma mensurada, relatada e monitorizada pelos órgãos de comunicação social e monitores sociais (Fombrun, 1998; Walker, 2010). De seguida serão enumerados e descritos os índices de maior relevância segundo Chun (2005), Fombrun (1998), Fombrun, Ponzi, e Newburry (2015), Fombrun *et al.*, (2000), Gardberg e Fombrun, (2002), Ponzi, Fombrun, e Gardberg (2011), Sarstedt *et al.*, (2013), Shamma (2012) e Walker (2010):

- i. *America's Most Admired Companies* (AMAC) pela *Fortune*, na qual a análise é exclusiva de empresas que operam em território Norte-Americano dos diversos setores industriais e de serviços. É a medida de reputação mais antiga, tendo iniciado em 1984 e dura até aos dias de hoje, tendo, portanto, uma grande longevidade. Esse fator alavanca a utilização desta medida em detrimento de outras pois permite efetuar uma comparação cronológica. Esta medida é construída através de um *survey* que inquiri executivos de topo e analistas financeiros sobre os seguintes itens: (1)

- solidez financeira; (2) valor como investimento a longo-prazo; (3) uso inteligente dos ativos corporativos; (4) índice de inovação; (5) habilidade de atrair, desenvolver e reter colaboradores talentosos; (6) qualidade dos produtos e serviços; (7) qualidade dos órgãos de gestão e (8) responsabilidade para com a comunidade e meio ambiente.
- ii. A revista Alemã, *Manager Magazine* realiza a avaliação às 100 maiores empresas industriais e de serviços, do próprio país desde 1987, com base nas opiniões de aproximadamente 2000 executivos de topo relativamente aos seguintes aspetos: (1) qualidade da gestão, inovação; (2) capacidade de comunicação; (3) orientação ambiental; e (4) estabilidade financeira.
- iii. *Britain's Most Admired Companies* da revista *Management Today*, criada em 1991, e definida com base nas opiniões de conselhos de administração, das 250 maiores empresas britânicas, e de analistas especialistas dos 10 maiores bancos de investimentos. É efetuado um inquérito que solicita aos participantes a classificação das empresas de capital aberto, presentes em 26 sectores em território britânico de acordo com os seguintes critérios: (1) qualidade dos órgãos de gestão; (2) solidez financeira; (3) habilidade para atrair, desenvolver e reter colaboradores talentosos; (4) qualidade dos produtos e serviços; (5) valor como investimento a longo-prazo; (6) capacidade de inovação; (7) qualidade do *marketing*; (8) responsabilidade para com a comunidade e meio ambiente; e (9) uso eficiente de ativos corporativos.
- iv. *Asia's Most Admired Companies*, produzida pela revista *Asian Business*, na qual são questionados aleatoriamente especialistas, entre os quais executivos, CEO'S, membros do conselho de administração. Os participantes classificam as 50 maiores empresas (seleccionadas pelo volume de negócios) de acordo com os seguintes critérios: (1) admiração geral; (2) qualidade da gestão; (3) qualidade dos produtos e serviços; (4) contribuição para a economia local; (5) ser um bom empregador; (6) potencial para lucro futuro; e (7) capacidade de lidar com um ambiente económico em mudança. Para além disso, os participantes ordenam os atributos consoante a sua importância.
- v. *Asia's Leading Companies*, publicada pela *Far Eastern Economic Review*, teve início em 1993, questiona executivos subscritores da revista de forma aleatória, sendo construídos 2 grupos de trabalho, um que analisa as empresas asiáticas e outro que classifica as multinacionais não-asiáticas. A avaliação é feita com base nos seguintes critérios: (1) liderança; (2) consciência geral da empresa; (3) elevada qualidade de produtos e serviços; (4) inovação como resposta às necessidades dos

- clientes; (5) estabilidade financeira de longo-prazo; e (6) empresas que as tentam copiar ou imitar.
- vi. *World's Most Respected Companies*, publicada pela 1ª vez em 1994, pela revista *Financial Times*, na qual os gestores de empresas de capital aberto, empresas estatais, subsidiárias e empresas privadas de 53 países são interpelados para exprimir a sua opinião acerca de qual a empresa mais respeitada: no mundo; de cada indústria, da sua região e o líder que mais respeitam segundo os seguintes 8 critérios: (1) estratégia forte e bem planeada; (2) maximização da satisfação e lealdade do cliente; (3) liderança; (4) qualidade dos produtos e serviços; (5) consistência contabilística; (6) cultura corporativa robusta e humana; (7) sucesso na adaptação à mudança; e (8) globalização dos negócios. Após isto, os participantes classificam os atributos que consideram tornar uma empresa mais respeitada, as respostas dos participantes são ponderadas pelo Produto Interno Bruto (PIB) do país do CEO.
- vii. *100 Best Managed Companies* da revista *Industry Week*, realizado pela 1ª vez em 1997. É um índice que contém a opinião de 85 especialistas internacionais e diretores da revista, na qual são analisadas as 1000 maiores empresas industriais baseadas no volume de negócios. Para apurar os melhores é analisado o desempenho financeiro das empresas e utilizada uma fórmula. Os melhores são questionados acerca dos seguintes atributos: (1) pessoas; (2) sociedade; (3) mercados; e (4) mudança. No final os editores da revista escolhem as 100 melhores empresas.
- viii. *World's Most Admired Companies* (WMAC) pela *Fortune* foi criado em 1997, sendo muito semelhante ao *America's Most Admired Companies*. Os participantes na avaliação são executivos seniores, diretores de várias indústrias e analistas financeiros. A revista começa por selecionar as maiores empresas em termos de volume de negócios. Os participantes escolhem a empresa que mais admiram a nível global e classificam as empresas da mesma indústria, essa classificação baseia-se nos 8 critérios seguintes: (1) qualidade do órgão de gestão; (2) qualidade dos produtos e serviços; (3) inovação; (4) valor como investimento a longo-prazo; (5) solidez financeira; (6) habilidade de atrair, desenvolver e reter colaboradores talentosos; (7) responsabilidade para com a comunidade e meio ambiente; e (8) uso eficiente dos ativos corporativos. Para além disto, também é medida a globalização.
- ix. *Reputation Quotient* (RQ), devido à escassez de instrumentos válidos para mensurar reputação, o *Reputation Institute* lançou em 1998 um projeto global para colmatar esta falha, do qual resultou o desenvolvimento do RQ em parceria com a *Harris*

- Interactive* (Fombrun *et al.*, 2000; Gardberg & Fombrun, 2002; Ponzi *et al.*, 2011). A reputação corporativa é considerada como uma variável multidimensional, e tem em conta as diferentes perceções dos diversos grupos de *stakeholders* em relação à empresa. As dimensões são: (1) apelo emocional; (2) produtos e serviços; (3) visão e liderança; (4) responsabilidade social e ambiental; (5) ambiente no local de trabalho; e (6) desempenho financeiro. No seu desenvolvimento, os primeiros passos foram rever os itens das 8 medidas mais visíveis de reputação corporativa. O que resultou numa lista com 27 itens, após isso os autores acrescentaram mais alguns, sugeridos, tanto por académicos, como por profissionais da área, e ainda pelo seu parceiro, a *Harris Interactive*, sendo o resultado final de 32 itens. É uma das medidas de reputação corporativa mais popular e utilizada pelos académicos (Shamma, 2012).
- x. Helm (2005), desenvolveu uma medida similar ao RQ, considerando também a reputação como uma variável multidimensional, a medida é composta pelos seguintes critérios: (1) qualidade dos produtos; (2) compromisso para com a proteção do meio ambiente; (3) sucesso corporativo; (4) respeito para com os colaboradores; (5) orientação para o cliente; (6) compromisso com a caridade e questões sociais; (7) valor pelo dinheiro dos produtos; (8) desempenho financeiro; (9) qualificação do órgão de gestão; e (10) credibilidade da publicidade. Apesar de na generalidade ser uma medida válida, é necessário proceder à sua validação em outras indústrias (visto que foi testado na indústria produtora de bens de consumo) e com outros *stakeholders*, como foi referido por Helm (2005).
- xi. *RepTrak Pulse* foi desenvolvido com base no RQ, tendo por objetivo apenas a mensuração do apego emocional das pessoas para com a empresa (Ponzi *et al.*, 2011). Na conceção deste indicador Ponzi *et al.*, (2011), basearam-se na teoria da sinalização para conceptualizar reputação corporativa como um conjunto de crenças sobre a organização. desenvolvendo uma escala de reputação reduzida, baseando as escalas em emoções diferenciado entre os impulsionadores de reputação corporativa e a sua construção. As dimensões de reputação corporativa considerada nesta medida são as seguintes: (1) sentimento para com a empresa; (2) admiração e respeito; (3) confiança na empresa; e por último (4) reputação geral. Fombrun *et al.*, (2015), validaram como medida abreviada de reputação corporativa, através do seu estudo em 6 países e em várias indústrias. Estes últimos autores acrescentaram dimensões à análise, em particular: (1) produtos e serviços; (2) inovação; (3) ambiente no local de trabalho; (4) *governance*; (5) cidadania; (6) liderança; e (7) desempenho

financeiro. Uma vez, que foi retirado do RQ, deu origem a uma medida separada de afeto emocional para com a empresa. Foi a 1ª medida a reconhecer reputação corporativa como a percepção de vários grupos de *stakeholders*.

- xii. *Customer based Corporate Reputation* (CBR), foi uma abordagem introduzida por Walsh e Beatty (2007), alegando que as medidas de reputação corporativa à data não englobavam um importante grupo de *stakeholders*, os consumidores finais. Para compensar esta fraqueza os autores implementaram a escala CBR, uma revisão do RQ, composta por 28 itens refletidos em 5 dimensões: (1) orientação para o cliente; (2) empresa como empregadora; (3) solidez e fiabilidade financeira da empresa; (4) qualidade dos produtos e serviços; e (5) responsabilidades sociais e ambientais. Recentemente Walsh, Mitchell, Jackson, e Beatty (2009), reformularam a CBR diminuindo para 15 itens, desenvolvendo, portanto, uma forma abreviada do CBR.
- xiii. Schwaiger (2004) desenvolveu uma medida formativa de reputação corporativa, tal como Helm (2005). O autor identificou 4 dimensões, com 21 indicadores, são elas: (1) qualidade; (2) desempenho; (3) atração; e (4) responsabilidade social corporativa, sendo que esta abordagem foi validada em vários países.

Existe falta de consenso tanto nos critérios, como nas vastas medidas de mensuração da reputação corporativa. Ainda existe confusão entre antecedentes e consequências de reputação, inclusive os critérios e áreas de mensuração. O estudo de Sarstedt *et al.*, (2013), conclui que todos os indicadores (o RQ, o CBR, *Schwaiger* e *Helm*) com exceção do AMAC, atingem níveis comparáveis de validade e convergência, contudo as medidas preferíveis em termos de validade de critérios são o RQ e *Schwaiger*. Esta conclusão corrobora os resultados obtidos por Brown e Perry (1994) e Fryxell e Jia Wang (1994) na medida de que o AMAC não mede reputação de uma forma geral, mas sim sobreavalia o desempenho financeiro.

Wartick (2002), afirma que o *Reputation Quotient* (RQ) é uma boa medida de reputação porque é amplo e genérico o suficiente, que o torna mais aplicável para a maioria dos grupos de *stakeholders* e para a maioria dos contextos culturais. Segundo Kanto, Run, e Isa (2016), o *RepTrak Pulse* foi recentemente utilizado para justificar o porquê do *Reputation Quotient* (RQ) ser a melhor ferramenta para avaliar a reputação corporativa, uma vez, que o *RepTrak Pulse* foi retirado do RQ. O *Reputation Quotient* (RQ), emergiu como uma ferramenta válida, fiável e robusta para medir reputação corporativa (Fombrun *et al.*, 2000; Gardberg & Fombrun, 2002). Ademais foi também validado de forma transcultural, ou seja, em vários países (Ponzi *et al.*, 2011).

Segundo Veh *et al.* (2019), que realizaram um estudo envolvendo a revisão da literatura do campo de reputação corporativa até ao ano de 2016 (inclusive), concluíram que os índices de reputação corporativa mais utilizados em estudos por ordem decrescente são: (1) o *ranking* da revista *Fortune* (AMAC e WMAC), (2) *Reputation Quotient* (RQ), (3) *RepTrak Pulse* e por último (4) o modelo de *Schwaiger*.

2.3. Relação entre o nível de reputação corporativa e o risco

O efeito da reputação corporativa no risco de empresa tem recebido pouca atenção por parte da comunidade académica. A sua análise é relevante, uma vez, que o risco de empresa é um elemento central na gestão estratégica das empresas (Ruefli *et al.*, 1999), e na tomada de decisão dos investidores.

Tradicionalmente, os investigadores sempre assumiram que boa reputação corporativa reduz o risco de empresa, mas reputação corporativa pode ter diferentes efeitos, dependendo do tipo de risco analisado (Delgado-García *et al.*, 2013). Estudos demonstram como várias escolhas estratégicas podem ter influências diferentes, dependendo do tipo de risco analisado (Aaker & Jacobson, 1987; Lubatkin & O'Neill, 1987). Sendo que estas influências poderão também ocorrer no caso do ativo estratégico: reputação corporativa.

Segundo Pratt (1964), que aborda a teoria clássica de decisão, risco é normalmente definido como uma variação refletida na distribuição dos possíveis resultados em função da probabilidade de ocorrência, contudo não existe uma definição universalmente aceite de risco (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2013). Risco total é, geralmente, definido como a variância da rendibilidade durante um determinado período de tempo (Ruefli *et al.*, 1999). Com base no modelo de mercado, desenvolvido por Sharpe (1964), o risco total pode ser decomposto em duas componentes: o risco de mercado e o risco específico ou idiossincrático. O risco de mercado ou risco sistemático captura a variação da rendibilidade da empresa resultante de alterações que afetam todas as empresas de um determinado mercado (Aaker & Jacobson, 1987; Miller, Wiseman, & Gomez-Mejia, 2002). O risco idiossincrático captura o grau de variação da rendibilidade das ações que não é explicado por fatores de risco de mercado, tais como, fatores ambientais e macroeconómicos, que afetam as empresas (Aaker & Jacobson, 1987; Miller *et al.*, 2002).

Alguns estudos, que abordam a temática do impacto da relação da reputação corporativa e risco da empresa, focam-se em dois tipos de risco de empresa, *downside risk* e risco

sistemático, ignorando assim a influência da reputação corporativa no risco não sistemático e risco total (Delgado-García *et al.*, 2013). De acordo com March e Shapira (1987) e Ruefli *et al.*, (1999) o *downside risk* é a conceptualização de risco que se refere à probabilidade e magnitude da perda. Em parte, esta não referência ao risco não sistemático pode dever-se ao facto, de segundo a teoria das finanças tradicionais, o risco não sistemático poder ser eliminado através da diversificação (Ruefli *et al.*, 1999). Contudo, alguns investidores e outros *stakeholders* não investidores (colaboradores, fornecedores e clientes) não conseguem diversificar a sua carteira de investimentos e têm de suportar o risco não sistemático (Aaker & Jacobson, 1987; Bansal & Clelland, 2004; Lubatkin & Chatterjee, 1994). Sendo o risco não sistemático a maior componente da volatilidade das ações da empresa (G. Brown & Kapadia, 2007; Goyal & Santa-Clara, 2003; Morck, Yeung, & Yu, 1999), torna-se importante a sua análise. Para além disso, há literatura que refere que o risco não sistemático é tido em consideração pelos órgãos de gestão das empresas (Bansal & Clelland, 2004; Lubatkin & Chatterjee, 1994; Lubatkin & O'Neill, 1987).

Os investidores racionais são avessos ao risco, nesse sentido, perante duas empresas com níveis de rendibilidade semelhantes, preferem investir na que apresenta menor risco (Brammer & Millington, 2005; Fombrun & Shanley, 1990).

Segundo Jones *et al.*, (2000), o elevado nível de reputação serve como um “reservatório de *goodwill*”. Isto é, a reputação protege a empresa face a crises específicas. Para além disto, os autores concluem que o “reservatório de *goodwill*” é um dos meios através do qual se pode reduzir a incerteza (risco). Gregory (1998) verificou que, através de um estudo com espaço temporal muito reduzido, o declínio inesperado tem impacto diferenciado consoante o nível de reputação. As empresas com elevado nível de reputação recuperam de uma crise mais rapidamente.

Srivastava *et al.*, (1997), concluíram que o risco percebido pelos investidores é menor em empresas com elevada reputação (medida por AMAC), criando assim valor para o acionista.

Em particular, Srivastava *et al.*, (1997), encontraram evidência que suporta uma relação positiva entre reputação corporativa e risco sistemático (medido por beta), isto é, quanto maior for o nível de reputação da empresa, maior será o risco sistemático.

Num estudo aplicado ao mercado espanhol, Delgado-García *et al.*, (2013), concluíram que empresas com um elevado nível de reputação apresentam um nível de risco sistemático

maior, mas um nível de risco não sistemático menor. Para além disso, os resultados demonstram que empresas com elevada reputação apresentam risco total menor, ou seja, a subida do risco sistemático é compensada pela redução do risco não sistemático. Por outro lado, os mesmos autores, alertam para a necessidade das empresas com elevada reputação em manter a elevada qualidade dos produtos e serviços, bem como o compromisso com os colaboradores e com a sociedade em períodos economicamente adversos. Ainda, uma empresa com posição consolidada entre as empresas com reputação mais elevada, está menos suscetível a alteração da sua posição nos *rankings* de reputação, resultando num menor risco. Segundo Krueger e Wrolstad (2016), empresas com um nível de reputação mais baixo aparentam ter maiores dificuldades na cobertura do risco. Comparando empresas com diferentes níveis de reputação, as empresas com maior nível de reputação tendem a apresentar menor risco, quer sistemático, quer total, e por consequência geram uma rentabilidade ajustada ao risco significativamente mais elevada (Krueger & Wrolstad, 2016). Os resultados obtidos pelos últimos autores corroboram em parte os resultados obtidos por Delgado-García *et al.*, (2013), na medida em que ambos concluem que o nível de reputação corporativa influencia negativamente o risco total. No entanto o efeito que o nível de reputação no risco sistemático é contraditório. Estes resultados contraditórios podem resultar na utilização de amostras com características e metodologias diferentes.

Orlitzky e Benjamin (2001), evidenciaram que o desempenho social corporativo (CSP), que é um atributo da reputação corporativa, está negativamente correlacionado com risco total e risco sistemático, isto é, quanto maior for o CSP menor é o risco da empresa, e vice-versa. O CSP está mais fortemente correlacionado com medidas de risco de mercado (*Capital Asset Pricing Model - CAPM*) do que com medidas de risco contabilístico (*Return on Invested Capital - ROIC*). Quanto melhor a reputação da empresa relativamente ao CSP, mais reduzido será o risco total e o risco sistemático. Elevado CSP está mais negativamente correlacionado com risco total do que com risco sistemático.

Também existem estudos que analisam a relação inversa, isto é, a influência do risco da empresa na reputação corporativa. Fombrun e Shanley (1990), concluíram que o risco sistemático, medido por beta, e o risco contabilístico, medido pelo coeficiente de variação da rentabilidade do capital investido (ROIC) têm um impacto negativo na reputação corporativa. Brammer e Millington (2006) e Brammer e Millington (2005), corroboram o estudo anterior, evidenciando que o beta das ações influencia negativamente a reputação corporativa. Hammond e Slocum (1996), evidenciaram que um desvio prévio das

rendibilidades do mercado diminui a reputação corporativa. Já num estudo mais recente e em contraste com os anteriores, Musteen, Datta, e Kemmerer (2010), verificam que o beta das ações melhora a reputação.

3. Hipóteses de Investigação

O presente estudo tem como principal objetivo, tal como referido anteriormente, analisar o impacto da reputação corporativa no risco da empresa. Neste capítulo são apresentadas as hipóteses de investigação, bem como a sua fundamentação.

Uma vez que, de acordo com a revisão da literatura efetuada não há consenso, dentro dos escassos estudos existentes, ao nível da relação entre a reputação corporativa e o risco, o presente estudo torna-se de elevada relevância. A identificação dos fatores de risco é de elevada importância, quer para investidores, quer para as empresas. Para os investidores auxilia a tomada de decisão de investimento e para as empresas permite definir estratégias que minimizem o risco e consequentemente que valorizem a empresa.

Apesar de tradicionalmente se considerar que uma boa reputação corporativa reduz o risco, esta relação de causa efeito poderá depender do tipo de risco analisado (Delgado-García *et al.*, 2013). Nesse sentido, este estudo pretende analisar o impacto da relação entre a reputação corporativa e o risco total e sistemático de uma empresa.

De acordo com a literatura, por exemplo, Delgado-García *et al.* (2013) e Krueger e Wrolstad (2016), empresas com elevado nível de reputação apresentam um risco total menor. Delgado-García *et al.*, (2013) argumentam que uma boa reputação corporativa proporciona às empresas melhores recursos, maior estabilidade e condições mais favoráveis. Esta estabilidade leva a uma redução do risco não sistemático, uma vez, que o mesmo é a maior componente do risco total (G. Brown & Kapadia, 2007; Goyal & Santa-Clara, 2003; Morck *et al.*, 1999), Nesse sentido, Delgado-García *et al.*, (2013) consideram que uma boa reputação corporativa reduz o risco total. Para (Shamma, 2012) uma boa reputação tem valor de investimento, as empresas com elevada reputação experienciam maiores recompensas de mercado por surpresas positivas e menores penalizações por surpresas negativas do que outras empresas (Pfarrer *et al.*, 2010). Nesse sentido, a primeira hipótese deste estudo é a seguinte:

H1: Empresas com elevada reputação corporativa apresentam menor risco total do que as que apresentam menor reputação

Hammond e Slocum (1996) sugerem as empresas com elevada reputação corporativa podem diminuir o risco de mercado se apresentarem desempenho e resultados consistentes.

Krueger e Wrolstad (2016) utilizando o *Reputation Quotient* como medida de reputação, concluíram que as empresas TOP10 (portfólio com as 10 empresas mais bem reputadas no *Reputation Quotient*) têm níveis de risco mais baixo, quer total, quer sistemático. Justificando os resultados obtidos com a crença de que a boa reputação tem valor de investimento. Adicionalmente uma reputação favorável ajuda as empresas a reduzir o seu custo de capital e a aumentar o valor do seu capital próprio (Shamma, 2012).

Ao contrário dos anteriores, Delgado-García *et al.* (2013) concluíram que a reputação corporativa tem uma relação positiva com o risco sistemático, ou seja, empresas com uma elevada reputação corporativa apresentam um risco sistemático maior, quando comparadas com as que não estão presentes nos índices de reputação. Os autores, argumentam que empresas com elevada reputação têm incentivos para manter a elevada qualidade de serviço, o compromisso para com os trabalhadores e, a sociedade em geral, em momentos economicamente adversos, o que significa maior risco sistemático, por outras palavras, a necessidade destas empresas de referência em manter a elevada reputação tem como consequência o aumento do risco sistemático. Para além disso, segundo Bansal e Clelland (2004), a reputação corporativa expõe as empresas a um maior escrutínio público, por isso, pode de facto estar mais vulnerável a críticas por parte dos *stakeholders*. Também Srivastava *et al.*, (1997) encontraram evidência que suporta uma relação positiva entre reputação corporativa e risco sistemático. Os seus resultados evidenciam que para uma melhor reputação corporativa os investidores estão dispostos a aceitar um maior risco financeiro (medido por beta), para a mesma taxa de rendibilidade, sustentando através da ideia que a reputação pode influenciar favoravelmente o valor da empresa.

Estas contradições ao nível de resultados sobre o impacto da reputação corporativa e o risco sistemático pode ser justificada eventualmente pela utilização de diferentes metodologias e diferentes amostras. Nesse sentido, neste estudo pretende-se estudar a seguinte hipótese:

H2: Empresas com elevada reputação corporativa apresentam, menor risco sistemático do que empresas com menor reputação

4. Metodologia

No presente capítulo será apresentada a metodologia de investigação a utilizar para testar as hipóteses em estudo.

As empresas em estudo foram divididas em dois grupos:

- 1) Grupo das empresas com elevada reputação: empresas cotadas no Mercado Norte-Americano (*New York Stock Exchange* (NYSE) e *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ)) pertencentes ao *Reputation Quotient* (RQ)
- 2) Grupo das empresas com baixa reputação: empresas cotadas no Mercado Norte-Americano (*New York Stock Exchange* (NYSE) e *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ)) não pertencentes ao *Reputation Quotient* (RQ)

Como *proxy* de reputação utilizou-se as empresas pertencentes ao *Reputation Quotient* (RQ). Tal como referido na revisão de literatura, o RQ conceptualiza a reputação corporativa como “uma construção coletiva que descreve as perceções agregadas de vários *stakeholders* sobre o desempenho de uma empresa” (Fombrun *et al.*, 2000). Este indicador inclui itens de apelo emocional, desempenho financeiro, produtos e serviços, desempenho social, visão e liderança, e por último ambiente no local de trabalho (Fombrun *et al.*, 2000; Ponzi *et al.*, 2011).

Segundo Sarstedt *et al.* (2013), os índices de reputação RQ e a abordagem de *Schwaiger*, são os melhores indicadores para medir reputação corporativa, sendo considerada pelos mesmos como as abordagens preferenciais de mensuração em termos de validade de critérios. Apesar da maioria dos estudos que envolve reputação corporativa utilizar o AMAC (Brammer & Pavelin, 2006; Fombrun, 1998; Fryxell & Jia Wang, 1994; Veh *et al.*, 2019; Walker, 2010), que é o *ranking* de reputação mais antigo no mundo, permitindo assim uma melhor comparação em termos cronológicos (Fombrun, 1998), vários estudos indicam que esse indicador não é o apropriado para mensurar reputação corporativa (Brown & Perry, 1994; Fryxell & Jia Wang, 1994).

Atualmente a revista *Fortune* produz o *World's Most Admired Companies* (WMAC), que apresenta a mesma metodologia que o AMAC, contudo como o próprio nome indica contempla as empresas mais admiradas no mundo. Embora o ranking WMAC da revista *Fortune*, nos pudesse proporcionar uma amostra consideravelmente superior, comparado com os outros *rankings*, este apresenta várias debilidades e falhas, já referidas anteriormente. Apesar de a medida de reputação corporativa mais utilizada ser a da revista *Fortune* (AMAC e WMAC) segundo Gardberg e Fombrun (2002) e Veh *et al.*, (2019), como referido, o indicador mais popular entre a comunidade académica, é o *Reputation Quotient* (RQ) (Kanto *et al.*, 2016; Shamma, 2012), sendo a segunda medida mais utilizada em estudos científicos (Veh *et al.*, 2019).

Tendo em consideração todos os argumentos apresentados na revisão de literatura, neste estudo será utilizado o *Reputation Quotient* (RQ).

Para testar a hipótese 1, isto é, para analisar se a reputação corporativa tem um impacto negativo no risco total, será utilizada como medida do risco total a variância das rendibilidades. A análise dos dados foi efetuada com o recurso ao *software* estatístico SPSS. Numa primeira fase testou-se a normalidade da variável variância das rendibilidades semanais das empresas. Rejeitou-se a hipótese de a variável seguir uma distribuição normal para um nível de significância de 5% (Anexo 1). Numa segunda fase, exploramos a hipótese através do teste não paramétrico de *Mann Whitney U*, para amostras independentes.

Relativamente à hipótese de investigação 2, isto é, a análise do impacto da reputação no risco sistemático, utilizaremos dados em painel, estimaremos um modelo com efeitos fixos, efeitos aleatórios e também *Ordinary Least Squares* (OLS), para verificar se o facto de a empresa estar no índice RQ influencia negativamente o risco sistemático. Para tal será utilizado uma adaptação do modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) de Sharpe-Lintner (1964;1965). O modelo a estimar representado pela seguinte equação:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha^{rep} + \beta^{rep} \times (R_{m,t} - R_{f,t}) + \alpha^{rep} \times D_i + \beta^{rep} \times D_i \times (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

Variáveis / Parâmetros	Descrição
$R_{i,t}$	Rendibilidade do ativo i , no período t ;
$R_{f,t}$	Rendibilidade do ativo sem risco no período t ;
$R_{i,t} - R_{f,t}$	Prémio de risco do ativo i , no período t ;
α^{nrep}	Parâmetro constante que denota a rendibilidade anormal das empresas não presentes no <i>Reputation Quotient</i> (RQ);
β^{nrep}	Coefficiente que mede a sensibilidade das rendibilidades das ações de empresas não presentes no <i>Reputation Quotient</i> (RQ) à rendibilidade do mercado;
$R_{m,t}$	Rendibilidade do mercado, no período t ;
$R_{m,t} - R_{f,t}$	Prémio de risco do mercado, no período t ;
α^{rep}	Parâmetro constante que denota a alteração da rendibilidade anormal das empresas presentes no <i>Reputation Quotient</i> (RQ), face às que não estão presentes no mesmo <i>ranking</i> ;
D_i	Variável <i>dummy</i> codificada com 1 se a empresa i estiver presente no <i>Reputation Quotient</i> (RQ), no período t , zero em caso contrário;
β^{rep}	Coefficiente que mede a alteração da sensibilidade da rendibilidade das ações de empresas listadas no <i>Reputation Quotient</i> (RQ) face a rendibilidade do mercado, quando comparada com as empresas não presentes no mesmo <i>ranking</i> .

O modelo será estimado no *software* estatístico *Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*, também conhecido por *Gretl*, considerando dados em painel, por regressão OLS, com efeitos fixos e efeitos aleatórios. Para avaliar qual o modelo mais adequado serão efetuados os testes de *Breusch–Pagan*, Teste de *Hausman* e Teste *F*.

Portanto, de forma a alcançar um modelo parcimonioso, estimaremos os três modelos, de forma a realizar alguns testes, incluindo o Teste de *Hausman* e o Teste de *Breusch–Pagan*, e comparámos alguns critérios entre os modelos, de modo a selecionar um para análise.

A nossa abordagem aos dados em painel, será iniciada pela estimação do modelo de efeitos aleatórios para efetuar o Teste de *Hausman*, que testa a correlação entre variáveis e efeitos individuais, de forma a optar entre os efeitos fixos e os efeitos aleatórios. O presente teste

permite verificar a existência de efeitos fixos ou efeitos aleatórios, ou seja, utilizaremos este teste para numa primeira fase optar entre os mesmos. A hipótese nula não foi rejeitada para um nível de significância de 5% (Anexo 2), logo não rejeitamos a ausência de correlação entre as variáveis e efeitos individuais.

De seguida, efetuamos o Teste de *Breusch–Pagan*, para analisar a qualidade dos efeitos aleatórios, através do pressuposto da homocedasticidade em que a variância é igual, a hipótese nula é que a variância do efeito de cada individuo é zero. Uma vez, que para um nível de significância de 5% (Anexo 2), não rejeitamos a hipótese nula.

5. Amostra e Dados

As empresas que compõem a amostra deste estudo pertencem ao mercado Norte-Americano. A escolha pelos EUA resultou do facto de mais de 80% das empresas presentes no índice *Reputation Quotient* entre 2009 e 2019 se encontrarem cotadas em mercados dos EUA (NYSE, NASDAQ).

Tabela 2 - Empresas RQ 2009-2019

Mercado	Empresas
Cotadas (NYSE, NASDAQ)	718
Não Cotadas no NYSE e no NASDAQ	142
Total	860
Percentagem	83,48%

Fonte: Autoria Própria

O período em análise decorre entre 2009 e 2019, 11 anos de horizonte temporal. Para a identificação das empresas que compõem o grupo de empresas listadas no *Reputation Quotient* utilizaram-se os seguintes:

1. Estar presente no índice *Reputation Quotient* pelo menos 3 anos (no período 2009-2019);
2. Estar cotada em bolsa em pelo menos 3 anos, correspondentes aos anos em que está presente no índice *Reputation Quotient*;
3. O mercado em que as suas ações são negociadas ser o NYSE ou o NASDAQ;

Os critérios utilizados para selecionar as empresas que compõem o grupo de empresas não listadas no *Reputation Quotient* os critérios foram os seguintes:

1. A empresa não estar presente no índice *Reputation Quotient* entre 2009 e 2019;
2. No ano em análise, a empresa tem ações transacionadas em NYSE ou NASDAQ;
3. Para cada ano, as empresas são selecionadas pelo fator dimensão, isto é, integram a amostra as que apresentam maior valor de mercado;

A amostra final contém 156 empresas (82 empresas listadas no RQ e 74 não listadas no RQ) e 84 745 observações. O número de empresas em cada grupo não é igual porque para a seleção das empresas do grupo de controlo optou-se por fazer o balanceamento por ano.

Tabela 3 - Amostra Final

Mercado		NASDAQ	NYSE	Total
Reputação	Listadas no RQ	23	59	82
	Não Listadas no RQ	20	54	74
Total		43	113	156
Percentagem		27,56%	72,44%	

Fonte: Autoria Própria

Os dados financeiros relativos às empresas, preço e valor de mercado semanal e a cotação semanal dos índices *Standard & Poor's 500* (S&P 500) e *NASDAQ 100*, foram obtidos a partir da base de dados *Thomson Reuters Datastream*. Para medir a rendibilidade do ativo sem risco considerámos os bilhetes do tesouro Norte-Americano a 4 semanas no mercado secundário. A recolha da informação relativa ao ativo sem risco foi efetuada na *Board of Governors of the Federal Reserve System*.

Na tabela 4, estão apresentadas algumas estatísticas descritivas relativas à variável Variância das Rendibilidades Semanais.

Em relação à média e mediana, podemos verificar que as empresas pertencentes ao *Reputation Quotient* apresentam em média maior variância de rendibilidade quando comparadas com aquelas que não estão presentes no mesmo *ranking*, isto é, em média, as empresas com maior reputação corporativa parecem ter maior risco total. Os valores das medianas são muito similares entre grupos, contudo, tal como a média, é inferior para as empresas não pertencentes ao índice. Pelo menos 50% das observações da variância das empresas não pertencentes ao índice encontram-se abaixo do valor da mediana, quando comparamos com as empresas pertencentes ao *ranking*, esse valor sobe ligeiramente.

No que diz respeito aos máximos e mínimos, denotamos que as empresas presentes no RQ experienciam uma maior amplitude, uma vez, que apresentam o valor mais elevado para o máximo, o valor menor para o mínimo. Com isto podemos concluir que a empresa com menor variância das rendibilidades, isto é, a mais estável em bolsa, assim como a com maior variância, pertencem ao *Reputation Quotient*.

Tabela 4 - Estatísticas Descritivas Variância das Rendibilidades Semanais

Empresas	Variância das Rendibilidades Semanais	Estatística
Listadas no Reputation Quotient (RQ)	Média	0,0018204293
	Mediana	0,0013283477
	Mínimo	0,0003952000
	Máximo	0,0060675990
Não Listadas no Reputation Quotient (RQ)	Média	0,0014121802
	Mediana	0,0012898587
	Mínimo	0,0004161376
	Máximo	0,0050356759

Fonte: Autoria Própria

6. Resultados Empíricos

Nos capítulos anteriores, identificámos as hipóteses de investigação, bem como a metodologia necessária para as testar, de forma a realizar o nosso objetivo de pesquisa. Neste capítulo apresentamos os resultados obtidos.

Os resultados do teste não paramétrico efetuado para verificação da hipótese 1 deste estudo apresentam-se de seguida (tabela 5):

Tabela 5 - Teste U de Mann-Whitney

Empresas	Variância das Rendibilidades Semanais	N	Média	Mediana	Estatística (p-value)
Listadas no RQ		82	0,0018204293	0,0013283477	
Não Listadas no RQ		74	0,0014121802	0,0012898587	
Total		156			
Teste U de Mann-Whitney					0,212

Fonte: Autoria Própria

Para um nível de significância de 5%, não rejeitamos a hipótese nula, por outras palavras, a diferença entre as medianas dos dois grupos não é estatisticamente significativa. Sendo assim, não podemos afirmar, como avançamos como hipótese de investigação 1, que empresas com elevada reputação corporativa apresentam menor risco total do que as que apresentam menor reputação, pois a diferença entre as medianas dos grupos não tem significância estatística.

O resultado obtido poderá ser uma consequência de a amostra ser constituída apenas por empresas do NYSE e NASDAQ, na sua maioria entre as empresas com maior valor de mercado, o que por si só, já denota uma elevada reputação. Ademais, o facto de que os critérios de admissão de empresas no NYSE e NASDAQ serem bastante exigentes, também indica uma elevada reputação.

Para testar a hipótese 2, tal como definido na metodologia, estimou-se o modelo adaptado do CAPM com dados em painel, pelos métodos OLS, efeitos fixos e aleatórios. Após não rejeitarmos a hipótese nula do teste de *Hausman* (Anexo 2), o que nos leva a optar pelos efeitos aleatórios em detrimento dos efeitos fixos, realizamos o teste *Breusch-Pagan* (Anexo 2), uma vez, que também não rejeitamos a hipótese nula, podemos concluir que o modelo de efeitos aleatórios poderá não ser o mais adequado estatisticamente, optando pelo método OLS. Os resultados são os que se apresentam na tabela seguinte:

Tabela 6 - Estimação do Modelo *Ordinary Least Squares*

Estimação OLS, utilizando 84745 observações
Incluindo 156 unidades de secção-cruzada
Série temporal: mínimo 40, máximo 574
Variável Dependente: $R_i - R_f$

	Coefficiente	Erro Padrão	p-value
α^{nrep}	0,000681120	0,000164872	$5,88 \times 10^{-5}$ ***
β^{nrep}	1,00450	0,0428786	$8,56 \times 10^{-53}$ ***
α^{rep}	-0,000299821	0,000235859	0,2056
β^{rep}	-0,0192381	0,0595099	0,7469
	$R^2 = 0,309051$		

Fonte: Autoria Própria

A estimação do modelo apresenta um $R^2 = 0,309051$, o que significa que as variáveis independentes explicam aproximadamente 31% da variável dependente. Relativamente ao risco sistemático, as empresas presentes no *Reputation Quotient* (RQ) aparentam possuir menor risco sistemático quando comparadas com as que não estão presentes no *Reputation Quotient* (RQ), contudo os resultados não são estatisticamente significativos. Nesse sentido, uma vez que, os resultados obtidos não são estatisticamente significativos, não podemos concluir que empresas pertencentes ao *Reputation Quotient* (RQ) apresentam, um menor risco sistemático quando comparadas com as que não pertencem ao mesmo *ranking*, como definido na hipótese 2 deste estudo, baseada nos resultados obtidos por Krueger e Wrolstad (2016), que constata que quanto melhor a reputação corporativa menor o risco sistemático. Os resultados obtidos, apesar de não serem estatisticamente significativos contrariam Delgado-García *et al.*, (2013) e Srivastava *et al.*, (1997), que defendem que o risco sistemático é maior quanto melhor for a reputação corporativa da empresa.

O facto de resultados obtidos para as hipóteses de investigação não serem estatisticamente significativos pode advir de a utilização exclusiva na amostra de empresas do NYSE e NASDAQ. Efetivamente para estar cotada no NYSE e NASDAQ as empresas são sujeitas a exigências, escrutínios e critérios muito rigorosos, o que denota já por si só, um elevado nível de reputação corporativa de todas as empresas cotadas nesses mercados.

7. Conclusões

Os benefícios da reputação corporativa reportados na literatura são inúmeros, no entanto, há resultados que são contraditórios, nomeadamente, no que respeita ao impacto da reputação no risco sistemático. Em particular, ao contrário da maioria, Delgado-García *et al.*, (2013) e Srivastava *et al.*, (1997) identificaram uma relação positiva entre a reputação corporativa e o risco sistemático. Existe unanimidade que a reputação corporativa diminui o risco total (Delgado-García *et al.*, 2013; Krueger & Wrolstad, 2016). Nesse sentido, o objetivo deste estudo é clarificar qual o impacto da reputação corporativa no risco total e no risco sistemático. Para o efeito foi constituída uma amostra composta por 156 empresas dos EUA, presentes nas bolsas de valores NYSE e NASDAQ, de entre essas 82 também estão presentes no *Reputation Quotient*. No total utilizaram-se 84 745 observações semanais durante o período entre 6 de janeiro de 2009 e 31 de dezembro de 2019.

De acordo com a literatura é expectável, que empresas com elevada reputação, medida pelo RQ, apresentem menor risco total e sistemático quando comparadas com aquelas que não estão presentes no mesmo, uma vez, que existe a crença generalizada que uma boa reputação tem valor de investimento (Shamma, 2012). Verifica-se que as empresas com melhor reputação beneficiam de uma maior estabilidade, que pode levar a uma diminuição do risco total (Delgado-García *et al.*, 2013). De acordo com Hammond e Slocum (1996), é possível diminuir o risco de mercado se a empresa apresentar desempenhos e resultados consistentes.

Para a testar a hipótese 1, as empresas com elevada reputação corporativa apresentam um menor nível de risco total, recorreremos à análise da variância das rendibilidades semanais entre as empresas presentes e não presentes no *ranking* de reputação comparando medianas. Os resultados obtidos não são estatisticamente significativos, por isso, não é possível corroborar a hipótese que empresas com elevada reputação apresentem menor risco total do que as com menor reputação. Não sendo assim possível validar a nossa hipótese.

Para testar esta hipótese 2, que prevê que empresas pertencentes ao *Reputation Quotient* (RQ) apresentam, um menor risco sistemático quando comparadas com as que não pertencem ao mesmo *ranking*, estimámos o modelo através de OLS. Os resultados da estimação indicam que empresas presentes no índice de reputação, quando comparadas com

as que não estão presentes, apresentam um β menor, contudo esse resultado não é estatisticamente significativo. Logo não é possível validar a hipótese.

Apesar dos resultados não corroborarem as hipóteses do estudo, porque não são estatisticamente significativos, os mesmos demonstram uma tendência para que empresas com melhor reputação corporativa, neste estudo medida pelo RQ, apresentem maior risco total. Para mais, revelam tendência para que empresas com melhor reputação corporativa demonstrem menor risco sistemático, quando comparadas com aquelas com menor reputação, em linha com os resultados obtidos por Krueger e Wrolstad (2016), opondo-se a Delgado-García *et al.*, (2013) e Srivastava *et al.*, (1997).

Com os dados obtidos, não foi possível verificar uma relação causa-efeito entre o nível de reputação corporativa de uma empresa e o risco total e sistemático.

Os resultados obtidos para ambas as hipóteses de investigação podem ser consequência de a amostra ser constituída apenas por empresas do NYSE e NASDAQ, nos quais os critérios de admissão são muito exigentes e rígidos, ademais estas empresas de capital aberto estão sujeitas a muitas exigências e escrutínio, o que por si só já denota uma elevada reputação. Paralelamente, a maioria das empresas que compõe a amostra está entre as empresas com maior valor de mercado, outra demonstração de elevada reputação.

No que diz respeito, ao desenvolvimento de futuros trabalhos, seria interessante para além dos riscos analisados no presente estudo, examinar o risco não sistemático de empresas presentes no *Reputation Quotient* ou outro índice de reputação, como o *RepTrak Pulse* de Ponzi *et al.*, (2011)

Finalmente, também seria interessante aplicar este estudo a outros mercados, outras bolsas, até mesmo emergentes.

Bibliografia

- Aaker, D. A., & Jacobson, R. (1987). THE ROLE OF RISK IN EXPLAINING DIFFERENCES IN PROFITABILITY. *Academy of Management Journal*, 30(2), 277–296. <https://doi.org/10.2307/256274>
- Bansal, P., & Clelland, I. (2004). Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of Management Journal*, 47(1), 93–103. <https://doi.org/10.2307/20159562>
- Barnett, M. L., Jermier, J. M., & Lafferty, B. A. (2006). Corporate Reputation: The Definitional Landscape. *Corporate Reputation Review*, 9(1), 26–38. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1550012>
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Berens, G., & van Riel, C. B. M. (2004). Corporate Associations in the Academic Literature: Three Main Streams of Thought in the Reputation Measurement Literature. *Corporate Reputation Review*, 7(2), 161–178. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540218>
- Black, E. L., Carnes, T. A., & Richardson, V. J. (2000). The Market Valuation of Corporate Reputation. *Corporate Reputation Review*, 3(1), 31–42. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540097>
- Boyd, B. K., Bergh, D. D., & Ketchen, D. J. (2010). Reconsidering the Reputation—Performance Relationship: A Resource-Based View. *Journal of Management*, 36(3), 588–609. <https://doi.org/10.1177/0149206308328507>
- Brammer, & Millington. (2005). Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis. *Journal of Business Ethics*, 61(1), 29–44. <https://doi.org/10.1007/s10551-005-7443-4>
- Brammer, & Millington. (2006). Firm size, organizational visibility and corporate philanthropy: an empirical analysis. *Business Ethics: A European Review*, 15(1), 6–18. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2006.00424.x>

- Brammer, & Pavelin. (2006). Corporate Reputation and Social Performance: The Importance of Fit. *Journal of Management Studies*, 43(3), 435–455.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00597.x>
- Brammer, S. J., Brooks, C., & Pavelin, S. (2004). Corporate Reputation and Stock Returns: Are Good Firms Good for Investors? *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.637122>
- Brown, B., & Perry, S. (1994). REMOVING THE FINANCIAL PERFORMANCE HALO FROM FORTUNE’S “MOST ADMIRABLE” COMPANIES. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1347–1359. <https://doi.org/10.2307/256676>
- Brown, G., & Kapadia, N. (2007). Firm-specific risk and equity market development. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 358–388.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.03.003>
- Capraro, A. J., & Srivastava, R. K. (1997). Part IV: How Do Reputations Affect Corporate Performance?: Has the Influence of Financial Performance on Reputation Measures Been Overstated? *Corporate Reputation Review*, 1(1), 86–92.
<https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540023>
- Carroll, C. E. (2013). Corporate Reputation and the Multi-Disciplinary Field of Communication. In *The Handbook of Communication and Corporate Reputation* (pp. 1–10). <https://doi.org/10.1002/9781118335529.ch1>
- Chun, R. (2005). Corporate reputation: Meaning and measurement. *International Journal of Management Reviews*, 7(2), 91–109. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2005.00109.x>
- Deephouse, D. L. (1997). How Do Reputations Affect Corporate Performance?: The Effect of Financial and Media Reputations on Performance. *Corporate Reputation Review*, 1(1), 68–72.
- Deephouse, D. L. (2000). Media Reputation as a Strategic Resource: An Integration of Mass Communication and Resource-Based Theories. *Journal of Management*, 26(6), 1091–1112. <https://doi.org/10.1177/014920630002600602>
- Delgado-García, J. B., de Quevedo-Puente, E., & Díez-Esteban, J. M. (2013). The Impact

of Corporate Reputation on Firm Risk: A Panel Data Analysis of Spanish Quoted Firms. *British Journal of Management*, 24(1), 1–20. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2011.00782.x>

Dierickx, I., & Cool, K. (1989). Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage. *Management Science*, 35(12), 1504–1511. <https://doi.org/10.1287/mnsc.35.12.1504>

Dunbar, R. L. M., & Schwalbach, J. (2000). Corporate Reputation and Performance in Germany. *Corporate Reputation Review*, 3(2), 115–123. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540106>

Flanagan, D. J., & O’Shaughnessy, K. C. (2005). The Effect of Layoffs on Firm Reputation. *Journal of Management*, 31(3), 445–463. <https://doi.org/10.1177/0149206304272186>

Fombrun. (1996). *Reputation : realizing value from the corporate image*. Boston, Mass: Harvard Business School Press.

Fombrun. (1998). Indices of Corporate Reputation: An Analysis of Media Rankings and Social Monitors’ Ratings. *Corporate Reputation Review*, 1(4), 327–340. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540055>

Fombrun. (2007). List of Lists: A Compilation of International Corporate Reputation Ratings. *Corporate Reputation Review*, 10(2), 144–153. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1550047>

Fombrun. (2012). The Building Blocks of Corporate Reputation: Definitions, Antecedents, Consequences. *The Oxford Handbook of Corporate Reputation*, (April 2018), 1–23. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199596706.013.0005>

Fombrun, C. J., Ponzi, L. J., & Newbury, W. (2015, February 7). Stakeholder tracking and analysis: The RepTrak® System for measuring corporate reputation. *Corporate Reputation Review*, Vol. 18, pp. 3–24. <https://doi.org/10.1057/crr.2014.21>

Fombrun, Gardberg, N. A., & Sever, J. M. (2000). The Reputation QuotientSM: A multi-stakeholder measure of corporate reputation. *Journal of Brand Management*, 7(4), 241–255. <https://doi.org/10.1057/bm.2000.10>

- Fombrun, & Shanley, M. (1990). WHAT'S IN A NAME? REPUTATION BUILDING AND CORPORATE STRATEGY. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233–258. <https://doi.org/10.2307/256324>
- Fombrun, & van Riel, C. B. M. (1997). The Reputational Landscape. *Corporate Reputation Review*, 1(1), 5–13. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540008>
- Fryxell, G. E., & Jia Wang. (1994). The Fortune Corporate “Reputation” Index: Reputation for What? *Journal of Management*, 20(1), 1–14. <https://doi.org/10.1177/014920639402000101>
- Gardberg, N. A., & Fombrun, C. J. (2002). The Global Reputation Quotient Project: First Steps Towards a Cross-Nationally Valid Measure of Corporate Reputation. *Corporate Reputation Review*, 4(4), 303–307. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540151>
- Gatzert, N. (2015). The impact of corporate reputation and reputation damaging events on financial performance: Empirical evidence from the literature. *European Management Journal*, 33(6), 485–499. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2015.10.001>
- Goyal, A., & Santa-Clara, P. (2003). Idiosyncratic Risk Matters! *The Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 975–1007. <https://doi.org/10.2307/3094569>
- Gregory, J. R. (1998). Does Corporate Reputation Provide a Cushion to Companies Facing Market Volatility? Some Supportive Evidence. *Corporate Reputation Review*, 1(3), 288–290. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540050>
- Hall, R. (1992). The Strategic Analysis of Intangible Resources. *Strategic Management Journal*, Vol. 13, pp. 135–144. <https://doi.org/10.2307/2486410>
- Hammond, S. A., & Slocum, J. W. (1996). The impact of prior firm financial performance on subsequent corporate reputation. *Journal of Business Ethics*, 15(2), 159–165. <https://doi.org/10.1007/BF00705584>
- Helm, S. (2005). Designing a Formative Measure for Corporate Reputation. *Corporate Reputation Review*, 8(2), 95–109. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540242>
- Jones, G. H., Jones, B. H., & Little, P. (2000). Reputation as Reservoir: Buffering Against Loss in Times of Economic Crisis. *Corporate Reputation Review*, 3(1), 21–29. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540096>

- Kanto, D. S., Run, E. C. de, & Isa, A. H. bin M. (2016). The Reputation Quotient as a Corporate Reputation Measurement in the Malaysian Banking Industry: A Confirmatory Factor Analysis. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219, 409–415. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.062>
- Krueger, T. M., & Wrolstad, M. A. (2016). Impact of the Reputation Quotient ® on Investment Performance. *Corporate Reputation Review*, 19(2), 140–151. <https://doi.org/10.1057/crr.2016.5>
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13. <https://doi.org/10.2307/1924119>
- Lubatkin, M., & Chatterjee, S. (1994). EXTENDING MODERN PORTFOLIO THEORY INTO THE DOMAIN OF CORPORATE DIVERSIFICATION: DOES IT APPLY? *Academy of Management Journal*, 37(1), 109–136. <https://doi.org/10.2307/256772>
- Lubatkin, M., & O'Neill, H. M. (1987). MERGER STRATEGIES AND CAPITAL MARKET RISK. *Academy of Management Journal*, 30(4), 665–684. <https://doi.org/10.2307/256154>
- March, J. G., & Shapira, Z. (1987). Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking. *Management Science*, 33(11), 1404–1418. <https://doi.org/10.1287/mnsc.33.11.1404>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Miller, J. S., Wiseman, R. M., & Gomez-Mejia, L. R. (2002). The fit between CEO compensation design and firm risk. *Academy of Management Journal*, 45(4), 745–756. <https://doi.org/10.2307/3069308>
- Morck, R., Yeung, B. Y., & Yu, W. (1999). The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.194530>
- Musteen, M., Datta, D. K., & Kemmerer, B. (2010). Corporate reputation: Do board characteristics matter? *British Journal of Management*, 21(2), 498–510. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2009.00676.x>

- Orlitzky, M., & Benjamin, J. D. (2001). Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review. *Business & Society*, 40(4), 369–396.
<https://doi.org/10.1177/000765030104000402>
- Petkova, A., Rindova, V., Sever, J., & Williamson, I. (2005). BEING GOOD OR BEING KNOWN: AN EMPIRICAL EXAMINATION OF THE DIMENSIONS, ANTECEDENTS, AND CONSEQUENCES OF ORGANIZATIONAL REPUTATION. *Academy of Management Journal*, 48(6), 1033–1049.
<https://doi.org/10.2307/20159728>
- Pfarrer, M. D., Pollock, T. G., & Rindova, V. P. (2010). A Tale of Two Assets: The Effects of Firm Reputation and Celebrity on Earnings Surprises and Investors' Reactions. *Academy of Management Journal*, 53(5), 1131–1152.
<https://doi.org/10.5465/amj.2010.54533222>
- Ponzi, L. J., Fombrun, C. J., & Gardberg, N. A. (2011). RepTrak pulse: Conceptualizing and validating a short-form measure of corporate reputation. *Corporate Reputation Review*, 14(1), 15–35. <https://doi.org/10.1057/crr.2011.5>
- Pratt, J. W. (1964). Risk Aversion in the Small and in the Large. *Econometrica*, 32(1/2), 122. <https://doi.org/10.2307/1913738>
- Rindova, V. P., & Martins, L. L. (2012). *Show Me the Money: A Multidimensional Perspective on Reputation as an Intangible Asset*.
<https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199596706.013.0002>
- Rindova, V. P., Pollock, T. G., & Hayward, M. L. A. (2006). Celebrity firms: The social construction of market popularity. *Academy of Management Review*, Vol. 31, pp. 50–71. <https://doi.org/10.5465/AMR.2006.19379624>
- Rindova, V. P., Williamson, I. O., & Petkova, A. P. (2010). Reputation as an Intangible Asset: Reflections on Theory and Methods in Two Empirical Studies of Business School Reputations. *Journal of Management*, 36(3), 610–619.
<https://doi.org/10.1177/0149206309343208>
- Rindova, V. P., Williamson, I. O., Petkova, A. P., & Sever, J. M. (2005). Being Good or Being Known: An Empirical Examination of the Dimensions, Antecedents, and Consequences of Organizational Reputation. *Academy of Management Journal*, 48(6),

1033–1049. <https://doi.org/10.5465/amj.2005.19573108>

Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (1997). Part IV: How Do Reputations Affect Corporate Performance?: The Value of a Firm's Corporate Reputation: How Reputation Helps Attain and Sustain Superior Profitability. *Corporate Reputation Review*, 1(1), 72–76. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540020>

Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077–1093. <https://doi.org/10.1002/smj.274>

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (1993). *Corporate Finance* (3rd ed.). Homewood, IL: Irwin.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2013). *Corporate Finance* (tenth). New York, NY: McGraw-Hill/Irwin.

Ruefli, T. W., Collins, J. M., & Lacugna, J. R. (1999). Risk measures in strategic management research: auld lang syne? *Strategic Management Journal*, 20(2), 167–194. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199902\)20:2<167::AID-SMJ9>3.0.CO;2-Q](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199902)20:2<167::AID-SMJ9>3.0.CO;2-Q)

Sabate, J. M. de la F., & Puente, E. de 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. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540197>

Sarstedt, M., Wilczynski, P., & Melewar, T. C. (2013). Measuring reputation in global markets—A comparison of reputation measures' convergent and criterion validities. *Journal of World Business*, 48(3), 329–339. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2012.07.017>

Schwaiger, M. (2004). Components and Parameters of Corporate Reputation — An Empirical Study. *Schmalenbach Business Review*, 56(1), 46–71. <https://doi.org/10.1007/bf03396685>

Shamma, H. M. (2012). Toward a Comprehensive Understanding of Corporate Reputation: Concept, Measurement and Implications. *International Journal of Business and Management*, 7(16). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v7n16p151>

- Shapiro, C. (1983). Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations. *The Quarterly Journal of Economics*, 98(4), 659. <https://doi.org/10.2307/1881782>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425. <https://doi.org/10.2307/2977928>
- Srivastava, R. K., McInish, T. H., Wood, R. A., & Capraro, A. J. (1997). Part IV: How Do Reputations Affect Corporate Performance?: The Value of Corporate Reputation: Evidence from the Equity Markets. *Corporate Reputation Review*, 1(1), 61–68. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540018>
- Tischer, S., & Hildebrandt, L. (2014). Linking corporate reputation and shareholder value using the publication of reputation rankings. *Journal of Business Research*, 67(5), 1007–1017. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.08.007>
- Veh, A., Göbel, M., & Vogel, R. (2019, December 1). Corporate reputation in management research: a review of the literature and assessment of the concept. *Business Research*, Vol. 12, pp. 315–353. <https://doi.org/10.1007/s40685-018-0080-4>
- Vergin, R. C., & Qoronfleh, M. W. (1998). Corporate reputation and the stock market. *Business Horizons*, 41(1), 19–26. [https://doi.org/10.1016/S0007-6813\(98\)90060-X](https://doi.org/10.1016/S0007-6813(98)90060-X)
- Vig, S., Dumicic, K., & Klopotan, I. (2017). The impact of reputation on corporate financial performance: Median regression approach. *Business Systems Research*, 8(2), 40–58. <https://doi.org/10.1515/bsrj-2017-0015>
- Walker, K. (2010). A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory. *Corporate Reputation Review*, 12(4), 357–387. <https://doi.org/10.1057/crr.2009.26>
- Walsh, G., & Beatty, S. E. (2007). Customer-based corporate reputation of a service firm: Scale development and validation. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 35(1), 127–143. <https://doi.org/10.1007/s11747-007-0015-7>
- Walsh, G., Mitchell, V.-W., Jackson, P. R., & Beatty, S. E. (2009). Examining the Antecedents and Consequences of Corporate Reputation: A Customer Perspective. *British Journal of Management*, 20(2), 187–203. <https://doi.org/10.1111/j.1467->

8551.2007.00557.x

Wartick, S. L. (2002). Measuring Corporate Reputation: Definition and Data. *Business & Society*, 41(4), 371–392. <https://doi.org/10.1177/0007650302238774>

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Anexos

Anexo 1 - Teste de Normalidade

Teste de Normalidade			
Kolmogorov-Smirnov			
	Estatística	gl	Sig.
Variância das Rendibilidades Semanais	0,163	156	0,000

Fonte: Autoria Própria

Anexo 2 – Estimação Efeitos Aleatórios

Estimação Efeitos Aleatórios, utilizando 84745 observações

Incluindo 156 unidades de secção-cruzada

Série temporal: mínimo 40, máximo 574

Variável Dependente: $R_i - R_f$

	Coefficiente	Erro Padrão	p-value
const	0,000681115	0,000164870	$3,61 \times 10^{-5}$ ***
$R_m - R_f$	1,00450	0,0428785	$2,29 \times 10^{-121}$ ***
D_i	-0,000299858	0,000235872	0,2036
$D_i \times (R_m - R_f)$	-0,0192400	0,0595098	0,7465
Teste de Hausman	p-value = 0,367352		
Teste de Breusch–Pagan	p-value = 0,824237		

Fonte: Autoria Própria