

# LA REPUTACIÓN CORPORATIVA Y LA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS

La reputación es un valor en alza en la moderna gestión de las corporaciones a la que cada vez se le dedica más atención y recursos. Una de las cuestiones clave es si la reputación corporativa deja sentir sus efectos en aspectos tan relevantes para la empresa como es su financiación: ¿puede una buena reputación mejorar el acceso de las empresas a los diferentes recursos financieros o reducir el coste de los recursos? Este artículo pretende explorar la relación entre la reputación de las empresas y la financiación a través de la evidencia empírica internacional desarrollada. Esta evidencia, todavía escasa, parece confirmar la idea de que una buena reputación corporativa influye positivamente tanto en el acceso a los recursos financieros como en el coste de los mismos.

MARÍA JOSÉ PALACÍN SÁNCHEZ ([palacin@us.es](mailto:palacin@us.es))

PROFESORA DE FINANZAS DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y DIRECCIÓN DE OPERACIONES DE LA UNIVERSIDAD DE SEVILLA

## 1. APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE REPUTACIÓN CORPORATIVA Y SU MEDIDA

Para establecer el concepto de reputación corporativa seguimos a Barnett et al. (2006) y Cao et al. (2012) que definen la reputación como el juicio colectivo de los observadores de una compañía basado en las evaluaciones de los impactos financieros, sociales y ambientales atribuidos a la corporación a través del tiempo. Esta definición es consistente con la construcción teórica de reputación, la cual postula que la reputación se basa en el comportamiento de la empresa a largo plazo y no puede ser manipulada por acciones a corto plazo.

Para medir la reputación, son múltiples los aspectos a considerar tales como la calidad de gestión, la capacidad de atraer trabajadores éticos y con talento, la capacidad de innovación, la calidad del producto y la solidez financiera (Cao et al. 2015). En ocasiones, en la práctica, la reputación se mide usando rankings como la Lista de Compañías Más Admiradas (*All Most Admired Companies*), que elabora cada año la revista Fortune<sup>1</sup> a través de la realización de encuestas en la que se les pide a los expertos de la industria que califiquen a las empresas en varias dimensiones desde la solidez financiera hasta la responsabilidad social<sup>2</sup>. Los participantes en la encuesta son altos ejecutivos, directores y analistas de valores de la misma industria que las empresas que se están analizando. Por tanto, están familiarizados con las empresas que evalúan y, pueden hacer valoraciones informadas sobre las mismas. Las califica-

ciones están a disposición del público y transmiten información de los conocedores de la industria sobre los atributos subyacentes de una organización, atributos que de otro modo podrían ser difíciles de observar por los inversionistas. El ranking de Fortune es ampliamente utilizado en la investigación académica porque representa una medida independiente de la reputación de la empresa que cubre un gran número de empresas (340 en la última edición), está disponible públicamente y parece encarnar el constructo de "reputación" (Cao et al. 2012; Fombrun y Shanley 1990; Roberts y Dowling 2002). El Reputation Institute también elabora anualmente un listado de *Most Reputable Companies in the World* que cubre las 100 empresas más altamente consideradas y conocidas en 15 países del mundo.

Por otro lado, en España contamos con el ranking elaborado por MERCÓ (Monitor Empresarial de Reputación Corporativa) que incluye las 100 empresas con mayor reputación en España. MERCÓ se trata de un instrumento de evaluación reputacional lanzado en el año 2000, basado en una metodología compuesta por cinco evaluaciones y doce fuentes de información<sup>3</sup>. Este ranking ha sido utilizado en algún estudio que relaciona la reputación corporativa con el resultado financiero (Fernández-Sánchez et al. 2012).

Para medir la reputación, son múltiples los aspectos a considerar tales como la calidad de gestión, la capacidad de atraer trabajadores éticos y con talento, la capacidad de innovación, la calidad del producto y la solidez financiera



(1) Hasta 2008 se publicaban anualmente dos listas: las Compañías Más Admiradas de los Estados Unidos y las Compañías Más Admiradas del Mundo. Ese año FORTUNE juntó las dos listas en una, la denominada Las Compañías Más Admiradas de FORTUNE. Se puede consultar la lista en la página web: <http://fortune.com/worlds-most-admired-companies/>

(2) Concretamente las dimensiones consideradas son: la calidad de la gestión, la calidad de los productos o servicios, la innovación, el valor de la inversión a largo plazo, la solidez financiera, la responsabilidad con la comunidad y el medio ambiente, el uso racional de los activos corporativos y la capacidad de atraer, desarrollar y mantener a personas con talento.

(3) Se trata de un monitor auditado, pues el seguimiento y verificación de su proceso de elaboración y resultados es objeto de una revisión independiente por parte de KPMG, según la norma ISAE 3000, que publica su dictamen para cada edición. Todos los criterios de ponderación son públicos y, al igual que los resultados de cada edición, se pueden consultar en su sitio web (<http://merco.info/es/ranking-merco-empresas>).

## 2. RELACIÓN ENTRE REPUTACIÓN Y COMPORTAMIENTO

La teoría económica predice que la reputación juega un importante rol en la determinación del comportamiento (Wilson 1985; Weigelt y Camerer 1988). En este sentido, la reputación puede reducir los problemas de agencia entre principal y agente debidos a la existencia de asimetrías de la información, induciendo un comportamiento que es en interés del principal, incluso ante la ausencia de un contrato formal (Milgrom y Roberts 1982). En su trabajo seminal sobre juegos repetidos, Milgrom y Roberts (1982) muestran que los jugadores, a través de sus acciones pasadas, pueden dar forma a su reputación. Al tomar acciones que son de interés del principal, incluso sin un contrato formal o explícito, un jugador puede desarrollar una reputación para una cierta característica que ayuda a reducir los problemas de agencia y aumentar la recompensa en una etapa

posterior. Dado que es costoso construir y mantener una “buena” reputación, esta debe permitir que un jugador gane rentas futuras.

La literatura empírica previa encuentra que la reputación afecta el comportamiento de los profesionales que trabajan para las empresas como son los auditores y analistas financieros (Larcker y Richardson 2004; Jackson 2005; Cowen et al. 2006). Estos profesionales están motivados a actuar en el interés de sus empresas y por tanto de los propietarios, dado que están preocupados en los efectos que un mal comportamiento podría tener en su reputación. Sin embargo, la evidencia empírica sobre los beneficios económicos de la reputación para las empresas, más que para los profesionales, es limitada.



## 3. RELACIÓN ENTRE REPUTACIÓN Y FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS

Con respecto al caso particular de la reputación de las empresas y su financiación, la literatura teórica en economía predice que las compañías con mayor reputación disfrutarán de rentas en forma de acceso a los mercados de capitales a un coste relativamente menor (Diamond 1989; 1991). Una compañía que actúa para mejorar su reputación es recompensada por los inversores con un menor coste de capital debido a que una buena reputación sirve como una señal de que la compañía tomará acciones consistentes con los intereses de los inversores.

Por otro lado, la incertidumbre es una cuestión fundamental en el mercado de capitales. Esta incertidumbre expone a los inversores a diversos riesgos por su inversión (Baker y Wurgler, 2002). Durante la década de los setenta, los economistas han empleado la Teoría de la Agencia para describir un problema de reparto de riesgos, utilizando la metáfora de un contrato (Jensen y Meckling, 1976). Uno de los proble-

mas de agencia intensamente discutidos en la literatura financiera es el conflicto entre las empresas y los inversionistas (ver, por ejemplo, Myers y Majluf, 1984; Healy y Palepu, 2001). Debido a las asimetrías de la información entre estas dos partes, los inversionistas tienen dificultades para verificar si la empresa se comporta apropiadamente, y juzgar, por ejemplo, si los gerentes de una empresa se esforzarán por maximizar el valor de los accionistas. La gravedad de este conflicto entre las empresas y los inversores refleja el nivel de riesgo de invertir en una empresa (Jensen, 1986). Además de este riesgo, los inversores también sufren el riesgo del negocio. Esto se debe a la incertidumbre con respecto a las oportunidades potenciales de crecimiento de una empresa (McConnell y Servaes 1994), o, en otras palabras, a su capacidad para alcanzar el flujo de caja previsto. Soportar estos riesgos en la toma de decisiones de inversión, haría que los inversores exigieran una prima de riesgo para compensar la incertidumbre de sus

Una buena reputación empresarial ayuda a reducir las incertidumbres que surgen en el mercado de capitales afectando, por tanto, al acceso de la empresa a tales mercados, o en términos de menores costes o de una mayor flexibilidad para elegir las diferentes fuentes financieras



inversiones. Como consecuencia, las empresas tienen que soportar un alto coste de financiación, así como restricciones para escoger entre diferentes fuentes de financiación, lo que reduce su accesibilidad a los recursos (Myers y Majluf 1984; Healy y Palepu 2001). En esta línea, Wang et al. (2012) contrastan empíricamente como una buena reputación empresarial ayuda a reducir las incertidumbres que surgen en el mercado de capitales afectando, por tanto, al acceso de la empresa a tales mercados, o en términos de menores costes o de una mayor flexibilidad para elegir las diferentes fuentes financieras. Estos autores utilizan un panel de 424 observaciones tomadas de 22 países para el periodo 2006-2009 y recogen los datos de reputación de la encuesta que elabora el Reputation Institute.

En general, destaca el trabajo de Gatzert (2015) que proporciona una revisión exhaustiva de la evidencia empírica existente sobre la relación entre la reputación corporativa y el resultado financiero de las empresas, en la que también se presta una especial atención al comportamiento de los *stakeholders*, entre los que se encuentran los inversores. En primer lugar, resaltamos los estudios citados en dicho trabajo que relacionan la reputación con el comportamiento de los inversores. El acceso al capital y a los inversionistas, así como las alianzas estratégicas, pueden ser más fáciles para las empresas con buena reputación corporativa (ver Rhee y Valdez 2009 para argumentos teóricos en el contexto de la reparación de la reputación; Shane y Cable 2002, basado en decisiones de financiación ligadas al emprendimiento; Dollinger et al. 1997, usando un diseño experimental). En particular, Demiroglu y James (2010) observan que los grupos de capital riesgo (*private equity*) más solventes pagan diferenciales más bajos en los préstamos bancarios e institucionales, con vencimientos más largos y una mayor proporción de préstamos institucionales en el caso de las adquisiciones apalancadas de empresas (*public-to-private leverage buy-outs*). Himme y Fischer (2014) muestran que la reputación corporativa se asocia negativamente con los márgenes de los créditos (lo que implica menores diferenciales). También encuentran apoyo parcial a que la reputación corporativa tiene un efecto negativo más fuerte sobre los diferenciales de crédito en comparación con el valor

de la marca y la satisfacción del cliente. Helm (2007) encuentra que la reputación corporativa (percibida por los inversores) repercute positivamente en la lealtad afectiva de los inversionistas y en la satisfacción de los inversionistas sobre la base de 657 cuestionarios enviados a inversores alemanes de empresas cotizadas. Además, las relaciones más estables con los inversionistas pueden, a su vez, afectar positivamente el desempeño de las empresas a través de la menor volatilidad en el precio de las acciones o de menores costes en la relación con los inversionistas, por ejemplo.

En segundo lugar, Gatzert (2015) revisa la literatura que se centra en el caso particular de los eventos que dañan la reputación corporativa. Hay pocos artículos en la literatura del estudio de eventos (*event-study*) que tengan en cuenta de manera explícita los efectos de ciertos eventos que dañan la reputación, como despidos generalizados o delitos empresariales, sobre la reputación corporativa y por tanto sobre las percepciones de los *stakeholders*, entre los que destacamos los inversionistas. Según la revisión de esta literatura, solo hay un artículo que incluye explícitamente el comportamiento de los prestamistas bancarios (Deng et al. 2014). Deng et al. (2014) considerando el evento de las acciones colectivas de los accionistas presentadas entre 1996 y 2006 en los EE.UU., analizan los cambios en los contratos de préstamos bancarios como un posible canal de pérdidas reputacionales. Sus resultados revelan que las compañías sujetas a litigios con accionistas experimentaron mayores diferenciales de tasas de interés y comisiones previas, así como más *covenants*, y que la pérdida de valor de mercado de la empresa después del anuncio de la demanda judicial estaba asociada positivamente con el aumento de los costes financieros futuros.

Volviendo al objetivo de este trabajo, nos centramos a continuación en la investigación directa que analiza los efectos de la reputación en la financiación tanto vía acciones como vía deuda, entre la que destaca Cao et al. (2015), que analizan la asociación entre la reputación de la empresa y el coste de las acciones y Anginer et al. (2016) que investigan si hay relación entre una buena reputación y el coste de la deuda.



Las compañías con mayor reputación son menos propensas a declarar incorrectamente sus estados financieros anuales, presentar menos cambios discrecionales extremos en sus resultados y están dispuestas a pagar honorarios de auditoría más altos

### 3.1. Relación entre reputación y financiación vía acciones

El efecto de la reputación corporativa en la financiación vía acciones ha sido estudiado en pocos trabajos. Gomes (2000) observa que las empresas pueden vender acciones a accionistas minoritarios en una oferta pública inicial (OPI), sin mecanismos de gobierno corporativo explícitos para proteger a estos inversores minoritarios, debido a que la preocupación en la reputación lleva a los accionistas de control a no expropiar la riqueza. Siegel (2005) encuentra que las empresas mexicanas que cotizan en México y en EE.UU., y que construyeron una buena reputación en la bolsa de Estados Unidos durante la crisis económica de 1994, posteriormente recibieron más financiación vía emisiones de acciones y de deuda. Por último, destacamos especialmente el trabajo de Cao et al. (2015) que estudia el efecto de la reputación sobre la financiación vía acciones de una manera más general.

Siguiendo a Cao et al. (2015), las empresas con mejor reputación deben disfrutar de un menor coste de las acciones por varias razones. Primero, una buena reputación es señal de una compañía con más alta calidad, que presentará una conducta empresarial coherente con los intereses de los accionistas. La reputación de la empresa, como comentamos anteriormente, es una función de varios factores tales como la alta calidad de gestión, la capacidad de atraer trabajadores éticos y talentosos, la capacidad de innovación y la calidad del producto. Estos factores son relevantes para el valor, pero son difíciles de observar para los outsiders, llevando a errores sistemáticos en sus valoraciones (Chan et al., 2001, Edmans, 2011, Hirshleifer et al. 2013). Alternativamente, los rankings de reputación corporativa que estos autores usan para representar la reputación de la empresa son información pública disponible, generada por analistas, directores y ejecutivos que, debido a sus interacciones comerciales, probablemente posean información privada que apoye estos rankings. Por lo tanto, los rankings de reputación pueden

revelar información relevante sobre el valor a los mercados de capitales, reduciendo la asimetría de la información y, por lo tanto, el coste de las acciones. En segundo lugar, Merton (1987) postulaba que las acciones con un menor reconocimiento de los inversores deben ofrecer retornos más altos para compensar a los accionistas por estar imperfectamente diversificados; la evidencia empírica apoya este razonamiento (Loughran y Schultz 2005, Lehav y Sloan 2008). Siguiendo esta idea Cao et al. (2015) esperan que gracias a la reputación aumenten los inversores de la compañía, expandiendo o manteniendo la base de accionistas, llevando todo esto a una reducción en el coste de los capitales propios (este estudio ha utilizado el número de inversores institucionales como proxy del grado de reconocimiento de los inversores tal como hicieron Chen et al. 2002 y Lehav y Sloan 2008). Finalmente, las empresas de mayor reputación proporcionan informes financieros de mayor calidad (Cao et al. 2012). Cao et al. (2012) examinan la asociación entre la reputación de la empresa y la calidad de la información financiera y observan que las compañías con mayor reputación son menos propensas a declarar incorrectamente sus estados financieros anuales, presentan menos cambios discrecionales extremos en sus resultados y están dispuestas a pagar honorarios de auditoría más altos. Además, esa mayor calidad de la información financiera puede reducir el coste de las acciones gracias a la reducción de las asimetrías de la información (Francis et al., 2004, Barth et al., 2013).

En su estudio empírico, Cao et al. (2015) utilizando una muestra de 9.276 observaciones de grandes empresas cotizadas estadounidenses presentes en el ranking de reputación de Fortune desde 1987 a 2011, contrastan que las empresas con mayor reputación gozan de un menor coste de capital, incluso después de controlar por otros factores que influyen en la determinación del coste de las acciones. Además, observan que el efecto de la reputación en el coste del ca-

pital aumenta con el grado de asimetría de la información. También encuentran que los cambios en la reputación están asociados con los cambios subsiguientes en la base de inversores de la compañía, lo que implicaría que los rankings de reputación afectan al reconocimiento por parte de los inversionistas y mejoran la distribución del riesgo. Es decir, ser seleccionado para la Lista de Empresas Más Admiradas puede ayudar a una compañía a obtener una base de inversionistas más amplia, lo cual podría permitir un más eficiente reparto del riesgo y por tanto, una reducción del coste de las acciones. Todos estos resultados sugieren un importante beneficio para el coste de las acciones que deriva de la creación y el mantenimiento de una alta reputación.

Finalmente, Cao et al. (2015) hacen una serie de pruebas de robustez muy interesantes dado que la reputación de la empresa no es una variable exógena sino que depende de otras, entre las que destaca el rendimiento financiero de la empresa. Primero, analizan la asociación entre los cambios en la reputación y los cambios en el coste de las acciones y observan que las compañías recién agregadas a la Lista de Empresas Más Admiradas experimentan una significativa reducción en su coste y que las empresas que salieron de la lista experimentan un aumento significativo. Además, para las empresas que permanecen en la lista, el coste de las acciones disminuye (aumenta) cuando las compañías mueven posiciones hacia arriba (hacia abajo) en el ranking. En segundo lugar, controlan por la diferencia en rentabilidad entre las empresas "Más Admiradas" y las empresas "No Admiradas" al hacer coincidir cada empresa admirada con una empresa no admirada de la misma industria con datos contables y resultados parecidos. Los análisis muestran que el coste de las acciones de las empresas "Más Admiradas" es significativamente menor que el de las "No Admiradas". En tercer lugar, si el rendimiento financiero impulsara el ranking de reputación, se esperaría que las empresas añadidas a (quitadas de) la lista experimentarían, en promedio, cambios positivos (negativos) en el rendimiento financiero. Sin embargo, encontraron que la proporción de las empresas con cambios positivos o negativos tanto en los resultados contables como en la rentabilidad bursátil es aproximadamente la misma para ambos grupos. Es decir, el rendimiento de la empresa influye en la reputación, pero no solo. Finalmente, controlan por otros factores que pueden estar correlacionados tanto con la reputación de la empresa como con su coste de capital e incluyen en su análisis la cobertura de los analistas, la reputación de los directivos y la variable retardada del coste de capital, manteniéndose los resultados inicialmente alcanzados.

### 3.2. Relación entre reputación y deuda

Anginer et al. (2016) examinan la relación entre la reputación de la empresa y el coste de la deuda estudiando los canales a través de los cuales la reputación de la empresa afecta al coste de la deuda, tanto préstamos como bonos. Específicamente, investigan la relación entre la reputación de la empresa y tres canales: los *covenants*, las acciones de ejecución de la Securities and Exchange Commission (SEC) y la probabilidad de insolvencia.

En primer lugar, con relación a los *covenants* presentan el siguiente argumento teórico. Los accionistas pueden expropiar la riqueza de los tenedores de deuda de diversas maneras: liquidan-

Ser seleccionado para la Lista de Empresas Más Admiradas puede ayudar a una compañía a obtener una base de inversionistas más amplia, lo cual podría permitir un más eficiente reparto del riesgo y por tanto, una reducción de las acciones

do los activos de la empresa y distribuyendo el resultado de dicha liquidación a los accionistas, emprendiendo proyectos arriesgados después de la emisión de deuda, sub-invirtiéndose y diluyendo las demandas de los bonistas existentes mediante la emisión de nueva deuda con mayor prioridad. La teoría de la agencia de los *covenants* sugiere que los tenedores de deuda racionales, conscientes de tales conflictos requerirán una prima para mantener la deuda de la empresa. Como resultado, los accionistas soportarán estos costes ex ante y utilizarán los *covenants* de la deuda para limitar la capacidad de los directivos de expropiar la riqueza de los tenedores de bonos en un intento de reducir el coste de la deuda de la empresa (Jensen y Meckling 1976; Bradley y Roberts 2004). La literatura previa ha identificado ciertas características de la empresa que conducen a un uso más intenso de los *covenants*. Malitz (1986) encuentra que el uso de los *covenants* disminuye con el tamaño de la empresa y aumenta con el coeficiente de apalancamiento existente. Begley (1994) muestra que las empresas con mayores probabilidades de insolvencia (*default*), menos activos materiales y que generan flujos de caja operativos no demasiado elevados usan *covenants* para restringir los pagos de dividendos y el endeudamiento adicional. Bradley y Roberts (2004) encuentran que la volatilidad del flujo de caja es un determinante importante de la intensidad del *covenant* e interpretan esto como una evidencia de la relevancia de la salud financiera y la información asimétrica en el proceso de contratación. Por lo tanto, basándose en la teoría de la agencia de los *covenants*, se espera que las firmas más reputadas soporten menos restricciones vía *covenants*.

En segundo lugar, examinan si la reputación de una empresa está relacionada con las acciones legales emprendidas por la SEC debido a fraude. Suponen que la reputación es un activo valioso que las empresas intentan preservar evitando acciones que reduzcan su valor. En particular, Karpoff y Lott (1993) y Karpoff et al. (2008) muestran que los costes reputacionales por fraude corporativo son grandes y constituyen la mayoría de los costes incurridos por las empresas acusadas o condenadas por fraude. Chava et al. (2014) muestran que las firmas que dan información errónea pagan mayores márgenes de préstamos por lo menos seis años después de revelar la información falsa. Siguiendo estas ideas, Anginer et al. (2015) analizan si las empresas con alta reputación evitan comportamientos fraudulentos y por lo tanto tienen menores costes de los préstamos.

En tercer lugar, investigan si las empresas con alta reputación tienen menores probabilidades de enfrentarse a la bancarrota. Esto es, en última instancia, una cuestión empírica y dado que el tamaño de la empresa y la rentabilidad aumentan mientras que

la volatilidad idiosincrásica y el apalancamiento disminuyen con la reputación de la empresa, esperan encontrar empresas de alta reputación que tengan probabilidades de fracaso más bajas.

Anginer et al. (2016) realizan su estudio empírico de la relación entre la reputación de la empresa y el coste de la deuda utilizando 15.434 observaciones de grandes empresas cotizadas estadounidenses y la Lista de Empresas más Admiradas de la revista Fortune como indicador sobre la reputación. Este trabajo encuentra una relación inversa entre la reputación de una empresa y sus diferenciales (*spreads*) tanto en la financiación bancaria como

en los bonos. También encuentra que las compañías con alta reputación se enfrentan a *covenants* menos estrictos y son menos propensas a ser objeto de investigación por fraude por parte de la SEC. Además, observan que la mala reputación es un buen predictor *ex-ante* del fracaso corporativo y que la reputación de la empresa es importante en la fijación de los precios de la deuda corporativa, tanto pública como privada. En definitiva, la reputación corporativa representa información suave (*soft information*) no capturada por los estados contables, y que sin embargo es valiosa para los prestamistas.

## 4. CONCLUSIÓN FINAL

A modo de conclusión, la reputación corporativa es un activo importante para muchas empresas, que les permite, entre otras cuestiones, reducir el coste de capital de las acciones, y/o reducir el coste de la deuda, y/o ampliar su base de inversores. Estas ideas

deben ser de interés para los investigadores y los directivos de las empresas interesados en los beneficios de construir y proteger la reputación de la empresa.



## BIBLIOGRAFÍA

- Anginer, D., Warburton, A. J., Yildizhan, C., 2015. Corporate reputation and cost of debt. Unpublished paper, The World Bank, Syracuse University, and University of Michigan.
- Barnett, M. L., Jermier, J. M., Lafferty, B. A., 2006. Corporate reputation: The definitional landscape. *Corporate Reputation Review*, 9, 26-38.
- Baker, M., Wurgler, J., 2002. Market timing and capital structure, *The Journal of Finance*, 57 (1), 1-32.
- Barth, M.E., Konchitchki, Y., Landsman, W.R., 2013. Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55, 206-224.
- Begley, J., 1994. Restrictive covenants included in public debt agreements: An empirical investigation. University of British Columbia, Working Paper.
- Bradley M., Roberts, M., 2004. The structure and pricing of debt covenants. Working Paper, Duke University.
- Cao, Y., Myers, J.N., Myers, L.A., Omer, T.C., 2015. Company reputation and the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*, 20 (1), 42-81.
- Cao, Y., Myers, L. A., Omer, T. C., 2012. Does company reputation matter for financial reporting quality? Evidence from restatements. *Contemporary Accounting Research*, 29, 956-990.
- Chan, L.K.C., Lakonishok, J., Sougiannis, T., 2001. The stock market valuation of research and development expenditures. *The Journal of Finance*, 56, 2431-2456.
- Chava, S., Huang, K., Johnson, S., 2014. The Dynamics of Borrower Reputation Following Financial Misreporting. Working Paper, Georgia Tech.
- Chen, J., Hong, H., Stein, J., 2002. Breadth of ownership and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 66, 171-205.
- Cowen, A., Groyberg, B., Healy, P., 2006. Which types of analyst firms are more optimistic? *Journal of Accounting and Economics*, 41, 119-146.
- Demiroglu, C., James, C. M., 2010. The role of private equity group reputation in LBO financing. *Journal of Financial Economics*, 96(2), 306-330.
- Deng, S., Willis, R. H., Xu, L., 2014. Shareholder litigation, reputational loss, and bank loan contracting. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(4), 1101-1132.
- Diamond, D. W., 1989. Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 97, 828-862.
- Diamond, D. W., 1991. Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99, 689-721.
- Dollinger, M. J., Golden, P. A., Saxton, T., 1997. The effect of reputation on the decision to joint venture. *Strategic Management Journal*, 18(2), 127-140.
- Edmans, A., 2011. Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101, 621-640.
- Fernández-Sánchez, J., Luna-Sotorrió, L., Baraibar-Díez, E., 2012. Can corporate reputation protect companies value Spanish evidence of the 2007 Financial crash, *Corporate Reputation Review*, 15 (4), 1363-3589.
- Fombrun, C. J., Shanley, M., 1990. What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258.
- Francis, J.R., Lafond, R., Olsson, P., Schipper, K., 2004. Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79, 967-1010.
- Gatzert, N., 2015. The impact of corporate reputation and reputation damaging events on financial performance: Empirical evidence from the literature, *European Management Journal* 33 (2015) 485-499. <http://dx.doi.org/10.1016/j.emj.2015.10.001>.
- Gomes, A., 2000. Going public without governance: Managerial reputation effects. *The Journal of Finance*, 55, 615-646.
- Healy, P. M., Palepu, K.G., 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Helm, S., 2007. The role of corporate reputation in determining investor satisfaction and loyalty. *Corporate Reputation Review*, 10, 22-37.
- Himme, A., Fischer, M., 2014. Drivers of the cost of capital: the joint role of nonfinancial metrics. *International Journal of Research in Marketing*, 31(2), 224-238.
- Hirshleifer, D., Hsu, P.H., Li, D.M., 2013. Innovative efficiency and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 107, 632-654.
- Jackson, A., 2005. Trade generation, reputation and sell-side analysts. *Journal of Finance*, 60, 673-717.
- Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76 (2), 323-339.
- Jensen, M., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Karpoff, J., Lee, D., Martin, G., 2008. The consequences to managers of financial misrepresentation. *Journal of Financial Economics*, 88, 193-215.
- Karpoff, J., Lott, J., 1993. The reputational penalty firms bear from committing criminal fraud. *Journal of Law and Economics*, 36, 757-802.
- Larcker, D., Richardson, S., 2004. Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance. *Journal of Accounting Research*, 42, 625-58.
- Lehavy, R., Sloan, R.G., 2008. Investor recognition and stock returns. *Review of Accounting Studies*, 13, 327-361.



- Loughran, T., Schultz, P., 2005. Liquidity: Urban versus rural firms. *Journal of Financial Economics*, 78, 341-374.
- McConnell, J.J., Servaes, H., 1994. Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 39 (1), 131-157.
- Malitz, I., 1986. On financial contracting: The determinants of bond covenants. *Financial Management*, 15, 18-25.
- Merton, R.C., 1987. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42, 483-510.
- Milgrom, P. and Roberts, J., 1982. Predation, reputation, and entry deterrence. *Journal of Economic Theory*, 27, 280-312.
- Myers, S., Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187- 221.
- Rhee, M., Valdez, M., 2009. Contextual factors surrounding reputation damage with potential implications for reputation repair. *Academy of Management Review*, 34(1), 146-168.
- Roberts, P., Dowling, G. R. 2002. Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 20, 691-710.
- Shane, S., Cable, D., 2002. Network ties, reputation, and the financing of new ventures. *Management Science*, 48, 364-381.
- Siegel, J., 2005. Can foreign firms bond themselves effectively by renting U.S. securities laws? *Journal of Financial Economics*, 75, 319-359.
- Wang, Y., Bernes G., van Riel C.B.M., 2012. Competing in the Capital Market with a Good Reputation. *Corporate Reputation Review*, 15 (3), 198-221.
- Weigelt, K., Camerer, C., 1988. Reputation and corporate strategy: A review of recent theory and applications. *Strategic Management Journal*, 9, 443-454.
- Wilson, R., 1985. Reputations in games and markets. En A. E. Roth (Ed.), *Game-theoretic models of bargaining*. New York: Cambridge University Press.