

O VALOR DA MARCA E A GERAÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA

ALINE ARMANINI STEFANAN

Universidade Federal de Santa Maria - UFSM

aline_1934@yahoo.com.br

MARTA OLIVIA ROVEDDER DE OLIVEIRA

Universidade Federal de Santa Maria - UFSM

mrovedder@yahoo.com.br

MAURI LEODIR LÖBLER

Universidade Federal de Santa Maria - UFSM

mlobler@gmail.com

Área temática: Estratégias e Operações de Marketing

O VALOR DA MARCA E A GERAÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA

THE BRAND EQUITY AND THE GENERATION OF SHAREHOLDER VALUE

Resumo

Esta pesquisa objetivou realizar um levantamento dentre as principais publicações sobre a temática “valor da marca e a geração de valor ao acionista”, por meio da técnica de *desk research* (MALHOTRA, 2001), buscando artigos científicos relacionados à temática na base de dados Google Scholar e nas bases de dados da ANPAD e do SEMEAD. Foram encontrados dezessete artigos abordando a temática, treze internacionais e quatro nacionais. Destaca-se que dez dos artigos foram publicados em periódicos internacionais da área de marketing de alto h5-index enquanto que outros três foram publicados em periódicos na área de finanças com baixo h5-index. Constatou-se que os estudos concentram-se em países desenvolvidos, sendo onze no contexto norte-americano, um na Holanda e outro analisando conjuntamente Estados Unidos, Reino Unido e Alemanha. Além destes, foram encontrados quatro estudos publicados no Brasil, três deles publicados em eventos (EnANPAD) e o outro em um periódico da área contábil. Dada a concentração encontrada de estudos em países desenvolvidos, sugere-se que sejam realizados estudos analisando outros mercados visando expandir o entendimento de como o valor da marca e a geração de valor ao acionista se comportam em diferentes cenários.

Palavras-chave: Marketing; valor da marca; valor ao acionista.

Abstract

This research aimed to conduct a survey among the leading publications on the topic "brand equity and the generation of shareholder value", through the desk research technique (Malhotra, 2001), looking for papers related to the theme in the databases Google Scholar, ANPAD and SEMEAD. Seventeen articles were found, thirteen international and four national. It is noteworthy that ten of the articles were published in international journals in the marketing area with high h5-index while the other three were published in journals in finance with low h5-index. It was observed that the studies found focus on developed countries, eleven in the North American context, one in the Netherlands and other a joint examination of United States, United Kingdom and Germany. Besides these, four studies were published in Brazil, three of them published in events (EnANPAD) and the other in an accounting periodic. Given the verification of studies focus in developed countries, it is suggested that future studies be conducted to analyze other markets aiming at expanding the understanding of how the brand equity and the generation of shareholder value behave in different scenarios.

Keywords: Marketing; brand equity; shareholder value.

INTRODUÇÃO

A marca, conforme Steenkamp (2014), pode ser considerada a alma da empresa, uma vez que, dentre outros motivos, proporciona maior fidelidade dos clientes, oferece potencial para maiores margens de lucro e protege contra ataques competitivos de outras empresas, quando bem avaliada pelo consumidor.

Na mesma perspectiva, Oliveira (2009) considera a marca um fator crítico de sucesso para as organizações. Keller e Lehmann (2006) e Shankar, Azar e Fuller (2008) acreditam na marca como um recurso quantificável, podendo, desta forma, ser considerada um ativo no sentido financeiro. A marca, a partir desta abordagem, reflete a experiência completa dos clientes com os produtos e serviços aos quais está vinculada e pode manifestar seu impacto no mercado de clientes, no mercado de produtos e no mercado financeiro, sendo o valor acumulado por tais benefícios muitas vezes chamado de valor da marca (KELLER; LEHMANN, 2006).

Conforme Oliveira (2013), não há consenso acerca da definição do termo valor da marca, existindo algumas visões mais vinculadas à perspectiva financeira (ou da firma), outras à perspectiva do consumidor, e outras segundo ambos os prismas; mas vários autores concordam que o valor da marca, em suma, caracteriza-se por todos os aspectos, tangíveis e intangíveis, de uma marca que contribuem para o crescimento sustentado dos lucros (FARQUHAR, 1989; LASSAR; MITTAL; SHARMA, 1995; LEUTHESSER, 1988; MARTINS, 2006; SIMON; SULLIVAN, 1993; WINTERS, 1991).

Assim, Levitt (1983) conceitua marcas valiosas como aquelas que atendem a necessidade de obter o melhor valor possível, ou seja, marcas que se destacam em oferecer a melhor combinação de preço e qualidade (STEENKAMP, 2014). Sob o ponto de vista financeiro, Belo, Lin e Vitorino (2014) consideram que o valor de uma empresa reflete o valor de suas ações de capital físico, além do valor de seu estoque de capital intangível, tal como a marca, que tem tido cada vez mais importância como componente de valor do mercado de ações (BARTH et al., 1998; HALL, 2001; MCGRATTAN; PRESCOTT, 2000).

A associação do valor da marca à criação de valor ao acionista é sustentada por estudos como de Aaker e Jacobson (1994), Barth et al. (1998), Fehle et al. (2008), Luo, Raithel e Wiles (2013), Madden, Fehle e Fournier (2006), Mizik e Jacobson (2008) e Oliveira (2009). Luo, Raithel e Wiles (2013) e Oliveira (2009) afirmam que melhores avaliações das marcas pelos clientes costumam estar atreladas a maiores retornos destas no mercado de ações (LANE; JACOBSON, 1995) e redução do risco em seu investimento (REGO; BILLET; MORGAN, 2009). As marcas então, considerando-se que possuem valor econômico, são capazes de melhorar o valor ao acionista (AAKER, 1996; KERIN; SETHURAMAN, 1998; MORTANGES; RIEL, 2003).

Dada à importância ressaltada do valor da marca para a geração de valor ao acionista, esta pesquisa tem o objetivo de realizar um levantamento dentre as principais publicações sobre a temática valor da marca e a geração de valor ao acionista. O artigo está estruturado em cinco seções, a introdução que contextualizou o tema, uma breve revisão da literatura sobre a temática, o método empregado para a realização do levantamento, a descrição e análise dos resultados encontrados e a conclusão.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Os investidores estão cada vez mais direcionando sua atenção ao rendimento das ações, o que tem exercido uma enorme pressão das empresas para a entrega de valor (YOUNG; O'BYRNE, 2001). Por isso, tem sido exigido que a área de marketing, cujas

atividades focam no sucesso da empresa, produto e serviço no mercado, também visualize o objetivo final de contribuir para o retorno aos acionistas empresariais (BRODIE; GLYNN; DURME, 2002; DAY; FAHEY 1988; GRUCA; REGO, 2005; OLIVEIRA, 2009; SRIVASTAVA, SHERVANI; FAHEY, 1998). Então, as áreas de marketing e de finanças das empresas devem trabalhar de forma sistemática para atingir o objetivo final de maximizar o retorno ao acionista (SRIVASTAVA; SHERVANI; FAHEY, 1998).

Paralelo a isso, está ocorrendo uma importante mudança na economia, caracterizada pela grande importância dada aos ativos intangíveis em frente dos ativos físicos tradicionais (ZANINI; CAÑIBANO; ZANI, 2010). Esta mudança afeta os meios acadêmico e empresarial, que têm dedicado maior atenção aos ativos intangíveis nos últimos anos.

Pode-se vislumbrar o enfoque acadêmico por meio do direcionamento de institutos de pesquisa na área de marketing, como o Marketing Science Institute (MSI), que publica a cada dois anos uma lista de prioridades de pesquisa em marketing, norteando a comunidade acadêmica em seus estudos na área. Dentre as prioridades apontadas nestes relatórios, costumam constar o valor da marca e seus temas correlatos, direta ou indiretamente.

O valor de mercado de uma empresa, conforme Stewart (2001), resulta da combinação dos seus ativos tangíveis com os seus ativos intangíveis. De acordo com Lev (2004) e Reina, Essnlin e Jorge (2010) atualmente é comum empresas cujos valores dos bens intangíveis superem os valores dos bens tangíveis. Em muitos casos, os ativos intangíveis são responsáveis por gerar considerável crescimento das empresas e do valor ao acionista (LEV, 2004). Dentre eles, a marca destaca-se como o principal ativo intangível para muitas organizações (KELLER; LEHMANN, 2006; REINA; ESSNLIN; JORGE, 2010).

Keller (2008) considera que “o estágio final da cadeia do valor da marca é o valor ao acionista” (KELLER, 2008, p. 3). Para o autor, todos os investimentos realizados pela empresa, como em produtos, funcionários, ou propaganda exercem impacto no valor da marca. Como a marca está associada diretamente à área de marketing das empresas, o reconhecimento dela como responsável pelo aumento da geração de valor ao acionista evidencia a importância e atenção que a organização, e seus responsáveis pelas áreas de marketing e de finanças, devem dar a este ativo intangível, com a finalidade de maximizar seu valor ao acionista.

Reina, Essnlin e Jorge (2010) estudaram as empresas de governança corporativa da Bovespa e constataram que 75% delas não possuíam nenhum tipo de registro de marcas em seu balanço patrimonial, e as que possuíam afirmaram que o registro foi realizado pelo seu custo histórico. Os achados apontam para o pouco reconhecimento do valor da marca tanto pela contabilidade quanto pelas empresas, contrastando ao esperado, dado que cada vez é mais comum o reconhecimento dos ativos intangíveis no mercado e eles podem ser encarados como impulsionadores do valor ao acionista (LEV, 2004).

3. MÉTODO

Para realização do levantamento adotou-se a técnica de *desk research* (MALHOTRA, 2001), buscando artigos científicos empíricos relacionados à temática na base de dados Google Scholar e na base de dados dos eventos da ANPAD e do SEMEAD.

Foram utilizados para pesquisa os termos "valor da marca"+"valor ao acionista" e "*brand equity*"+"*shareholder value*", então artigos científicos empíricos que abordavam a temática, mesmo todos os termos não aparecendo no título, foram baixados e fizeram parte do levantamento final os que realmente tratavam sobre o valor da marca e a geração de valor ao acionista.

O levantamento resultou em dezessete artigos: onze realizados no contexto norte-americano, um no contexto holandês, um em contexto multinacional, englobando Estados Unidos, Reino Unido e Alemanha e quatro no contexto brasileiro.

Analisou-se também o *h5-index* dos periódicos, índice obtido no Google Scholar Metrics para periódicos com no mínimo cem publicações nos últimos cinco anos, atualizado pela última vez em junho de 2014. O índice é calculado da seguinte forma: os estudos são ordenados por periódico de forma decrescente pelo número de citações e a partir disso encontra-se o estudo cuja ordem iguala-se ao número de citações ou cujo número de citações é maior que a da ordenação seguinte (GOOGLE SCHOLAR, 2014). O *h-index* foi introduzido por Hirsch (2005) e é um índice que avalia tanto a quantidade, pelo número de artigos, quanto a qualidade, pelo impacto e citações ao artigo. Conforme Harzing e Van der Wal (2009), o *h-index* para periódicos fornece uma medida robusta do desempenho durável e sustentável, maior do que o *h-index* em relação aos artigos.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Ishaq et al. (2014) afirma que embora o estudo da marca não seja uma temática recente, nota-se uma evolução na forma como as organizações estão empregando estratégias em relação às suas marcas. Isto pode ser associado ao crescente reconhecimento da associação do valor da marca com o valor da firma ou a criação de valor ao acionista, que pode ser vislumbrado nos estudos de Aaker e Jacobson (1994, 2001), Barth et al. (1998), Doyle (2001), Fehle et al. (2008), Ghani, Martelanc e Crescitelli (2012), Ghani, Martelanc e Luporini (2011), Kerin e Sethuraman (1998), Luo, Raithel e Wiles (2013), Madden, Fehle e Fournier (2006), Mizik e Jacobson (2008), Mortanges e Riel (2003), Oliveira e Luce (2009), Oliveira et al. (2010), Rego, Billet e Morgan (2009), Rust, Lemon e Zeithaml (2004) e Simon e Sullivan (1993), apresentados nos Quadros 1, 2, 3 e 4.

No contexto norte-americano, são destacados onze estudos que relacionam o valor da marca e o valor ao acionista, conforme descrito no Quadro 1.

CONTEXTO NORTE-AMERICANO		
Referência	Objetivo / Método	Principais resultados
Simon e Sullivan (1993)	Estimar o valor da marca a partir de estimações dos lucros relacionados à marca, levando em consideração os gastos com publicidade, pesquisa e desenvolvimento, participação de mercado, idade da empresa, e concentração do mercado combinado com variáveis binárias testadas.	O artigo mostra que eventos de marketing, como o lançamento de um novo produto, tem efeito significativo sobre o valor da marca. Para isso, os autores mensuraram o valor da marca da Coca-Cola e da Pepsi a partir de três grandes eventos da indústria da bebida de 1982 a 1986.
Aaker e Jacobson (1994)	Investigar de que forma o movimento no valor das ações da empresa pode ser associado com informações contidas em medidas de qualidade percebidas.	Resultados implicam que medidas de qualidade contém informações que refletem nas medidas de desempenho das ações.
Kerin e Sethuraman (1998)	O estudo utilizou os valores das marcas publicados na revista World Financial em 1995 e 1996 e os respectivos índices <i>market-to-book</i> obtidas no <i>Compustat</i> para as empresas de capital aberto de bens de consumo norte-americanos para examinar a relação empírica entre o valor da marca e valor para o acionista.	Foi rodado um modelo de regressão linear e dois logarítmicos com o <i>market-to-book</i> como variável dependente e o valor da marca como variável independente e outro acrescentando o fator vendas como variável independente. Os resultados apontam relação positiva entre o valor da marca e o <i>market-to-book</i> .

(continua)

(continuação)

Barth et al. (1998)	Este estudo testa hipóteses relativas ao fato de os valores de marca estimados e publicados por uma revista financeira muito respeitada refletirem a valorização de informações relevantes e se estas são suficientemente confiáveis e oportunas para serem refletidas nos preços e retornos das ações.	Os resultados do estudo sugerem que as estimativas de valor da marca são relevantes e suficientemente confiáveis para serem refletidas nos preços das ações. Ainda, as estimativas de valor da marca estão associadas positivamente com a despesa com publicidade, a margem operacional e a participação de mercado e fornecem poder explicativo significativo para os preços incrementais a essas variáveis, para ativos de marcas reconhecidas e previsões de lucros.
Aaker e Jacobson (2001)	Avaliar o quanto a atitude em relação à marca, um componente chave do <i>brand equity</i> , ajuda a prever ganhos futuros em mercados de alta tecnologia. Utilizou-se dados de indústrias de computador.	Os autores constatam que as mudanças de atitude em relação à marca estão associadas com o retorno de ações e desempenho financeiro. Identificou-se que ambos os atributos do produto e estímulos periféricos moldam atitudes em relação à marca em mercados de alta tecnologia.
Doyle (2001)	Analisar como as marcas contribuem para a estratégia da empresa e como o planejamento da marca precisa ser orientado para a economia de mercado e para a criação de valor para o acionista. O estudo propõe a avaliação da Upbrand para comprovar suas constatações.	Conforme o autor, a marca cria valor ao acionista por meio de três fatores: (1) vantagem diferencial em menores custos ou qualidade percebida superior; (2) economia de mercado; e (3) uma estratégia baseada na maximização do valor presente do fluxo de caixa futuro.
Rust, Lemon e Zeithaml (2004)	Propor e demonstrar a aplicação de um modelo que permite opções de estratégias de marketing competitivas com base no retorno financeiro projetado. O modelo incorpora o impacto das ofertas dos concorrentes e mudanças na marca. Apresenta-se a implementação do modelo usando dados do setor aéreo.	O modelo é operacionalizado pela mudança no valor do cliente da empresa em relação às despesas incrementais necessárias para produzir tal mudança. Os autores consideram que o modelo proposto fornece para as empresas a compreensão do que impulsiona o valor do cliente em uma determinada marca ou categoria de produto.
Madden, Fehle e Fournier (2006)	Verificar como o marketing afeta o desempenho da empresa, utilizando o método de Fama-French e a medida de mercado de valor financeiro de marca. Os autores fornecem evidências empíricas para a ligação entre a marca e a criação de valor ao acionista.	Os resultados demonstram que marcas fortes, não só entregam maiores retornos para os acionistas, mas o fazem com menos risco. E esta constatação é válida mesmo quando a participação de mercado e tamanho da empresa são considerados.
Mizik e Jacobson (2008)	Avaliar como as métricas relacionadas à marca fornecem informações incrementais para as medidas de desempenho contábil na explicação dos retornos. A análise é baseada nos cinco "pilares" que formam a base para o modelo de mensuração de valor da marca de Young e Rubicam: diferenciação, relevância, estima, conhecimento e energia.	A análise mostra que as dimensões relevância da marca e energia fornecem informações incrementais para medidas de desempenho contábil na explicação dos retornos das ações, o que não foi comprovado para as dimensões estima e conhecimento.
Fehle et al. (2008)	Avaliar se o valor da marca aumenta a riqueza dos acionistas, especificamente, se as empresas com marcas valiosas ganham retornos anormais após o controle de risco. A partir do caso afirmativo, tentar explicar como esta informação pode ser usada para explicar a precificação dos ativos.	Após o ajuste para risco com o modelo de Carhart (1997), constatou-se que empresas de marcas valiosas têm retornos acima da média. A partir disso, criou-se o fator marca, com base na diferença entre o retorno de empresas com alto e baixo valor da marca, mas aos autores concluíram que esse novo fator não substitui o modelo de Carhart (1997).

(continua)

(conclusão)

Rego, Billet e Morgan (2009)	Examinar o impacto do valor da marca baseado no consumidor (CBBE) sobre o risco da empresa utilizando os dados relativos 252 empresas do EquiTrend, Compustat, e do Centro de Pesquisa em Preços Seguros durante o período de 2000 a 2006.	Os resultados sugerem que o valor da marca está associado ao risco da empresa e explica a variância nas medidas de risco. Entende-se também que o valor da marca tem um forte papel na previsão do risco não sistemático específico à empresa, e também na proteção aos acionistas da desvantagem do risco sistemático.
------------------------------	--	---

Quadro 1 - Publicações sobre valor da marca e valor ao acionista em contexto norte-americano

Fonte: adaptado de Aaker e Jacobson (1994, 2001), Barth et al. (1998), Doyle (2001), Fehle et al. (2008), Kerin e Sethuraman (1998), Madden, Fehle e Fournier (2006), Mizik e Jacobson (2008), Rego, Billet e Morgan (2009), Rust, Lemon e Zeithaml (2004) e Simon e Sullivan (1993).

Simon e Sullivan (1993) propuseram que o valor da marca pode ser estimado a partir dos lucros gerados para a empresa relacionados a ela, em um estudo que mensurou o valor das marcas Coca-Cola e Pepsi analisando três grandes eventos da indústria da bebida de 1982 a 1986. Os autores sugerem que eventos de marketing exercem efeito significativo para o valor da marca.

Aaker e Jacobson (1994), ao investigar de que forma a medida de valor da firma pode ser associada com informações contidas em medidas de qualidade percebidas, mesmo utilizando a expressão qualidade da imagem da marca, sem cunhar o termo valor da marca, já estudavam o construto e constatavam sua associação com os retornos das ações. Alguns anos mais tarde, Aaker e Jacobson (2001) publicaram um estudo que avaliava o quanto a atitude em relação à marca ajuda a previsão de ganhos futuros em mercados de alta tecnologia. Nesse estudo, os autores constataram que as mudanças de atitude em relação à marca estavam associadas com o retorno das ações e com o desempenho financeiro.

Kerin e Sethuraman (1998) examinaram a relação empírica entre o valor da marca e valor para o acionista analisando no período de 1995 e 1996 o valor da marca, divulgado pela World Financial, e os índices *market-to-book*, obtidos no *Compustat*. Os resultados da pesquisa confirmaram uma relação positiva entre o valor da marca de uma empresa e o *market-to-book*, e indicaram que variações no valor da marca estão associadas a variações correspondentes no *market-to-book*.

Barth et al. (1998) avançou nas pesquisas ao relacionar as medições das marcas de empresas publicadas pela *Financial World's* com o reflexo do desempenho das ações destas empresas no mercado acionário.

O estudo de Doyle (2001) analisou a contribuição da marca para a estratégia da empresa e como o planejamento da marca precisa ser orientado para a economia de mercado e para a criação de valor para o acionista, exemplificando com uma avaliação da marca da Upbrand. O autor afirma que a marca cria valor ao acionista por meio de três fatores: (1) vantagem diferencial em menores custos ou qualidade percebida superior; (2) economia de mercado; e (3) uma estratégia baseada na maximização do valor presente do fluxo de caixa futuro. Então, de acordo com Doyle (2001), as metas relacionadas a vendas, preços e gastos com marketing para a criação de valor para os acionistas devem estar alinhadas para maximizar seu potencial.

Rust, Lemon e Zeithaml (2004) propuseram um modelo que fornece opções de estratégias de marketing competitivas com base no retorno financeiro projetado, sendo operacionalizado pela mudança no valor do cliente da empresa em relação às despesas incrementais necessárias para produzir tal mudança. Os autores demonstraram a

implementação do modelo usando dados do setor aéreo, e a partir disso, consideraram que o modelo fornece para as empresas a compreensão do que impulsiona o valor do cliente em uma determinada marca ou categoria de produto.

Madden, Fehle e Fournier (2006) compararam o desempenho financeiro de mercado de empresas presentes no ranking de marcas mais valiosas da *Interbrand*, com as demais empresas cotadas nas bolsas norte-americanas. Os autores utilizaram o modelo de três fatores de Fama e French (1993) e chegaram a conclusão de que empresas que desenvolveram marcas valiosas criaram valor aos seus acionistas por apresentarem maiores retornos a riscos reduzidos (MADDEN; FEHLE, FOURNIER, 2006).

Fehle et al. (2008), ao avaliar se as empresas com marcas valiosas ganham retornos anormais após o controle de risco, utilizaram o modelo de quatro fatores de Carhart (1997), que agregou um fator *momentum* ao modelo de Fama e French (1993). Para explicar o resultado afirmativo e como esta informação pode ser usada para explicar melhor a forma como os ativos são precificados, os pesquisadores criaram um novo fator baseado na diferença entre o retorno de empresas com alto e com baixo valor da marca, mas apenas dois de onze portfólios apresentaram betas estatisticamente significativos após a inclusão do fator marca.

Fehle et al. (2008) atribuíram o insucesso do novo fator ao fato de a *Interbrand*, de onde foram fornecidos os dados relativos ao valor da marca, só listar as empresas com as marcas mais valiosas, sendo possível que muitas das empresas desconsideradas por não estarem incluídas na lista da *Interbrand* tenham relativa boa marca.

Mizik e Jacobson (2008) avaliaram como as métricas de marca fornecem informações incrementais para as medidas de desempenho contábil na explicação dos retornos, baseados nos cinco "pilares" que formam a base para o modelo de mensuração de valor da marca de Young e Rubicam: diferenciação, relevância, estima, conhecimento e energia. A análise diferenciada de Mizik e Jacobson (2008) permitiu concluir que a relevância da marca percebida e a energia fornecem informações incrementais para medidas de desempenho contábil na explicação dos retornos das ações e que os mercados financeiros não veem diferenciação da marca como tendo conteúdo de informação incremental.

Rego, Billet e Morgan (2009) examinaram o impacto do valor da marca baseado no consumidor (CBBE) sobre o risco da empresa utilizando os dados relativos 252 empresas entre 2000 e 2006. Os resultados desse estudo sugerem que o valor da marca está associado ao risco da empresa e explica a variância nas medidas de risco. Os autores também identificaram no valor da marca um forte papel na previsão do risco não sistemático específico à empresa, e também na proteção aos acionistas da desvantagem do risco sistemático. Tais achados sugerem que o gerenciamento da marca deve fazer parte da estratégia de gestão de risco da empresa para que se possa usufruir as vantagens do valor da marca de forma a favorecer a empresa e seus acionistas (REGO; BILLET; MORGAN, 2009).

No contexto holandês foi realizado o estudo de Mortanges e Riel (2003), apresentado no Quadro 2, que comparou de 1993 a 1997 as variações do valor da marca e do valor ao acionista.

Mortanges e Riel (2003) analisaram as variações pelo BAV® e as relações entre as variáveis ao longo do tempo por meio do teste do Qui-Quadrado. A mensuração do valor de 43 marcas de empresas holandesas foi feita a partir do Brand Asset Valuator® e foram utilizados como parâmetros para o valor ao acionista o retorno total ao acionista, o lucro por ação e o *market-to-book*. Como principal contribuição, os achados da pesquisa de Mortanges e Riel (2003) apontaram para um impacto significativo entre o valor da marca e o valor ao acionista.

CONTEXTO HOLANDÊS		
Referência	Objetivo / Método	Principais resultados
Mortanges e Riel (2003)	O estudo mediu o valor de 43 marcas corporativas holandesas pelo Brand Asset Valuator® entre 1993 e 1997. As variações no BAV <i>Power Grid</i> , medindo a força e a estatura da marca foram comparados estatisticamente com as variações no valor ao acionista. Foram utilizadas três medidas para determinar o valor ao acionista: retorno total ao acionista, lucro por ação, e a relação <i>market-to-book</i> .	Os resultados apontaram para um impacto significativo entre o valor da marca e o valor ao acionista.

Quadro 2 - Publicações sobre valor da marca e valor ao acionista em contexto holandês

Fonte: adaptado de Mortanges e Riel (2003).

No cenário multinacional destaca-se o estudo de Luo, Raithel e Wiles (2013), apresentado no Quadro 3.

O estudo de Luo, Raithel e Wiles (2013) não se restringiu aos Estados Unidos, como os estudos anteriormente abordados, compondo sua amostra também os países Reino Unido e Alemanha; para examinar a dispersão da marca (variação nas avaliações da marca por consumidores) e seu papel na conversão de ativos da marca em valor da empresa.

CONTEXTO MULTINACIONAL: ESTADOS UNIDOS, REINO UNIDO E ALEMANHA		
Referência	Objetivo / Método	Principais resultados
Luo, Raithel e Wiles (2013)	Examinar a dispersão da marca e seu papel na conversão de ativos da marca em valor da empresa. Utilizou análises múltiplas - desde simples, sem modelos para os modelos de séries temporais - em 730.818 observações marca/dia forneceram evidências robustas de que mudanças na questão dispersão da marca afeta os preços das ações.	Constatou-se que a dispersão da marca tem efeitos Januslike: prejudica os retornos, mas reduz o risco da empresa. Além disso, a dispersão para menos tem mais forte impacto sobre os retornos anormais do que a dispersão de para mais, indicando uma assimetria em efeitos de dispersão da marca. Sem modelagem de dispersão, o impacto da classificação de marca no valor da empresa pode ser sob ou subestimado.

Quadro 3 - Publicações sobre valor da marca e valor ao acionista em contexto multinacional

Fonte: adaptado de Luo, Raithel e Wiles (2013).

A dispersão, conforme Luo, Raithel e Wiles (2013), capta a heterogeneidade nas avaliações entre os consumidores que gostam ou não gostam das marcas, fato que pode afetar a decisão de investidores para comprar ou vender uma ação no mercado acionário.

Os achados da pesquisa de Luo, Raithel e Wiles (2013) demonstram que a dispersão da marca prejudica os retornos, mas reduz o risco da empresa. Além disso, a dispersão para menos tem mais forte impacto sobre os retornos anormais do que a dispersão de para mais, indicando uma assimetria em efeitos de dispersão da marca. A contribuição dos autores recai, sobretudo, na relevância da modelagem de dispersão para a classificação de marca no valor da empresa.

No contexto brasileiro, foram encontrados quatro estudos que relacionam o valor da marca e o valor ao acionista, apresentados no Quadro 4.

Oliveira e Luce (2009) avaliaram o desempenho no mercado acionário brasileiro, em termos de risco e retorno, entre 2000 e 2008, de uma carteira composta pelas empresas de marcas brasileiras mais valiosas, com outros quatro portfólios: (1) todas as empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa; (2) das empresas com ações negociadas na

Bovespa menos as consideradas detentoras de marcas valiosas; (3) empresas que participaram da formação da carteira teórica do Índice Bovespa; e (4) empresas que compõem o portfólio Ibovespa menos as empresas consideradas detentoras de marcas valiosas.

CONTEXTO BRASILEIRO		
Referência	Objetivo / Método	Principais resultados
Oliveira e Luce (2009)	A pesquisa comparou o desempenho, no mercado acionário brasileiro, do portfólio de empresas com reconhecido valor da marca – apontada pelos rankings de marcas mais valiosas brasileiras publicadas pela Interbrand – com outros portfólios de empresas com ações listadas na Bovespa.	Os resultados deste estudo permitem concluir que o Portfólio de Marcas Valiosas apresenta um menor risco no mercado acionário brasileiro frente aos demais portfólios estudados, acompanhado de um maior retorno.
Oliveira et al. (2010)	O estudo comparou o desempenho no mercado acionário brasileiro de um portfólio de empresas consideradas valiosas segundo a perspectiva do consumidor com dois portfólios de empresas brasileiras, em termos de risco e retorno das carteiras, de acordo com o modelo dos três fatores de Fama e French (1993).	Os resultados encontrados demonstram que o beta de mercado do Portfólio de Marcas Valiosas Brasileiras teve o menor índice de risco de mercado dentre os portfólios, e, também foi inferior a 1, tendo assim menor sensibilidade às variações de mercado.
Ghani, Martelanc e Luporini (2011)	O estudo analisou o impacto de divulgação do ranking Brand Finance de valor das marcas no Brasil sobre o preço das ações das empresas. Para isso, regrediu-se o retorno anormal de cada empresa contra a variação inesperada da marca por análise econométrica de painel: POLS e FGLS.	A variação inesperada da marca não explicou o retorno anormal das ações, evidenciando que a divulgação do ranking de marcas não afeta o preço das ações e sugerindo que o investidor não leva em conta o ranking de marcas para a tomada de decisão na compra e venda de ações.
Ghani, Martelanc e Crescitelli (2012)	O artigo traz evidência empírica, por meio de análise econométrica em painel (efeito fixo e efeito aleatório), da relação entre valor de mercado das empresas listadas na Bovespa com seu respectivo valor de marca calculado pela consultoria Brand Finance.	Verificou-se relação significativa entre o valor de mercado de empresas listadas na Bovespa e os seus respectivos valores de marca, calculados pela consultoria Brand Finance, mas não se considera que há ainda suporte teórico para a contabilização da marca separadamente dos demais ativos nos balanços das empresas.

Quadro 4 - Publicações sobre valor da marca e valor ao acionista em contexto brasileiro

Fonte: adaptado de Ghani, Martelanc e Crescitelli (2012); Ghani, Martelanc e Luporini (2011); Oliveira et al. (2010); e Oliveira e Luce (2009).

O estudo de Oliveira e Luce (2009) também utilizou o modelo de três fatores de Fama e French (1993), concluindo que o portfólio de marcas valiosas apresentou menor risco no mercado brasileiro frente aos demais portfólios. Os autores evidenciaram que, apesar do modelo Fama e French (1993) não permitir conclusões sobre o retorno na análise comparativa dos portfólios, a comparação do somatório dos valores das variáveis entre os portfólios, remeteu a percepção de maior retorno para a carteira de marcas valiosas.

Oliveira et al. (2010) compararam o desempenho de um portfólio de um portfólio de empresas brasileiras com marcas consideradas valiosas, conforme listas da Brand Finance, com um portfólio com todas as empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa, e com um portfólio das empresas com ações negociadas na Bovespa menos as consideradas com marcas valiosas, de julho de 2006 a junho de 2007, utilizando o modelo de três fatores de Fama e French (1993). Os resultados demonstraram que o beta de mercado do portfólio

empresas com marcas valiosas teve o menor índice de risco de mercado, que foi inferior a 1, considerando-se ter menor sensibilidade às variações de mercado, portanto, menor risco, em relação aos outros portfólios.

O estudo de Ghani, Martelanc e Luporini (2011) partiu do pressuposto de que a divulgação anual do ranking da Brand Finance das marcas mais valiosas, ao permitir que o investidor acompanhe a evolução do valor da marca das empresas, pode trazer surpresas positivas ou negativas ao investidor na classificação das empresas no ranking. Então, testou-se a variação inesperada da marca (valor da marca divulgado – valor de marca esperado) em relação ao preço da ação, das empresas listadas simultaneamente no ranking da Brand Finance em 2009 e na Bovespa.

O estudo de evento mostrou que, em média, retorno anormal nas ações das empresas; então se regrediu o retorno anormal de cada empresa contra a variação inesperada da marca por análise econométrica de painel (POLS e FGLS), constatando-se que o retorno anormal não foi impulsionado pela variação inesperada da marca. O estudo sugere, então, que a divulgação do ranking de marcas valiosas não gerou impacto sobre o valor de mercado das ações das empresas estudadas (GHANI; MARTELANC; LUPORINI, 2011).

No ano seguinte, Ghani, Martelanc e Crescitelli (2012) propuseram estudar a relação entre o valor de marca, calculado pela *Brand Finance*, e o valor de mercado das empresas cotadas na Bovespa, de 2006 a 2008. Para isso, foi realizada análise de regressão por painel, que encontrou influência do valor da marca sobre o valor de mercado da empresa tanto na estimação por efeito fixo como por efeito aleatório. Neste estudo, constatou-se que 1% de acréscimo no valor da marca elevava em 0,30% o valor de mercado das empresas estudadas, confirmando a importância da marca sobre o valor da empresa.

Foi realizada também a análise dos periódicos ou eventos em que os artigos foram publicados. No Quadro 5 tem-se o levantamento de publicações por periódico ou evento e o respectivo *h5-index* do periódico, quando disponível na base de dados Google Scholar.

INTERNACIONAL		
Evento / Periódico	Quantidade	<i>h5-index</i>
<i>Journal of Marketing Research</i>	4	50
<i>Journal of Marketing</i>	2	65
<i>Journal of the Academy of Marketing Science</i>	2	45
<i>Marketing Science</i>	1	42
<i>Journal of Brand Management</i>	1	30
<i>Review of Accounting Studies</i>	1	29
<i>European Management Journal</i>	1	28
<i>Quarterly Journal of Finance & Accounting</i>	1	-
NACIONAL		
Evento / Periódico	Quantidade	<i>h5-index</i>
EnANPAD	3	-
Revista Contabilidade Vista & Revista	1	9

Quadro 5 - Levantamento dos estudos que associam o valor da marca à geração de valor ao acionista

Constata-se no Quadro 5 que os valores para o *h5-index* dos periódicos podem ser considerados altos quando analisamos os relacionados à marketing, dado que o periódico da subárea de marketing disponível no *Google Scholar Metrics* com maior *h5-index* é o *Journal of Marketing*, cujo índice é de 65 e temos duas das treze publicações internacionais do levantamento deste periódico.

Ressalta-se que o *Journal of Marketing Research*, que contempla quatro publicações levantadas nesta pesquisa ocupa o quarto lugar; o *Journal of the Academy of Marketing Sciences*, que contempla duas das publicações, ocupa o sexto lugar; o *Marketing Science*, que contempla uma publicação, ocupa o oitavo lugar; e o *Journal of Brand Management*, que contempla uma publicação também está no décimo terceiro lugar no ranking de periódicos na subárea de marketing pelo *h5-index*. Todavia, ao analisar os rankings das outras áreas constata-se que os outros periódicos do levantamento tem um *h5-index* considerado baixo.

Pode-se perceber, ainda, que além das publicações em periódicos da área de marketing, encontramos quatro publicações em periódicos de outras áreas, sendo três deles, inclusive um nacional, relacionados a finanças e contabilidade (*Quarterly Journal of Finance & Accounting*, *Review of Accounting Studies* e *Revista Contabilidade Vista & Revista*). Supõe-se que esta diversidade se deva ao fato de a temática valor da marca e geração de valor ao acionista tangenciar as áreas de marketing e de finanças.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O crescente reconhecimento dos ativos intangíveis das empresas direciona uma maior atenção para a marca e as ações de marketing, já que é atribuído a essas a capacidade de influenciar o desempenho organizacional e por consequência o retorno aos investidores das empresas. Tendo sido constatada a importância do valor da marca para a geração de valor ao acionista, destaca-se que a quantidade de artigos empíricos abarcadas nesse levantamento, apenas dezessete, denota que ainda há espaço para pesquisas acerca da temática.

Oliveira (2009) afirma que, no contexto internacional, os estudos que buscam verificar empiricamente a associação entre a existência de marcas valiosas e a criação de valor ao acionista concentram-se no contexto norte-americano. Neste levantamento encontrou-se estudos como o de Aaker e Jacobson (1994, 2001), Barth et al. (1998), Doyle (2001), Fehle et al. (2008), Kerin e Sethuraman (1998), Madden, Fehle e Fournier (2006), Mizik e Jacobson (2008), Rego, Billet e Morgan (2009), Rust, Lemon e Zeithaml (2004) e Simon e Sullivan (1993) publicados nos Estados Unidos.

Ainda no contexto internacional, destacaram-se os estudos de Mortanges e Riel (2003) na Holanda e o de Luo, Raithel e Wiles (2013), que não se restringiu aos Estados Unidos, compondo sua amostra também os países Reino Unido e Alemanha; para examinar a dispersão da marca e seu papel na conversão de ativos da marca em *firm value*. Esse panorama ressalta o enfoque dos estudos na temática em países desenvolvidos. Constata-se, entretanto, pesquisas sobre o tema no contexto brasileiro, a exemplo de Ghani, Martelanc e Crescitelli (2012), Ghani, Martelanc e Luporini (2011), Oliveira (2009), Oliveira et al. (2010) e Oliveira e Luce (2009).

Dentre as limitações desta pesquisa consta a utilização de bases de dados que não conseguem contemplar todos os possíveis estudos realizados acerca da temática pesquisada. Salienta-se que no levantamento foram considerados apenas artigos científicos empíricos, então estudos teóricos, livros, trabalhos de conclusão de curso, dissertações e teses que abordaram o tema não foram incluídos na análise. Embora muitas dissertações ou teses tenham gerado artigos científicos, não se pode ter a certeza de que isso tenha acontecido com todas as relacionadas a essa temática.

Dado que foram encontrados poucos estudos analisando o valor da marca e a geração de valor ao acionista, e dos que foram encontrados muitos estudaram o contexto de países desenvolvidos, sugere-se mais estudos envolvendo outros mercados visando expandir o entendimento de como o valor da marca e a geração de valor ao acionista se comportam em

diferentes cenários, como o dos países emergentes, representados nesse levantamento apenas pelo Brasil.

REFERÊNCIAS

AAKER, D. A. **Building strong brands**. New York: Free Press, 1996.

AAKER, D. A.; JACOBSON, R. The financial information content of perceived quality. **Journal of Marketing Research**, v.31, p.191-201, 1994.

AAKER, D. A.; JACOBSON, R. The value relevance of brand attitude in high-technology markets. **Journal of Marketing Research**, v. 38, p. 485-493, 2001.

BARTH, M. E. et al. Brand values and capital market valuation. **Review of Accounting Studies**, v. 3, p. 41–68, 1998.

BELO, F.; LIN, X.; VITORINO, M. A. Brand capital and firm value. **Review of Economic Dynamics**, v. 17, p. 150–169, 2014.

BRODIE, R. J.; GLYNN, M. S.; DURME, J. Thinking with financial thinking towards a theory of marketing equity: integrating branding and relationship. **Marketing Theory**, v. 2, n.1, p. 5–28, 2002.

DAY, G.; FAHEY, L. Valuing market strategies. **Journal of Marketing**, v.52, p. 45-57, 1988.

DOYLE, P. Shareholder-value-based brand strategies. **Journal of Brand Management**, v. 9, n. 1, p.20–30, 2001.

FARQUHAR, P. Managing brand equity. **Journal of Advertising Research**, v. 30, n. 4, 1989.

FEHLE et al. Brand value and asset pricing. **Quarterly Journal of Finance & Accounting**, v. 47, n. 1, p. 59-82, 2008.

GHANI, A. N. A.; MARTELANC, R.; CRESCITELLI, E. Avaliação financeira de marcas: há evidência empírica entre valor de mercado (BMF&Bovespa) e valor de marca (Brand Finance)? **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 2, p. 61- 82, 2012.

GHANI, A. N. A.; MARTELANC, R.; LUPORINI, C. E. M. Evidência empírica da relação entre valoração das marcas e variação no valor das empresas. **Anais do XXXV Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração** (ENANPAD 2011). Rio de Janeiro: Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (ANPAD), Set. 2011.

GOOGLE SCHOLAR. **Metrics**. Disponível em: < <http://scholar.google.com/intl/pt-BR/scholar/metrics.html#metrics>>. Acesso em: jul. 2014.

GRUCA, T. S.; REGO, L. L. Customer satisfaction, cash flow, and shareholder value. **Journal of Marketing**, v. 69, p. 115–130, 2005.

HALL, R. E. The stock Market and capital accumulation. **American Economic Review**, v. 91, p. 1185–1202, 2001.

HARZING, A.; VAN DER WAL, R. A Google Scholar h-index for journals: an alternative metric to measure journal impact in economics and business. **Journal of the American Society for Information Science and Technology**, v. 60, n. 1, p. 41–46, 2009.

HIRSCH, J.E. An index to quantify an individual's scientific research output. **Proceedings of the National Academy of Sciences**, v. 102, n. 46, 2005.

ISHAQ, M. I. et al. Brand equity in the pakistani hotel industry. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 3, p. 284-295, 2014.

KELLER, K. L. **Strategic brand management**. 3a.ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2008.

KELLER, K. L.; LEHMANN, D. R. Brand and branding: research findings and future priorities. **Marketing Science**, v. 25, n. 6, p. 740-759, 2006.

KERIN, R. A.; SETHURAMAN, R. Exploring the brand value-shareholder value nexus for consumer goods companies. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 26, n. 4, p. 260-73, 1998.

LANE, V.; JACOBSON, R. Stock Market Reactions to Brand Extension Announcements: The Effects of Brand Attitude and Familiarity. **Journal of Marketing**, v. 59, n. 1, p. 63–77, 1995.

LASSAR, W.; MITTAL, B.; SHARMA, A. Measuring customer-based brand equity. **Journal of the Consumer Marketing**, v. 12, n. 4, p. 11-19, 1995.

LEUTHESSER, L. Defining, measuring, and managing brand equity. **Summary of Marketing Science Institute Conference**, Report n. 88-104. Cambridge, MA: Marketing Science Institute, 1988.

LEV, B. Afiando os intangíveis. **Harvard Business Review**, v. 82, n. 6, p. 87-94, 2004.

LEVITT, T. The globalization of markets. **Harvard Business Review**, v. 61 n. 3, p. 92-102, 1983.

LUO, X.; RAITHEL, S.; WILES, M. A. The impact of brand rating dispersion on firm value. **Journal of Marketing Research**, v. 50, n. 3, p. 399-415, 2013.

MADDEN, T. J.; FEHLE, F.; FOURNIER, S. Brands Matter: an empirical demonstration of the creation of shareholder value through brands. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 34, n. 2, p. 224-235, 2006.

MALHOTRA, N.K. **Pesquisa de Marketing**: uma orientação aplicada. 3.ed.

Porto Alegre: Bookman, 2001.

MARTINS, J. R. **Branding**: um manual para você criar, avaliar e gerenciar marcas. São Paulo/SP: Global Brands, 2006.

MCGRATTAN, E. R.; PRESCOTT, E. C. Is the stock market over valued? **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, v. 24, p. 20–40, 2000.

MIZIK, N.; JACOBSON, R. The financial value impact of perceptual brand attributes. **Journal of Marketing Research**, v. 45, p. 15-32, 2008.

MORTANGES, C. P.; RIEL, A. Brand equity and shareholder value. **European Management Journal**, v. 21, n. 4, p. 521–527, 2003.

OLIVEIRA, M. O. R. **O valor da marca e o valor ao acionista em empresas brasileiras**. 2009. 212 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

OLIVEIRA, M. O. R. **Modelo de estimação de brand equity**. 2013. 263 f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013.

OLIVEIRA, M. O. R. et al. Comparação de risco e retorno de empresas brasileiras: um estudo do valor da marca na perspectiva do consumidor. **Anais do XXXIV Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração** (ENANPAD 2010). Rio de Janeiro: Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (ANPAD), Set. 2010.

OLIVEIRA, M. O. R.; LUCE, F. B. O valor da marca e o valor ao acionista em empresas brasileiras. **Anais do XXXIII Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração** (ENANPAD 2009). São Paulo: Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (ANPAD), set. 2009.

REGO, L. L.; BILLET, M. T.; MORGAN, N. A. Consumer-based brand equity and firm risk. **Journal of Marketing**, v.73, n.6, p. 47-60, 2009.

REINA, D.; ESSNLIN, S. R.; JORGE, K. P. Reconhecimento e gerenciamento do valor da marca empresarial: investigação junto às empresas pertencentes ao setor de governança corporativa da BM&FBovespa. **Revista Gestão Organizacional**, v. 3, n.1, p. 27-43, 2010.

RUST, R. T.; LEMON, K. N.; ZEITHAML, V. A. Return on marketing: using customer equity to focus marketing strategy. **Journal of Marketing**, v. 68, p. 109-127, 2004.

SHANKAR, V.; AZAR, P.; FULLER, M. Practice prize paper - BRAN*EQT: A multicategory brand equity model and its application at allstate. **Marketing Science**, v. 27, n. 4, p. 567–584, 2008.

SIMON, C. SULLIVAN, M. W. The measurement and determinants of brand equity: a financial approach. **Marketing Science**, v. 12, n.1, p. 28-52, 1993.

SRIVASTAVA, R. K.; SHERVANI, T. A.; FAHEY, L. Market-based assets and shareholder value: a framework for analysis. **Journal of Marketing**, v.62, p. 2-18, 1998.

STEENKAMP, J. B. How global brands create firm value: the 4V model. **International Marketing Review**, v. 31, n. 1, p. 5-29, 2014.

STEWART, T. A. **The wealth of knowledge**: intellectual capital and the twenty-first century organization. New York: Doubleday, 2001.

WINTERS, Lewis C. Brand equity measures: some recent advances. **Marketing Research**, v. 3, p. 70-72, 1991.

YOUNG, D. S.; O'BYRNE, S. F. **EVA and Value-Based-Management**. [S.I.]: McGraw Hill, 2001.

ZANINI, F. A. M.; CAÑIBANO, L.; ZANI, J. Los indicadores contables tradicionales: relevancia como explicativos del valor de la empresa en el contexto de la nueva economía. el caso brasileño. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 7, n. 2, p. 82-93, 2010.