

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO *LATO SENSU* EM ADMINISTRAÇÃO
MBA EM GESTÃO ESTRATÉGICA

FELYX GABRIEL FULANETE BENTO

**MARKETING: UMA ANÁLISE DA
PERCEPÇÃO DE VALOR PELO ACIONISTA**



CURITIBA

2020

FELYX GABRIEL FULANETE BENTO

**MARKETING: UMA ANÁLISE DA
PERCEPÇÃO DE VALOR PELO ACIONISTA**

Trabalho apresentado como requisito parcial à conclusão do Curso de MBA em Gestão Estratégica, Programa de Pós-Graduação *Lato Sensu* em Administração, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Henrique Muller Prado

CURITIBA

2020

Marketing: Uma Análise da Percepção de Valor pelo Acionista

RESUMO

Buscou-se neste estudo compreender a relação entre o ativo intangível e o desempenho econômico-financeiro das organizações, bem como verificar empiricamente a possibilidade de retornos anormais em empresas intangível-intensivas. Delimitaram-se as análises ao mercado brasileiro de capitais, com as empresas listadas na bolsa de valores, a B3, sendo os dados para o período entre o ano de 2009 e 2019, incluso. Além disso, utilizou-se o *mind share* das organizações como *proxy* para compor a carteira intangível-intensiva.

Palavras-chave: Ativo Intangível 1. Decisão Estratégica 2. Marketing 3.

1. INTRODUÇÃO

O tema central deste trabalho é a oportunidade de ganho com a percepção de valor do ativo intangível. Por isso, busca-se compreender a relação entre o ativo intangível – por exemplo: resultado de uma boa estratégia de marketing – e o desempenho econômico-financeiro das organizações, para verificar se existe criação de valor para os acionistas, caso o marketing aumente os fluxos de caixa dos investidores ou projeções feitas pelos analistas e influa positivamente nos retornos das ações. Tem-se, assim, como objeto de estudo as empresas intangível-intensivas, e as tangível-intensivas para efeitos de comparação, servindo a última categoria como grupo de controle.

Neste contexto, levantam-se as seguintes perguntas:

- Os ativos intangíveis já estão completamente precificados pelo mercado e compõem os preços das ações?
- As avaliações financeiras tradicionais conseguem abarcar as empresas intangível-intensivas, ou seja, negócios com ativos intangíveis relevantes nas suas atividades operacionais?

Essas indagações ajudam a testar, através da investigação empírica, hipóteses levantadas pela revisão da literatura de Oliveira *et al.* (2014, p. 679), que afirmam:

As abordagens tradicionais de avaliação financeira apresentam dificuldade em avaliar negócios com ativos intangíveis significantes (LEV, 2001; MIZIK; JACOBSON, 2008; MIZIK; JACOBSON, 2009) e que os benefícios dos ativos da área de marketing não são corretamente descritos na avaliação contábil das empresas (SRIVASTAVA; SHERVANI; FAHEY, 1998; MIZIK; JACOBSON, 2008). (OLIVEIRA ET AL., 2014, p. 679).

Um ponto importante desse debate está no entendimento contábil-financeiro de que um ativo é aquilo que gera benefício econômico futuro e tem valor de uso na atividade operacional ou valor de mercado, convergindo para seguinte questão de pesquisa:

- Se os benefícios econômicos do marketing não são corretamente mensurados, como considerá-los na aferição de valor?

Destarte, o objetivo geral do presente estudo é, com base na pesquisa feita por Oliveira *et al.* (2014), proporcionar uma argumentação robusta em relação à assimetria informacional entre a geração de valor da área de marketing e a percepção do investidor, de modo a comparar dois portfólios: um composto por empresas tangível-intensivas e o outro por intangível-intensivas. Delimitou-se ao mercado brasileiro e suas respectivas particularidades. Desta forma, pode-se como objetivo específico indicar a necessidade de ajuste das abordagens tradicionais de avaliações financeiras utilizadas nacionalmente.

Em relação à revisão bibliográfica, que tem como foco a construção de um arcabouço teórico-científico para suportar as premissas aqui utilizadas, além de fornecer informações sobre o campo de pesquisa, as quais se concentram preponderantemente a partir do ano 2.000 (dois mil), incluso, o qual foi considerado como início do período de busca. As bases utilizadas para busca por referências foram: *Scientific Periodicals Electronic Library* (SPELL), *Google Scholar*, *Scientific Electronic Library Online* (SciELO), Portal de Pesquisa Capes e *Web of Science*.

Justificou-se a pesquisa pela crescente demanda de estudos científicos para dar embasamento teórico à mensuração de ativos intangíveis. Assunto este em voga na comunidade profissional e acadêmica de contabilidade e finanças, que responde às necessidades oriundas das mudanças sociais e estruturas econômicas. Nesse sentido, como discente-pesquisador, contribuiu-se com conhecimentos a respeito das diferentes aproximações metodológicas de *Valuation* (termo em inglês para valoração de ativos), através de uma minuciosa revisão das técnicas preponderantes de valoração de empresas presentes em Bento *et al.* (2019).

2. REVISÃO DE LITERATURA

Principal objeto de análise do presente trabalho, o ativo intangível, tem sua definição sintetizada por Perez e Famá (2006, p.13):

Pode-se pensar os ativos intangíveis como ativos de natureza permanente, sem existência física e que, à disposição e controlados pela empresa, sejam capazes de produzir benefícios futuros. São exemplos de alguns ativos intangíveis: patentes, franquias, marcas, *goodwill*, direitos autorais, processos secretos, franquias, licenças, *softwares* desenvolvidos, bancos de dados, concessões públicas, direitos de exploração e operação, uma carteira fiel de clientes etc. (PEREZ E FAMÁ, 2006, p.13).

Partiu-se da perspectiva da aplicação dos recursos limitados disponíveis para a empresa empregar na criação de valor – decisão da combinação de ativos. Além disso, visto que se propõe uma análise por meio dos retornos das ações, precisa-se entender a que taxa o mercado de capitais está descontando o ativo, para determinado de risco. Por exemplo, um índice utilizado pelos investidores que permite comparabilidade é o múltiplo P/L (preço sobre lucro), o qual, em média, apresenta valores menores quando o acionista exige retornos maiores para permanecer aplicado no papel, ou seja, tem relação inversa com a taxa de desconto.

À vista disso, segundo Couto e Galdi (2012), os principais múltiplos utilizados por analistas e por grande parte dos pesquisadores do tema são: P/L (preço/lucro); P/VP (preço/valor patrimonial); P/Vendas (preço/vendas); e P/Ebitda (preço/lucro antes dos juros, impostos, amortizações e depreciações).

Para Damodaran (2006), a avaliação relativa (ou por múltiplos de mercado) procura fazer um julgamento sobre o valor do ativo, observando o que o mercado está disposto a pagar por ativos similares. Logo, considera-se o ânimo do mercado em determinado momento frente a determinado ativo. Segundo o autor, diferentemente de outros métodos de avaliação, na avaliação relativa desiste-se de auferir o valor intrínseco e coloca-se, por conseguinte, a confiança nos mercados para acertar, pelo menos em média, o que é condizente com a hipótese de mercado eficiente de Fama (1970) na sua forma semiforte. Em convergência, Assaf Neto (2017) diz que a aplicação da valoração por múltiplos replica o modo que as empresas comparáveis foram avaliadas, admitindo como correto.

Não obstante, conhecer o valor da empresa é fundamental para subsidiar a tomada de decisão nos relacionamentos societários (como por exemplo: venda,

incorporação, fusão, abertura de capital, entre outros), conforme Santos (2011). Eventos estes significantes nas projeções de fluxos dos investidores.

Nesse sentido, o processo de valoração de empresas concerne à capacidade do analista de assimilar como os componentes do marketing podem agregar valor ao acionista – por exemplo: *market share*, grau de inovação, arquitetura das marcas, posicionamento, nível de lealdade dos clientes, etc. –, e fazer uma conexão entre eles.

De acordo com Guissoni, Rodrigues e Crescitelli (2014) existe uma relação convexa e crescente entre o *market share* e a distribuição do produto (estudo realizado para o setor de bebidas carbonatadas não alcoólicas no mercado brasileiro), isto é, os ganhos de mercado são mais acentuados que o aumento da distribuição ponderada a partir de certo ponto de inflexão. Dessa forma, infere-se que os varejistas dão preferência aos produtos com maior aceitação do consumidor, ou seja, à medida que se elevam as compras, o próprio ponto de vendas pode começar a dar mais visibilidade ao produto.

Outro item dentre os componentes do marketing a ser investigado é o grau de inovação, sendo constatado por Santos *et al.* (2012) que as empresas dos setores mais inovadores exprimem índices de investimentos em ativos intangíveis mais elevados. Além disso, os autores afirmam (com dados de 2009) que o valor médio de mercado das empresas inovadoras excede em praticamente o dobro do capital próprio, atribuiu-se a diferença aos ativos intangíveis.

A lealdade dos clientes é impactada por múltiplos fatores, a título de exemplo os estudos de Pinto e Lara (2004) indicam que a implementação de práticas de cidadania corporativa exerce influência positiva na lealdade dos clientes, ainda que fracamente, e com mais força no comprometimento dos funcionários. Por isso, considera-se a cidadania corporativa um instrumento de marketing interno e externo quando adotado pelas empresas. Pinto e Lara (2004, p. 49) conceituam cidadania corporativa (outros autores chamam de responsabilidade social corporativa – RSC) como:

Pode ser entendido como a preocupação da empresa em considerar os interesses dos diversos *stakeholders*: funcionários, clientes, fornecedores, acionistas e comunidade na qual a organização está inserida. Uma vez que a orientação mais moderna do marketing não mais está focada somente na preocupação com os clientes externos, mas sim na satisfação de todos os públicos que interagem com a empresa, teria relevância discutir qual seria a

relação entre a adoção de práticas de cidadania corporativa e o planejamento de marketing das empresas. (PINTO E LARA, 2004, p. 49).

Além disso, o escopo decisório organizacional se dá no contexto de busca pela vantagem competitiva sustentável, pois esta advém dos recursos e capacidades que a organização desenvolve e são difíceis de serem copiados, em concordância com o estudo de Hart (1995). Este autor também afirma que um recurso deve ser valioso, raro, inimitável e apoiado por habilidades tácitas ou processos organizacionais socialmente complexos, tornando-o único, concluindo que a geração de valor é encontrada se o recurso aumentar a disposição a pagar, ou mesmo diminuir o custo.

Hart (1995) traz o desenvolvimento sustentável como uma maneira de produzir que realmente possa ser mantida indefinidamente no futuro, envolvendo preocupações econômicas e sociais. Sem embargo, a prática decisória na empresa necessita voltar-se ao desenvolvimento sustentável, dado que uma das principais finalidades da empresa é a criação de valor para os acionistas, considerando os interesses de outras partes envolvidas (*stakeholders*), além do foco de longo prazo – a ideia de continuidade da empresa.

Continuidade essa eixo da valoração do negócio, pois está diretamente ligada ao número de períodos e aos fluxos de caixa projetados, os quais serão determinantes nos cálculos dos analistas financeiros. Transforma-se assim as deliberações dentro desse contexto em decisões estratégicas. Uma vez que Child, Elbanna e Rodrigues (2010) abordam em seu trabalho a decisão estratégica como complexa, significativa e que tenha um componente de incerteza inerente.

Isso contribui para compreender a importância do posicionamento das organizações, e se está em sintonia com os valores do público-alvo. Ostermann, Moyano e Laufer (2019) trazem em sua pesquisa uma argumentação sobre a percepção de posicionamento da marca e as diferenças de geração, pois eventos históricos relevantes compartilhados são um dos fatores na formação de valores dos indivíduos. Estes podem exercer forças nas decisões das pessoas, as quais a Teoria da Racionalidade Clássica ou Teoria da Racionalidade Limitada não abarcam com suas perspectivas de escolhas transitivas e maximização das utilidades.

Procópio (2017) em seu trabalho nos apresenta racionalidade limitada de Simon, que não rompe substancialmente com a teoria da racionalidade plena (base do *homo economicus*), mas é fonte de inspiração para teorias incrementalistas,

intuitivas e heurísticas, que são concebidas posteriormente. Ademais, partindo das críticas à racionalidade limitada, Procópio (2017) indica a evolução de forma consistente para a teoria moral da racionalidade, que finalmente rompe com a concepção da racionalidade plena.

Do mesmo modo, Procópio (2017) nos dá a ênfase qualitativa que falta na teoria da racionalidade limitada, mas é importante salientar, conforme defendido por Nutt e Wilson (2010), que o rigor científico não é excludente nesse tipo de análise. Dessa forma, a visão pragmática da monoutilidade composta, que utiliza um denominador comum como critério quantitativo de supratilidade para cálculo da escolha ótima, pode também se apresentar como ferramenta útil no contexto empresarial.

Já em relação ao componente arquitetura das marcas, a comunicação integrada de marketing é apresentada como um dos pilares para gestão de marcas por Oliveira *et al.* (2015) – em seu estudo de caso da Bunge Fertilizantes. Os autores abordam os diversos canais que o marketing utiliza para se comunicar com os clientes de forma integrada, dando consistência à imagem da empresa e significado da marca junto aos consumidores por meio do *mix* de marketing (propaganda, promoção de vendas, eventos e experiências, relações públicas e assessoria de imprensa, marketing direto e vendas pessoais). No entanto, indica também que a comunicação vai além, porque qualquer interação pode influir na percepção da marca pelo cliente, necessitando assim alinhar-se externa e internamente a identidade e posição da marca, as quais participam na geração de valor.

Dessa maneira, a gestão de marketing moderna considera o posicionamento um elemento-chave, conforme Mourad e Serralvo (2018). Eles utilizam o *mind share* como variável mensurável do posicionamento da marca, e afirmam em Mourad e Serralvo (2018, p. 431):

Segundo Huang (2014), no passado, diversas organizações utilizavam o *market share* para medir a eficácia de suas ações de marketing, porém, o autor critica este método, uma vez que “os efeitos de marketing não se refletem apenas no comportamento final da compra” (Huang, 2014, p. 15), e sugere a utilização do *mind share* como o verdadeiro resultado das ações de marketing. Autores como Aaker (1998; 2007), Oliveira e Gouvêa (2012) e Keller e Machado (2006) destacam a importância do *mind share* para o *branding* e, especificamente, para o posicionamento da marca. O *mind share* é o instrumento de medida do posicionamento de marca, do tamanho do espaço que uma marca ocupa na mente do consumidor e de como esta

marca está localizada na mente do consumidor em determinada categoria, enquanto o *market share* mede o espaço que uma determinada marca detém naquele mercado (Brito & Brito, 2012). (MOURAD E SERRALVO, 2018, p. 431).

Em consonância, Frizzo, Korelo e Prado (2018) mostram a relevância da pesquisa que aborda os aspectos do marketing relacional, tirando o foco do apelo massificado para as necessidades individuais, visto que seu entendimento resulta em importante vantagem competitiva. Os achados disponibilizados por essa pesquisa têm repercussões na gestão estratégica das marcas, dado que traz evidências empíricas do valor percebido pela herança da marca, bem como elementos de autorreforço junto aos consumidores de acordo com seus objetivos de autoidentidade.

Verifica-se aqui que o marketing está no escopo das decisões estratégicas empresariais. Nesse sentido, os conceitos de decisão estratégica no processo decisório destacam-se nos estudos de Nutt (2011), devido a sua significativa importância na definição de rumos, objetivos e resultados organizacionais. Entretanto, segundo Nutt (2011), denominar uma decisão como estratégica por considerar apenas o seu grau de complexidade e importância é incorreta, visto que a significância da tomada de decisão não é única para caracterizá-la desta forma.

Nutt e Wilson (2010) descrevem as características das decisões estratégicas, ou seja, as mesmas precisam tratar de problemas com difícil definição, que necessitam de compreensão para encontrar uma solução viável, mas geralmente não possuem uma solução ótima e sim um conjunto de soluções possíveis. Além do mais, os autores salientam a presença de *trade-offs*, que a eficácia de cada solução é de custosa avaliação devido à falta de clareza quanto aos *pay-offs*, pois a estes estão associados altos níveis de ambiguidade e incertezas, como também a presença de interesses divergentes, os quais conduzem os agentes a usarem pressão política para que a decisão final se alinhe às suas preferências.

Child, Elbanna e Rodrigues (2010) trazem os aspectos políticos das decisões estratégicas, os quais são prioritariamente caracterizados pelas variáveis: poder e exercício de influência. Além disso, as decisões, por serem complexas, necessitam contemplar interesses distintos, procurando chegar a um denominador comum que maximize os diferentes parâmetros considerados sem piorar a situação dos demais (ótimo de Pareto).

Nesse contexto, os tomadores de decisão (gestores no caso das organizações) trabalham com diferentes funções utilidades, sejam as que contemplam os interesses da empresa, de grupos internos ou mesmo seus interesses pessoais, que dão ensejo aos comportamentos políticos. E por mais clara que seja a função objetivo da organização, esta fica submetida às subjetividades dos comportamentos políticos humanos. Situação essa que conforme Royer e Langley (2008) não são excludentes de racionalidade no processo decisório, sujeitando-o a pesquisa informacional e análise sistemática dos fatores e recursos envolvidos, bem como a criação de rotinas consistentes para tomada de decisões relevantes.

Fatores e recursos esses que são examinados pelos analistas financeiros na busca pelo valor econômico da entidade empresarial, considerando os múltiplos de mercado. Procura-se assim fazer um julgamento sobre o valor do ativo, o qual concerne com o objetivo específico desta pesquisa, que procura verificar a necessidade de ajuste nas abordagens de avaliações financeiras tradicionais utilizadas nacionalmente.

3. METODOLOGIA

Para realização do diagnóstico da situação-oportunidade, a proposição quanto ao objetivo foi de se realizar uma pesquisa descritiva, prevalecendo a natureza quantitativa de análise. Esse tipo de pesquisa tem como característica a padronização da técnica de coleta de dados, os quais estavam em base comum, e assim buscou-se entender a relação entre as variáveis que foram estudadas.

De mais a mais, a escolha do objeto de estudo se deu por amostragem probabilística, pois se trabalhou com a população de dados delimitados, isto é, as cotações diárias de fechamento ajustadas para todas as empresas da bolsa de valores, excluídas aquelas com baixa frequência relativa e de pequena significância para o período analisado. Além disso, foram também descartadas da base as cotações dos fundos negociados em bolsa. Estes dados foram examinados de forma simultânea, verificando-se múltiplas medidas mediante técnica estatística multivariada.

Ademais, de acordo com Kayo e Famá (2004) e Oliveira *et al.* (2014), que servem de inspiração metodológica, a Amostra é composta por dados secundários

(*desk research*), da bolsa de valores oficial do Brasil, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), os quais foram extraídos da base *Meta Trader 5*, plataforma esta disponibilizada pela XP Investimentos CCTVM S.A. aos clientes. Contudo, os dados de valor de mercado foram encontrados de forma sistematizada por meio do *Google Finance*. Após isto, as informações foram exportadas para o *Microsoft Excel* (*software* escolhido para tratamento da base).

Em relação à janela de análise, optou-se pela busca de dados entre o ano de 2009 e 2019, incluso, últimos 10 anos. Porque, conforme Bortoluzzo *et al.* (2016), a crise financeira de 2008 pode ter causado alterações estruturais nas relações de risco, interferindo nos resultados dos modelos de apreçamento de ativos.

Dada a consolidação da Amostra, criou-se o portfólio composto pelas empresas que a componham e estejam presentes no *ranking* “Marcas Brasileiras Mais Valiosas 2019”, ou seja, o *mind share* do Interbrand, que é uma consultoria de marcas global especializada, sediada em Nova York, EUA, pertencente ao Grupo Omnicom Inc., sendo este o Grupo 1, o qual serviu de *proxy* para carteira de empresas intangível-intensivas. Em paralelo, a *proxy* da carteira de empresas tangível-intensivas, Grupo 0, foi composta pelas demais organizações.

Dessa forma, os retornos diários (logaritmo natural da cotação no dia t subtraído do logaritmo natural da cotação em $t - 1$) foram diminuídos do retorno do ativo livre de risco – taxa diária dos Depósitos de Poupança para o período, fornecida pelo Banco Central do Brasil (BACEN) no Sistema Gerenciador de Séries Temporais, e após, calculou-se com esses dados as médias dos prêmios pelo risco de cada um dos ativos que compõem a Amostra. Essas foram divididas pelos desvios-padrão dos respectivos retornos diários, a fim de chegar aos prêmios pelo risco médios ponderados pelas suas volatilidades. Índice este conhecido dentro da Moderna Teoria Financeira como Índice de Sharpe, o qual é parâmetro de comparação dos retornos de ativos com características distintas, uma vez que é ajustado pelo risco. Escolhe-se assim a Variável “SHARPE” como variável dependente, tendo como referência o que foi realizado no estudo de Juvercina Sobrinho e Malaquias (2018).

Por meio de Regressões Múltiplas Lineares (realizadas no *software Microsoft Excel*) fizeram-se o Procedimento de Análise. Procurou-se testar a ligação da variável explicativa “INT”, que é uma variável *dammy* equivalente a 1 se o ativo pertence ao Grupo 1, e equivalente a 0 se pertencente ao Grupo 0. Trabalhou-se

primeiramente, no Procedimento de Análise, com mais duas variáveis independentes de controle: (i) “LIQ” (liquidez em bolsa), com a função de captar as distorções de preço causadas pelas fricções de mercado, uma vez que em cenário de mercados perfeitos (Modigliani e Miller) isto não ocorreria, sendo essa uma variável *dammy* equivalente a 1 se o ativo possui liquidez acima da mediana da amostra, e 0 caso contrário; (ii) e “VM” (valor de mercado), com a função de restringir endogeneidades relacionadas ao fator tamanho, sendo uma variável *dammy* equivalente a 1 se a empresa possui valor de mercado acima da mediana da amostra, e equivalente a 0 caso seja menor ou igual.

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

O relatório Marcas Brasileiras Mais Valiosas 2019, do Interbrand, traz como perspectiva a “voz do cliente”, informando que o portfólio composto por 25 marcas totalizou um valor de aproximadamente 129 bilhões de reais, crescimento de 8% em relação ao *ranking* do ano anterior, e 12 dessas marcas alcançaram taxa de crescimento acima de dois dígitos. Ressalta também que diversos segmentos estão sendo colocados à prova devido ao processo de digitalização, o qual possibilitou o surgimento de novos entrantes nos mercados, bem como a possibilidade de consolidação das vantagens competitivas por meio da marca.

Os critérios apresentados para entrar no *ranking* são: empresa de origem brasileira; ter informações públicas; publicar resultados individuais das marcas; e gerar lucro econômico positivo. Além disso, a metodologia de avaliação das marcas compõe-se por: análise financeira, ou seja, capacidade de criar valor acima das expectativas dos investidores; papel da marca, que seria o poder de influir no processo de decisão do consumidor; força da marca, a qual é resultado de um diagnóstico de desempenho da marca em diferentes dimensões; e valor de mercado, que seria o valor financeiro em relação ao segmento.

Trata-se aqui de uma variável não claramente mensurável como o *market share*, mas sim de uma ferramenta de medida do posicionamento da marca, que seria o tamanho que ela ocupa na mente dos consumidores e investidores, ou seja, o *mind share*, conforme abordado por Mourad e Serralvo (2018). Ademais, a definição de ativo intangível de acordo com Perez e Famá (2006) é ser de natureza permanente, mas sem existir fisicamente, estando à disposição e controlado pela

empresa, com a capacidade de gerar benefícios econômicos futuros, isto é, fluxos financeiros de caixa positivos. Destarte, as empresas que integram o *ranking*, apresentadas na tabela 1, são tratadas como *proxy* para carteira de intangível-intensivas.

A tabela 1 é formada por 25 marcas que compõem o *ranking* do Interbrand, sendo estas vinculadas diretamente a 23 empresas, as quais possuem 33 códigos de negociação na B3, bolsa de valores.

Mais precisamente em relação à força das marcas, foram realizados exames em relação aos atributos internos e externos. Sendo os seguintes atributos internos informados pela consultoria: clareza, isto é, o que a marca representa, valores, posicionamento e proposta; governança, a qual seria a capacidade de implementação efetiva da estratégia; comprometimento, que é o suporte recebido pela marca em termos de tempo, influência e investimentos; capacidade de resposta, ou seja, habilidade de aproveitar desafios e oportunidades de mercado. Já em relação aos atributos externos, foram informados: autenticidade, engajamento dos consumidores, presença, relevância, diferenciação e consistência.

Além do mais, dentre os *insights* levantados pelo relatório, é importante salientar que os 5 primeiros lugares do *ranking* são compostos por 3 bancos (Itaú, Bradesco e Banco do Brasil) e 2 marcas da Ambev S.A. (Skol e Brahma). Ademais, atribuiu-se como fatores mais significantes para variação anual do crescimento de valor a consistência e o engajamento dos clientes (participação ativa, bem como senso de identificação). Relata-se assim sobre a relevância do vínculo emocional com o público, corroborando o trabalho de Frizzo, Korelo e Prado (2018).

Dessa forma, mediu-se o engajamento por meio do *Net Promoter Score* (NPS), que é uma métrica mais prática de lealdade, apresentada no trabalho de Reichheld (2003). Uma vez que a lealdade dos clientes é um conceito amplo, sendo impactada por múltiplos fatores como se verifica nos estudos de Pinto e Lara (2004).

O Itaú foi informado como marca mais valiosa desde a primeira edição do *ranking*, e a Magalu obteve a maior taxa de crescimento nos últimos 3 anos, constituindo os maiores crescimentos de 2019 com CVC e Localiza. Além disso, Sul América e Atacadão aparecem como os novos entrantes para o ano.

TABELA 1 – Marcas Brasileiras Mais Valiosas 2019 – valores em milhões de reais

Empresa	Códigos de Negociação B3	Marca	Valor	Variação Anual %
Itaú Unibanco Holding S.A.	ITUB3	Itaú	33.541	13
	ITUB4			
Banco Bradesco S.A.	BBDC3	Bradesco	24.859	10
	BBDC4			
Ambev S.A.	ABEV3	Skol	17.206	1
Ambev S.A.	ABEV3	Brahma	11.412	1
Banco do Brasil S.A.	BBAS3	Banco do Brasil	10.922	8
Natura & Co Holding S.A.	NTCO3	Natura	8.389	12
Ambev S.A.	ABEV3	Antártica	3.878	-4
Petrobras Distribuidora S.A.	BRDT3	BR Petrobras	3.162	3
Telefônica Brasil S.A.	VIVT3	Vivo	2.536	10
	VIVT4			
Lojas Renner S.A.	LREN3	Renner	1.531	16
Lojas Americanas S.A.	LAME3	Lojas	1.304	13
	LAME4	Americanas		
Cielo S.A.	CIEL3	Cielo	1.150	-19
Ultrapar Participações S.A.	UGPA3	Ipiranga	1.132	1
Magazine Luiza S.A.	MGLU3	Magalu	1.085	46
	BPAC11			
Banco BTG Pactual S.A.	BPAC3	BTG Pactual	877	-7
	BPAC5			
Porto Seguro S.A.	PSSA3	Porto Seguro	824	15
Alpargatas S.A.	ALPA3	Havaianas	735	12
	ALPA4			
Via Varejo S.A.	VVAR3	Casas Bahia	678	-6
CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A.	CVCB3	CVC	627	21
Localiza Rent a Car S.A.	RENT3	Localiza	560	21
	SULA11			
Sul América S.A.	SULA3	Sul América	554	Nova
	SULA4			
Companhia Brasileira de Distribuição S.A.	PCAR3	Assaí	553	20
	PCAR4			
Atacadão S.A.	CRFB3	Atacadão	529	Nova
Feury S.A.	FLRY3	Feury	481	9
Totvs S.A.	TOTS3	Totvs	478	5

FONTE: Interbrand (2019).

No que concerne ao vínculo emocional e valor no longo prazo, destacou-se a Skol e Natura por investirem em causas que se conectam com o consumidor segundo a consultoria. Ainda se afirmou que a Natura adota uma postura de marca relacionada à sustentabilidade, em consonância ao verificado no estudo de Hart (1995), possuindo maior NPS dentre as empresas listadas no *ranking* em conjunto com a Localiza. Já em relação à Skol declarou-se que atualmente a marca vem fazendo campanhas que valorizam o público feminino, reforçando o posicionamento de trazer diversidade para o universo das cervejas, evidenciando a relevância do componente grau de inovação na estratégia de marketing, conforme abordado por Santos *et al.* (2012).

Posto que foi explorado o conteúdo do *ranking* utilizado como *proxy* para carteira de empresas intangível-intensivas, exibindo seus pormenores e contexto, agora caminha-se para análise quantitativa proposta. Na seção de Metodologia expõem-se as técnicas de pesquisa elegidas, fundamentando a escolha, bem como detalhando os protocolos utilizados no tratamento dos dados levantados. Tem-se então como resultado, na tabela 2, a Regressão Múltipla Linear do Índice de Sharpe das Ações (SHARPE ou Y), contra liquidez em bolsa (LIQ ou X_1), valor de mercado (VM ou X_2) e portfólio intangível-intensivo (Grupo 1, INT ou X_3).

Nesta etapa de exame da regressão obtida, passa-se por alguns critérios com a finalidade de testar a robustez do modelo aqui aventado, buscando compreender seu poder explicativo, além de também expor as limitações encontradas. Nesse sentido, faz-se importante entender que a variável dependente (Y) é o que buscamos decifrar, isto é, seu possível efeito de relação linear causado pelas variáveis independentes (X_1 , X_2 ou X_3).

Começa-se assim pelo Coeficiente de Correlação de Pearson no valor de 0,32741, dado que este varia entre o intervalo entre [-1; 1], obteve-se uma relação linear positiva, mas não muito forte, a qual ocorria se o coeficiente fosse próximo de 1. Em relação ao R-Quadrado o resultado foi de 10,72%, ou seja, X_1 , X_2 e X_3 conseguem explicar esse percentil das variações de Y, o que parece coerente, pois se utilizou somente variáveis de mercado, e não variáveis analíticas das Demonstrações Financeiras das empresas, como o ROE (*Return on Equity*) ou ROA (*Return on Assets*). No entanto, salienta-se a materialidade de explicar um pouco mais de 10% dos prêmios pelo risco médios ponderados por suas respectivas oscilações.

TABELA 2 – Regressão Múltipla Linear do Índice de Sharpe das Ações

Estatística de regressão	
R múltiplo	0,327415457
R-Quadrado	0,107200882
R-quadrado ajustado	0,097965029
Erro padrão	0,092409849
Observações	294

ANOVA					
	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	3	0,297357653	0,099119218	11,607036429	0,000000332
Resíduo	290	2,476478237	0,008539580		
Total	293	2,773835890			

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% inferiores	95% superiores	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Interseção	0,078096542	0,008172248	9,556310881	0,000000000	0,062012104	0,094180979	0,062012104	0,094180979
LIQ	-0,067484560	0,012746018	-5,294560023	0,000000236	-0,092570992	-0,042398128	-0,092570992	-0,042398128
VM	0,005986142	0,013015674	0,459917958	0,645919728	-0,019631020	0,031603305	-0,019631020	0,031603305
INT	0,012136807	0,021427277	0,566418541	0,571547372	-0,030035886	0,054309501	-0,030035886	0,054309501

FONTE: o autor (2020).

Ao adicionar-se qualquer variável aleatória ao modelo, o R-Quadrado tende a aumentar mesmo que não exista poder preditivo. Isto ocorre devido a qualquer covariância entre a nova variável e o regressando (Y) diferente de zero. Por isso, quando se inclui outra variável, X_4 , por exemplo, o R-Quadrado Ajustado aumenta somente se esta aperfeiçoar o modelo de uma maneira melhor do que o esperado ao acaso.

O Erro-Padrão foi de 0,0924, que é o erro de estimativa médio, o qual foi de magnitude dentro do esperado, porque os regressores são variáveis *dammy*, ou seja, apresentam-se de forma discreta (0 ou 1), e estamos analisando um modelo que em tese tem condições de explicar um pouco mais de 10% do valor dos retornos encontrados na Amostra.

A análise de variância (ANOVA) tem por finalidade testar se realmente existe relação linear entre as variáveis do modelo. Convencionou-se que quando o F de significação é menor que 0,05 temos condições de não rejeitar a hipótese que existe relação linear entre as variáveis. Como obtivemos F de significação no valor de 0,000000332, corrobora-se o poder explicativo do modelo, apesar do R-Quadrado não tão elevado.

Chega-se aqui aos Coeficientes, os quais estão dispostos na equação 1 logo abaixo:

EQUAÇÃO 1 – Regressão Múltipla Linear do Índice de Sharpe das Ações

$$\text{SHARPE} = 0,0780 - 0,0674 \text{ LIQ} + 0,0059 \text{ VM} + 0,0121 \text{ INT} + \text{Erro de Estimção}$$

FONTE: o autor (2020).

O sinal positivo da Intersecção (β_0), sendo o coeficiente de maior grandeza, representa uma premissa do mercado de capitais: a expectativa de retornos médios acima do ativo livre de risco, ponderada por suas oscilações, precisa ser positiva e estar presentes na renda variável (como nas ações), pois os investidores em média são avessos a expor seu patrimônio ao risco, exigindo um prêmio em rentabilidade.

Ademais, quando se testa a hipótese alternativa que β_0 é diferente de zero, a um nível de significância de 5% (ou 95% de confiança), conforme critério utilizado anteriormente no teste Fisher, tem-se o Valor-P de 5,44 vezes 10^{-19} para um teste bicaudal da hipótese nula de que β_0 é igual a zero, ou seja, o Valor-P é

consideravelmente menor quando comparado ao nível de significância, permite-se assim não rejeitar a hipótese alternativa de que β_0 é diferente de zero.

O sinal negativo de β_1 , coeficiente agora de segunda maior magnitude, pode ser explicado pela demanda mais elevada por ativos de maior liquidez, em consonância com a Teoria de Preferência pela Liquidez (Keynes, 1936). Nesta situação, quem compra a ação aceita um deságio quando confronta o retorno à média do mercado, em contrapartida espera-se encontrar melhor estabilidade dos preços e disponibilidade de compradores no momento da venda. Além disso, ao realizar-se o teste *t*-Student via Valor-P, de acordo com feito no parágrafo anterior, não se rejeitar a hipótese alternativa de que β_1 também é diferente de zero.

Contudo, a um nível de confiança de 95%, β_2 e β_3 não possibilitam rejeitar a hipótese nula do teste *t*-Student de que os respectivos betas são iguais à zero. Dessa forma, precisa-se reconstruir o modelo, descartando as variáveis VM e INT, resultando na Regressão Linear de Índice de Sharpe contra Liquidez em Bolsa (tabela 3). Por conseguinte, infere-se maior poder preditivo ao modelo da equação 2:

EQUAÇÃO 2 – Regressão Linear de Índice de Sharpe contra Liquidez em Bolsa

$$\text{SHARPE} = 0,0797 - 0,0629 \text{ LIQ} + \text{Erro de Estimação}$$

FONTE: o autor (2020).

Cabe ressaltar o ganho observado no R-Quadrado Ajustado, saindo de 9,79% para 10,20%, indicando melhor harmonização do novo modelo ao objetivo proposto. Sem embargo, se liquidez em bolsa influi na demanda dos investidores pelo ativo, testa-se agora o poder de previsão de VM (X_2) e INT (X_3) em relação volume financeiro diário médio, o qual determina a variável LIQ (X_1). Por meio de uma Regressão Múltipla Linear do Volume Financeiro Diário (VFD), na tabela 4, verifica-se o modelo sugerido na equação 3:

EQUAÇÃO 3 – Regressão Múltipla Linear do Volume Financeiro Diário

$$\text{VFD} = 22.885.945,98 \text{ VM} + 44.006.306,72 \text{ INT} + \text{Erro de Estimação}$$

FONTE: o autor (2020).

TABELA 3 – Regressão Linear de Índice de Sharpe contra Liquidez em Bolsa

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,324231923
R-Quadrado	0,105126340
R-quadrado ajustado	0,102061704
Erro padrão	0,092199766
Observações	294

ANOVA						
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>	
Regressão	1	0,291603214	0,291603214	34,303044784	0,000000013	
Resíduo	292	2,482232675	0,008500797			
Total	293	2,773835890				

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% superiores	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Interseção	0,079728781	0,007604509	10,484409507	0,000000000	0,064762186	0,064762186	0,094695377
LIQ	-0,062987226	0,010754399	-5,856880124	0,000000013	-0,041821264	-0,084153189	-0,041821264

FONTE: o autor (2020).

TABELA 4 – Regressão Múltipla Linear do Volume Financeiro Diário

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,442000442
R-Quadrado	0,195364391
R-quadrado ajustado	0,189184132
Erro padrão	48.005.956,59
Observações	294

ANOVA					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	2	1,63388E+17	8,16938E+16	35,448594078	0,000000000
Resíduo	292	6,72935E+17	2,30457E+15		
Total	294	8,36323E+17			

	Coefficientes	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>	<i>95% superiores</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Interseção	-							
VM	22.885.945,98	4.311.062,17	5,308655988	0,000000219	14.401.252,52	31.370.639,45	14.401.252,52	31.370.639,45
INT	44.006.306,73	11.105.787,85	3,962465998	0,000093308	22.148.768,62	65.863.844,84	22.148.768,62	65.863.844,84

FONTE: o autor (2020).

Os modelos lineares aqui levantados, e avaliados por meio do teste F e *t*-Student, permitiram inferir de forma preliminar a relação de causalidade demonstrada na figura 1:

FIGURA 1 – Inferência Preliminar para Relação de Causalidade Encontrada

↑ INT (X_3) → ↑ LIQ (X_1) → ↑ Demanda pelo Ativo → ↓ SHARPE (Y)

FONTE: o autor (2020).

Com base nos dados analisados, não foi possível deduzir relação linear direta entre *mind share* (*proxy* do portfólio intangível-intensivo) e desempenho econômico-financeiro das organizações. Não obstante, chegou-se à conclusão que *mind share* (INT) influi quase duas vezes mais que o tamanho da empresa (VM) na liquidez em bolsa (LIQ) – equação 3. Apurou-se também que o investidor valoriza ativos com maior liquidez, a ponto de aceitar uma redução média do Índice de Sharpe no valor de 0,0629 (β_1 , equação 2), quando calculado para dados diários.

Além do mais, verificou-se empiricamente a relação apresentada no objetivo geral, a qual ocorre de forma indireta, passando pela liquidez como mecanismo de transmissão: a carteira intangível-intensiva tem ganhos mais acentuados de fluxos financeiros (equação 3), que por sua vez interfere nos retornos esperados das ações (equação 2), conforme ilustrado na figura 1 acima.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho limitou-se em uma busca empírica para o mercado brasileiro, a qual comprove ou rejeite as hipóteses preponderantes levantadas na literatura acerca do ativo intangível, atendendo o objetivo geral. Utilizou-se como *proxy* o reconhecimento da marca, ou seja, parte-se da perspectiva da criação de valor pela estratégia de marketing.

Outrossim, é importante salientar que não se questiona a vantagem competitiva oriunda do marketing bem implementado, mas sim se o acionista consegue de fato incluir essa variável no computo, na ocasião de precificação e negociação de seus ativos na bolsa de valores, dentro do mercado de capitais.

Isto posto, os achados indicam precificação completa pelo mercado nos preços das ações, uma vez o investidor tende a aceitar deságios nos retornos dos ativos mais líquidos. Além disso, a carteira intangível-intensiva é mais propensa à elevação dos fluxos financeiros de negociação diária. Situação que responde a questão de pesquisa, pois o marketing impacta na demanda pela ação, a qual é um fator na aferição de valor financeiro.

Criou-se assim indícios que as avaliações tradicionais precisam ser mais bem desenvolvidas no mercado brasileiro, para poderem avaliar as empresas intangível-intensivas, o que responde ao objetivo específico. Porque as avaliações financeiras tradicionais, principalmente por fluxo de caixa livres descontados, geralmente não se voltam para conceber um fator de redução na taxa de desconto aceita pelos acionistas quando a empresa é intangível-intensiva, provavelmente sobreavaliando ao utilizar um custo de oportunidade médio implícito do mercado nos relatórios de *Valuation*. Em paralelo, o viés de sobreavaliação pelos analistas de bancos de investimentos, consultorias e auditorias foi encontrado na revisão da literatura de Bento *et al.* (2019).

Por outro lado, evidencia-se empiricamente que mesmo na presença de assimetria informacional, causada pela insuficiente informação contábil sobre o ativo intangível, os agentes do mercado procuram outras fontes, o que confirma a hipótese de mercado eficiente de Fama (1970) na sua forma semiforte.

AGRADECIMENTOS

Registro aqui a gratidão ao apoio da minha família, amigos, professores e à Universidade Federal do Paraná que generosamente vem me acolhendo, bem como ao Banco do Brasil S.A. por conceder uma bolsa de estudos, a qual permitiu a realização deste curso de especialização.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Valuation: Métricas de Valor & Avaliação de Empresas**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>> Acesso em: 01 fev 2020.

BENTO, F. G. F.; SURUGI, G. F.; GOLINELI, G. S.; BARBOSA, G. R. **Valuation: Uma Análise das Metodologias nos Laudos de Avaliação Disponíveis no Sistema da CVM para Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) Referentes ao Período de 2002 a 2018**. TCC – Departamento de Ciências Contábeis, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, UFPR, Curitiba, 2019.

BORTOLUZZO, A. B.; VENEZUELA, M. K.; BORTOLUZZO, M. M.; NAKAMURA, W. T. Influência da crise financeira de 2008 na previsibilidade dos modelos de apuração de ativos de risco no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v. 27, n. 72, p. 408-420, 2016.

BRAGATTO, A. et al. **Marcas Brasileiras Mais Valiosas 2019**. Relatório. São Paulo: Interbrand Brasil, 2019. Disponível em: <<https://www.interbrand.com/br/best-brands/best-brazilian-brands/2019/?fbclid=IwAR2EdYwGFdszR4QQE8QnQMI7imlshoo5LgqKft60yFZ-KPmiVpHX9AA3uuU>>. Acesso em: 24 jan 2020.

CHILD, John; ELBANNA, Said; RODRIGUES, Suzana. The political aspects of strategic-decision making. In: NUTT, P. C.; WILSON, D. C. (Ed.). **Handbook of Decision Making**, p. 105-137. West Sussex, UK: Wiley, 2010.

COUTO JUNIOR, C. G.; GALDI, F. C. Avaliação de empresas por múltiplos aplicados em empresas agrupadas com análise de *cluster*. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 5, p. 135-170, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance**. 2ª ed. Hoboken, Nova Jersey, EUA: John Wiley & Sons, 2006.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FRIZZO, F.; KORELO, J. C.; PRADO, P. H. M. Efeito da Herança da Marca nos Relacionamentos entre Consumidores e Marcas. **Revista de Administração de Empresas**, v. 58, n. 5, p. 451-459, 2018.

GOOGLE FINANCE. Disponível em: < <https://www.google.com/finance> > Acesso em: 03 jan 2020.

GUISSONI, L. A.; RODRIGUES, J. M.; CRESCITELLI, E. O efeito da distribuição sobre o *market share* em diferentes canais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 6, p. 620-632, 2014.

HART, Stuart L. A natural-resource-based view of the firm. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 4, p. 986-1014, 1995.

JUVERCINA SOBRINHO, E.; MALAQUIAS, R. F. Dividendos, Composição de Carteiras e Performance de Fundos de Ações . **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 1, p. 143-160, 2018.

KAYO, E. K.; FAMÁ, R. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **Revista de Administração**, v. 39, n. 2, p. 164-176, 2004.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. Londres, RU: Palgrave MacMillan, 1936.

META TRADER 5. Disponível em: <<https://www.metatrader5.com/pt>> Acesso em: 02 jan 2020.

MOURAD, A. I.; SERRALVO, F. A. Estudo sobre a Influência do Posicionamento de Marca no Desempenho Competitivo das Organizações. **Future Studies Research Journal: Trends and Strategies**, v. 10, n. 3, p. 427-449, 2018.

NUTT, P. C. Making decision-making research matter: some issues and remedies. **Management Research Review**, v. 34, n. 1, p. 5-16, 2011.

NUTT, P. C; WILSON, D. C. **Handbook of Decision Making**, p. 1-20. West Sussex, UK: Wiley, 2010.

OLIVEIRA, E. R.; SERRALVO, F. A.; JOÃO, B. N.; FURLANI, R. M. O Papel da Comunicação Integrada de Marketing na Construção do Valor da Marca: O Caso Bunge Fertilizantes. **Revista Organizações em Contexto**, v. 11, n. 21, p. 127-159, 2015.

OLIVEIRA, M. O. R.; SCHOSSLER, D. P.; CAMPOS, R. E.; LUCE, F. B. Ativos intangíveis e o desempenho econômico-financeiro: comparação entre os portfólios de empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **Revista de Administração da UFSM**, v. 7, n. 4, p. 678-699, 2014.

OSTERMANN, C.; MOYANO, C. M.; LAUFER, J. Posicionamento de Marca em Instituição de Ensino Superior: A Percepção das Coortes Geracionais Brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 21, n. 3, p. 416-434, 2019.

PEREZ, M.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v.17, n. 40, p. 7-24, 2006.

PINTO, M. R.; LARA, J. E. A cidadania corporativa como uma orientação de marketing: um estudo no varejo. **Revista de Administração de Empresas**, v. 44, n. Especial, p. 48-60, 2004.

PROCÓPIO, M. L. A Dimensão Moral das Decisões Administrativas e os Limites da Racionalidade Limitada. **Cadernos EBAPE BR**, v. 15, n. 4, p. 783-807, 2017.

REICHHELD, F. F. The One Number You Need to Grow. **Harvard Business Review**, v. 81, n. 12, p. 46-55, 2003.

ROYER, I.; LANGLEY, A. Linking rationality, politics, and routines in organizational decision making. In: HODGKINSON, G. P.; STARBUCK, W. H. (Ed.). **The Oxford**

Handbook of Organizational Decision Making, p. 250-271. Oxford Handbooks, 2008.

SANTOS, J. G. C. D.; SILVA, L. S.; GALLON, A. V.; LUCA, M. M. M. Intangibilidade e inovação em empresas no Brasil. **Revista de Administração e Inovação**, v. 9, n. 2, p. 197-221, 2012.

SANTOS, J. **Valuation – Um Guia Prático: Metodologias e Técnicas para Análise de Investimentos e Determinação do Valor Financeiro de Empresas**. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.