

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS - FUCAPE**

DANILO MARCOS FARIAS MOTA

BRAND VALUE: um estudo sobre o valor de marca no mercado de
capitais brasileiro

**VITÓRIA
2013**

DANILO MARCOS FARIAS MOTA

BRAND VALUE: um estudo sobre o valor de marca no mercado de capitais brasileiro

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE) como requisito para obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis – Nível profissionalizante, na área de concentração Contabilidade gerencial.

Orientadora: Profa. Dra. Graziela Xavier Fortunato

**VITÓRIA
2013**

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pelo Setor de Processamento Técnico da Biblioteca da FUCAPE

Mota, Danilo Marcos Farias.

Brand value: um estudo sobre o valor de marca no mercado de capitais brasileiro. / Danilo Marcos Farias Mota. Vitória: FUCAPE, 2013.

57p.

Dissertação – Mestrado.

Inclui bibliografia.

1. Brand equity 2. Marcas I.Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças II.Título.

CDD – 657

FOLHA DE APROVAÇÃO

DANILO MARCOS FARIAS MOTA

BRAND VALUE: um estudo sobre o valor de marca no mercado de capitais brasileiro

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

Aprovada em 14 de maio de 2013.

COMISSÃO EXAMINADORA

Profa. Dra. Graziela Xavier Fortunato

Prof. Dr. Emerson Wagner Mainardes

Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa

AGRADECIMENTOS

Um trabalho como este não é feito sozinho. Várias pessoas contribuíram de forma direta e indireta para que as ideias surgissem. Porém, não é possível relatar aqui todas essas pessoas. Peço perdão a quem eu não citar e peço que sintam-se agradecidos por mim. Em contrapartida, não posso deixar de citar e agradecer em primeiro lugar a toda a minha família, especialmente minha esposa e minha filha por entender a minha ausência e pelas palavras de incentivo sempre. Aos colegas do mestrado (especialmente Michela Cosme). Também não posso deixar de agradecer de forma especial a professora e orientadora Dra. Graziela Fortunato pelas várias seções de discussão e conversas, pelo incentivo à pesquisa e pela compreensão das minhas limitações. E por último, agradeço ao professor Dr. Fábio Moraes pelas valiosas contribuições aos instrumentos de pesquisa.

RESUMO

Os ativos intangíveis, especialmente a marca, tem se tornado importante instrumento de valor para as empresas. Desta forma, surgiram empresas de consultoria independentes que desenvolveram métodos de mensurar seu valor econômico, o que denomina-se na literatura de *Brand Value*. Esse processo de avaliação de marcas é importante como indicador em processos de fusões e aquisições, ou mesmo para estabelecer um parâmetro de valor dos intangíveis das empresas. Neste sentido, pesquisas em todo o mundo têm buscado estabelecer uma ligação entre marketing e finanças num esforço de otimizar e demonstrar efetivamente o quanto o marketing contribui financeiramente para as empresas. Este estudo investiga se a versão brasileira do *Ranking* de avaliação de marcas, denominado *Top 100 da Brand Finance* (compreendendo 2005 a 2010) tem relação com as variáveis contábeis das empresas brasileiras listadas na Bovespa. O trabalho se baseia no estudo desenvolvido por Barth *et al.* (1998) no qual a especificação de valor de mercado tenta capturar se o modelo contábil foi capaz de representar bem o que foi relatado pelo mercado e se o modelo de retorno, representa o impacto da informação em termos de preço quando a informação contábil é divulgada (*value relevance*). Com base nos testes realizados, os resultados obtidos mostram que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o valor de marca e o valor de mercado das empresas. Porém, o contrário do esperado, os resultados utilizando o modelo de retorno não foram significativos. O estudo busca contribuir para a discussão sobre os efeitos da relevância da informação contábil para o mercado acionário no Brasil.

Palavras-chave: *Brand equity. Value relevance. Brand Value.*

ABSTRACT

Intangible assets, especially the brand, has become an important instrument of value for companies. Thus independent consulting firms have emerged and developed methods to measure their economic value, which is called in the literature of Brand Value. This evaluation process is important as an indicator brands in mergers and acquisitions, or even to establish a parameter value of the companies intangible. In this sense, research all over the world have been trying to establish a link between marketing and finance in an effort to optimize and effectively demonstrate how marketing contributes financially to the companies. This study investigates whether the Brazilian version of Top brand valuation, called the *Brand Finance Top 100* (including 2005-2010) relates to accounting variables of Brazilian companies listed on Bovespa. The work is based on the study by Barth et al. (1998) in which the market value specification tries to capture if the accounting model was able to represent what was reported by the market and if the return model represents the impact of information related to price when accounting information is disclosed (value relevance). Based on the tests, the results show that there is a positive and statistically significant relationship between brand value and market value of companies. However the results using the model of return were not significant. The study seeks to contribute to the discussion about the relevant effects of accounting information for the stock market in Brazil.

Keywords: *Brand equity. Value relevance. Brand Value.*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Empresas com ações na Bovespa presentes no *ranking BF*

Tabela 2: Empresas com ações na Bovespa por setor.

Tabela 3: Empresas que compõem a amostra do estudo

Tabela 4: Tabela 4: Estatística descritiva dos dados para os anos de 2005 a 2010

Tabela 5: Modelo 1 - Relação entre o valor de mercado e o valor da marca

Tabela 6: Modelo alternativo 1 - Relação entre o valor de mercado e o valor da marca

Tabela 7: Modelo alternativo 2 - Relação entre o $\ln(\text{valor de mercado})$ e o $\ln(\text{valor da marca})$

Tabela 8: Modelo 2 - Relação entre retorno do valor de mercado e a variação anual do valor da marca

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	09
2 REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1 O MÉTODO DE AVALIAÇÃO DE MARCAS DA <i>BRAND FINANCE</i>	18
2.2 O MODELO DE PREÇO E DE RETORNO.....	24
3 – METODOLOGIA	28
3.1 UNIVERSO E AMOSTRA.....	29
3.2 TRATAMENTO DOS DADOS	33
3.3 MODELOS ECONOMETRICOS.....	34
3.3.1 Valor de marca e preço das ações	34
3.3.2 Mudança no valor de marca e retornos.....	36
3.3.3 Modelos alternativos.....	37
4 RESULTADOS	40
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS RESULTADOS.....	40
4.2 RESULTADO DAS REGRESSÕES.....	41
4.2.1 Mudança no valor de marca e retornos.....	44
5 CONCLUSÃO.....	49
6 REFERÊNCIAS	53
ANEXO A.....	57

Capítulo 1

INTRODUÇÃO

Devido ao movimento crescente das operações de fusões e aquisições nos Estados Unidos em meados da década de 80, verificou-se que o valor pago pelas empresas compradoras era maior do que a soma dos ativos tangíveis das empresas adquiridas (GUILDING; PIKE, 1991). A diferença paga a mais pelos compradores era atribuída à evidenciação dos ativos intangíveis (NUNES; HAIGH, 2003). No Brasil, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC nº 04 define esse ativo como não monetário, identificável e que não possui substância física. Neste CPC, há a definição de que programas de computador (softwares), itens patenteados, direitos autorais, sejam de filmes por exemplo, ou até mesmo do uso de algum nome conhecido, carteiras de clientes, quotas de importação e tantos outros, são ativos intangíveis. Numa outra definição, o *US GAAP* relata que os ativos intangíveis incluem marcas, tecnologia, lealdade dos consumidores, capital humano e compromisso dos empregados. Neste sentido, Talha (2004) sustenta que esses ativos podem ser definidos como itens não físicos, tais como patentes, direitos autorais, segredos de processo e fórmulas, *goodwill*, marcas registradas, nomes de marcas, franquias e outras propriedades similares. Talha (2004) defende também que os ativos intangíveis têm se tornado um elemento importante de sucesso para as empresas, pois para grande parte delas, tais ativos representam um fator estratégico à sua sobrevivência.

Dentre os ativos intangíveis, a marca é a que assume maior relevância, pois vem aumentando sua representatividade no valor das empresas. Adicionalmente, representa um significativo ativo comercial e tem se tornado uma importante métrica financeira (CAPUTO et al., 2008; CRAVENS; GUILDING, 2001; CHU; KEH, 2006). Desta forma, baseada na necessidade de reconhecer seus intangíveis de marca, seja para evidenciar como eles podem influenciar a decisão e o aumento do valor da marca em processos de fusões e aquisições pelo adquirente (BAHADIR et al., 2008) seja na avaliação interna, o processo de avaliação de marcas (*Brand valuation*) tem sido discutido na academia.

Com a importância da marca, surgiu a necessidade de mensurá-la e assim, várias empresas de consultoria e acadêmicos desenvolveram métodos para avaliá-la. Nesse sentido, Troiano (2003) destaca que as ferramentas e técnicas para mensurar o patrimônio de marca e suas forças (*Brand equity*) se multiplicaram. Entretanto, sempre que vem à tona o termo “avaliação de marca”, surgem dúvidas quanto à confiabilidade dos seus métodos de mensuração em virtude do grau de subjetividade proveniente da mesma na literatura (CAPUTO et al., 2008; AAKER, 1996). Mesmo assim, autores defendem que há muitas técnicas utilizadas para avaliar as marcas e que todas são apropriadas, dependendo da especificidade de cada empresa (SALINAS; AMBLER, 2009; SHOCKER; SRIVASTAVA; RUEKERT, 1994).

É discutido na academia que para se estimar o valor da marca, deve-se considerar sua interface com a área contábil. A contabilidade do valor de marca foi alvo do estudo de Cravens e Guilding (2001). Em destaque, Barth et al. (1998) desenvolveram um estudo relacionando o valor das marcas do *Ranking Top Brands* da *Interbrand* ao preço das ações e retornos das empresas. Chu e Keh (2006)

utilizaram o mesmo *ranking* para inferir sobre a avaliação de marca utilizando um modelo de equações simultâneas, examinando influências não-lineares da propaganda, promoções de marketing e gastos com pesquisa e desenvolvimento sobre o valor da marca. Fernandez (2002) comparou métodos de avaliação de marcas, entre eles o da *Interbrand* e Damodaran (1994) e outros autores correlacionaram essa métrica com questões ligadas ao capital intelectual das empresas. De forma similar, Yeung e Ramasamy (2008) desenvolveram um estudo com 50 marcas americanas reconhecidas em seus balanços.

No Brasil, há um interesse pelo tema, evidenciado pelo avanço nas pesquisas, com destaque para os trabalhos de Louro (2000), Ozório (2003), Saião *et al.*(2008) e recentemente por Rovedder *et al.* (2010) que avaliaram o risco e o retorno utilizando o *Ranking Power Brands Index* de avaliação de marcas da *Brand Finance*. Baseado no exposto evidencia-se o seguinte problema de pesquisa: **Existe uma relação entre o valor de marca estimado pela *Brand Finance* (BF) e o preço das ações das empresas brasileiras?**

Para responder ao problema de pesquisa, este trabalho busca examinar a associação entre o valor estimado da marca pela *Brand Finance* (BF) e o retorno dos preços das ações das empresas, donas das marcas. O estudo visa empregar variáveis contábeis, o conceito de *value relevance* – que consiste em investigar se as informações de mercado disponíveis foram refletidas pela contabilidade - e o *brand equity* (patrimônio da marca) para o mercado de ações examinando dados financeiros das empresas brasileiras de 2005 a 2010. Com isso, espera-se encontrar relação positiva entre o valor da marca e os preços das ações, juntamente com as variáveis contábeis.

A relevância desta pesquisa refere-se à necessidade de correlacionar as variáveis contábeis às questões da avaliação de marca. Keller (1993) argumenta ser necessário avaliar financeiramente a marca por razões contábeis (em termos de avaliação de ativos para o balanço patrimonial) ou fusões e aquisições ou propostas de desinvestimento.

Yeung e Ramasamy (2008) defendem que os investidores têm motivação por extrair informações financeiras de uma marca, buscando avaliar a diferença de performance entre uma empresa que possui uma marca e outra que não a possui. Questões como a correta mensuração do *brand equity* para fins de orçamento de marketing, relações com investidores, licenciamento entre outros motivos (BRAND FINANCE, 1999; BARWISE et al., 1999) sinalizam a utilidade de investigar a relação entre os valores de mercado das empresas e os números contábeis.

Embora haja estudos com foco na avaliação de marcas, há a necessidade de ampliar o entendimento dessa questão frente a seus dados contábeis no Brasil. Concomitante, Keller (1993) defende que existe a necessidade financeira de estimar o valor de uma marca, mais precisamente, para propostas contábeis como uma ideia de ajustar à realidade de informação. Há ainda a necessidade emergente de uma estratégia para melhorar a produtividade do marketing em si (RAO; BHARADWAJ, 2008; MIZIK; JACOBSON, 2008) e a relevância do valor da marca e de sua performance (YEUNG; RAMASAMY, 2008; KALLAPUR; KWAN, 2004; CHU E KEH, 2006).

O presente trabalho está dividido em cinco partes. A segunda parte refere-se à revisão da literatura que abrange os temas *value relevance*, *brand equity*, *brand valuation*, os métodos de avaliação de marca, o método específico de avaliação da *Brand Finance* e a literatura sobre os modelos a serem utilizados. Na parte três é apresentada a metodologia seguida da análise dos resultados e por fim, as conclusões.

Capítulo 2

REFERENCIAL TEÓRICO

A busca de uma linguagem comum entre marketing e finanças tem motivado o interesse dos pesquisadores em dar suporte às atividades de marketing por meio da demonstração financeira dos resultados alcançados e do reconhecimento da relevância dos ativos de marca (QUEIROZ, 2008; KALLAPUR; KWAN, 2004). Nesse contexto, a necessidade de avaliar marcas se tornou recorrente na literatura e verificou-se que existe uma dicotomia entre a capacidade de medir o desempenho da marca em curto prazo e a dificuldade de avaliar objetivamente o desempenho da marca no longo prazo (LOURO, 2000). Há dificuldade em aferir o seu valor futuro e sua capacidade de obter retorno de investimentos passados. Desta forma, para Aaker (1996), o desenvolvimento de um modelo válido de sistema de mensuração de marca vem da ideia de desenvolver uma medida crível e sensível da força da marca que dê suporte a medidas financeiras com medidas de ativo de marca.

Um fator importante nos processos de avaliação é, justamente, tentar capturar se as informações refletidas pela contabilidade são capazes de diminuir a assimetria informacional, refletir os valores de forma oportuna e gerar informação relevante capaz de fazer a diferença nas decisões dos usuários. A questão do subsídio às decisões faz menção à lógica de que a informação relevante muda a decisão do usuário. Assim, as pesquisas que buscam investigar a relação entre os valores de mercado das empresas e números contábeis são denominadas de *value relevance* (MACEDO et al., 2011).

Louro (2000) argumenta que a primeira pesquisa mais aprofundada sobre avaliação de marcas foi desenvolvida por Gardner e Levy (1955). Os autores evidenciaram o conceito denominado de “imagem de marca”. Depois disso, as questões relacionadas à formação do patrimônio de marca como se conhece hoje como *brand equity*, só viriam a deslanchar após a década de 80 com o crescimento do movimento de fusões e aquisições. O *brand equity* começou a ser reconhecido quando empresas adquirentes, ao efetuarem processos de compra, identificavam divergências progressivas entre a valorização das ações das empresas e o seu valor contábil (LOURO, 2000). Esse fenômeno revelou a necessidade de avaliar os ativos intangíveis e principalmente, o patrimônio da marca, surgindo então definitivamente o conceito de *brand equity*, o qual Aaker (1996), é o precursor.

Aaker (1996) propôs em seu estudo dez pontos para auxiliar no esforço de criar um conjunto de medidas para estimar o valor patrimonial da marca. O autor cita suas quatro dimensões da marca, as quais são: lealdade, qualidade percebida, associações e lembrança de marca, e define, *brand equity* como um conjunto de ativos e de passivos ligados a uma marca, ao seu nome e símbolo, que se adicionam e se subtraem ao valor proporcionado por um produto ou serviço (AAKER, 1996). Em contribuição a esse conceito, Keller (1993) amplia a ideia defendendo o patrimônio de marca baseado no cliente ou simplesmente *Customer-based brand equity*, que é definido como o efeito diferencial do conhecimento da marca sobre a resposta do consumidor para o marketing da marca. Isso envolve a reação do consumidor aos elementos do *mix* de marketing em comparação com suas reações com outro *mix* de marketing de um produto ou serviço sem marca.

Com o passar do tempo, várias formas de cálculo do patrimônio de marca vêm sendo desenvolvidas pelos pesquisadores. Simon e Sullivan (1993) propuseram um estudo de cálculo do patrimônio de marca das empresas usando o valor financeiro de mercado como base para avaliar o *brand equity*. Essa proposta oferece um caráter de ênfase mais financeira à avaliação de marcas, desencadeando estudos posteriores sobre a forma de avaliação e seus métodos. Adicionalmente, Louro (2000) diz que apesar do rigor aritmético das medidas de valorização da marca estar aberto ao debate, esse processo deve ser enquadrado em duas perspectivas: uma de curto prazo - traduzida em benefícios realizados (vendas, participação de mercado e lucro) e a segunda de longo prazo - traduzida em benefícios não-realizados (*brand equity*).

Percebe-se um crescimento do interesse dos executivos em mensurar o valor de marca para seus demonstrativos financeiros, onde há uma necessidade de investigar o *value relevance* das medidas de marca para a contabilidade (YEUNG; RAMASAMY, 2008). Assim, Talha (2004) defende que nas últimas duas décadas, os ativos intangíveis têm representado uma parte substancial do valor de mercado de uma empresa. Para o autor, no final de 2000, o percentual de ativos intangíveis como proporção do valor de mercado das companhias aumentou de 40% para mais de 85%. Garcia-Ayuso (2003) cita que a avaliação ineficiente dos intangíveis tem significativas implicações para as empresas e seus acionistas. Relacionando à criação do conceito de *brand value*, Feldwick (1996) cita que esse termo pode ser compreendido como o valor total da marca, ou seja, uma métrica de força de ligação com o consumidor e uma descrição de associações e crenças percebidas pelo mesmo em relação à marca. Essas duas últimas definições são, conforme cita Louro (2000), a integração com o conceito de “valor de marca para o consumidor”, que tem

o intuito de estabelecer uma distinção clara em relação à primeira concepção - “valorização da marca” (*Brand valuation*).

Em relação à contabilidade, a literatura inclui vários estudos empíricos, ligando questões de marca e questões contábeis (CRAVENS; GUILDING, 2001; BARTH et al., 1998; CHU; KEH, 2006; YEUNG; RAMASAMY, 2008; FERNANDEZ, 2002). Na questão contábil-financeira, pode-se citar como um dos precursores o trabalho de Simon e Sullivan (1993), onde as autoras desenvolveram uma técnica para estimar o valor de marca, baseado no valor de mercado, separando o valor da marca de outros ativos da empresa. Barth et al. (1998) utilizaram o *ranking* de avaliação de marcas da *Interbrand*, na ocasião publicado pela revista *Financial Word* e encontraram relações consistentes de que o valor calculado da marca é significativamente associado com o preço das ações, valor contábil e retorno líquido. Um trabalho similar ao de Barth et al. (1998) foi desenvolvido recentemente por Yeung e Ramasamy (2008) utilizando marcas reconhecidas nos balanços de 50 empresas norte americanas.

É importante frisar os métodos de avaliação de marcas e suas dimensões para este estudo. Salinas e Amber (2009) pesquisaram 52 maneiras de avaliar uma marca. Devido a essa quantidade de formas da valoração, não existe um consenso de qual é a melhor metodologia de avaliação (NUNES; HAIGH, 2003). A consultoria inglesa *Interbrand*, foi a primeira empresa a nível global a avaliar marcas e é considerada a avaliação de maior sucesso no mercado, pois engloba um conjunto de critérios dirigidos tanto às perspectivas de negócio da marca quanto às perspectivas do consumidor (LOURO, 2000). Entretanto, segundo Salinas e Ambler (2009), há uma restrição quanto ao método *Interbrand*, no que diz respeito ao fato de que a empresa não revela os algoritmos de estimação ou estes são muito

variados e impossibilitam comparações de aspectos específicos da sua técnica de avaliação.

Particularmente no Brasil, a versão do *ranking* mundial da *Interbrand* só começou a ser medido a partir de 2009 (publicado em 2010) com apenas 25 marcas nacionais, quase que impossibilitando a realização de estudos empíricos com esse *ranking*. Diferente da *Interbrand*, que é reconhecida como método de uso econômico (SUN, 2004), por considerar basicamente os aspectos financeiros da marca a *BF* utiliza as duas perspectivas, sendo estas mais ajustadas à realidade das marcas. Como não é objeto de estudo levantar todas as formas de avaliação de marcas, limitou-se a relatar somente algumas nuances dos tipos de avaliação para o estudo. Contribuindo para esta questão Martins *et al.* (2010) publicaram um trabalho no Brasil visando fazer esse levantamento.

2.1 O MÉTODO DE AVALIAÇÃO DE MARCAS DA *BRAND FINANCE*

Baseado no que já foi comentado sobre os métodos de avaliação, o método *BF* é tido como o que busca aglutinar o que se chama de “percepção do consumidor” e perspectivas econômicas da marca. A percepção do consumidor é um fator importante dentro do conceito de *brand equity*. A consideração dessa dimensão é medida por meio de pesquisas de mercado em relação às marcas avaliadas. Um dos métodos que consideram a perspectiva do consumidor é o *Brand Asset Valuator – BAV* da empresa *Young & Rubincan – Y&R*. Por meio de uma pesquisa com os consumidores, a *Y&R* avalia cinco pilares que são: Diferenciação, Relevância, Estima, Conhecimento e Energia (MIZIK; JACOBSON, 2008). De forma pioneira, Aaker (1991) estabeleceu os componentes do *brand equity*, conforme já citado anteriormente, que são: lealdade a marca, lembrança da marca, qualidade

percebida, associações com a marca e outras propriedades dos ativos da marca. Outra empresa que produz anualmente sua estimativa de intangíveis é a *Milward Brown*. Esta empresa publica anualmente o *ranking* chamado *BrandsZ Top 100* que evidencia 100 marcas mais valiosas do mundo. Basicamente, o método da *Milward Brown* também inclui uma pesquisa com consumidores em todo o mundo, avalia dados financeiros e por meio de um método específico, estabelece indicadores chegando ao valor de cada marca.

Em relação ao método *BF*, alvo deste estudo, Nunes e Haigh (2003) definem que inicialmente o valor da marca calculado é baseado no fluxo de caixa futuro gerado pela marca, descontado a valor presente, e defende que essa forma de avaliação é a mais praticada e de maior aceitação no mercado. Segundo Martins *et al.* (2010), o método *BF* é considerado um método econômico de avaliação que utiliza o fluxo de caixa descontado e o que se chama de método *Royal Relief* ou Liberação de *royalties*. Neste método segue-se a intuição de que se uma empresa qualquer detentora de uma marca licenciasse seu uso a outra empresa, ela receberia um valor por isso. Do mesmo modo, se uma empresa trata sua própria marca como se fosse licenciada de outra empresa, pode-se calcular o quanto ela pagaria para usar aquela marca (*royalty*). Nessa avaliação, faz-se uma consulta ao mercado de qual valor geralmente as empresas pagam pela utilização de ativos semelhantes.

Como comentado no início do parágrafo, a *BF* utiliza uma estimativa de vendas futuras prováveis que em seguida é aplicada a taxa de *royalty* ajustada, para se chegar ao lucro atribuível aos *royalties* da marca no período futuro. Este método é chamado de *Royal Relief Method* e como dito, é baseado na premissa teórica de que uma empresa na sua operação não possui a marca e precisa licenciá-la de um

proprietário (BRAND FINANCE, 1999). Martins *et al.* (2010) também explicam esse método defendendo que se uma marca for licenciada de um terceiro, uma taxa de *royalty* será paga a ele em função do privilégio de usá-la. Considerando que uma empresa é proprietária de uma marca, então ela evita pagar esta taxa de licenciamento. Desta forma, a posse de uma marca ou de um intangível libera a empresa de ter que pagar uma taxa de licença de seu uso e exploração e daí o termo *relief* ou liberação (SUPERBRANDS, 2012).

Voltando a questão da estimativa provável de vendas, Nunes (2008) declara que o *royalty relief* envolve a (1) estimativa das vendas futuras e a determinação e aplicação de uma (2) taxa de *royalty* comparável nestas vendas. Em seguida, desconta-se a estimativa futura de *royalties* depois dos impostos por uma taxa de desconto apropriada, chegando ao valor presente líquido (VPL). Neste método, usa-se a técnica do Fluxo de Caixa Descontado (DFC). Mais especificamente, o *royalty relief* explicado é um método de avaliação usado para avaliar o *trademark* baseado nos lucros futuros que possam ser atribuídos aos mesmos. Esses *trademarks* usados para definir a taxa de *royalty* em casos de licenciamentos ou mesmo transferências de ativos entre empresas. Após o DCF, os *royalties* futuros são descontados por uma taxa de desconto ajustada para se chegar ao valor presente líquido do valor da marca (Nunes, 2008). Um fluxo do processo de avaliação é apresentado na figura 1:

Visão geral da avaliação pelo método do uso econômico

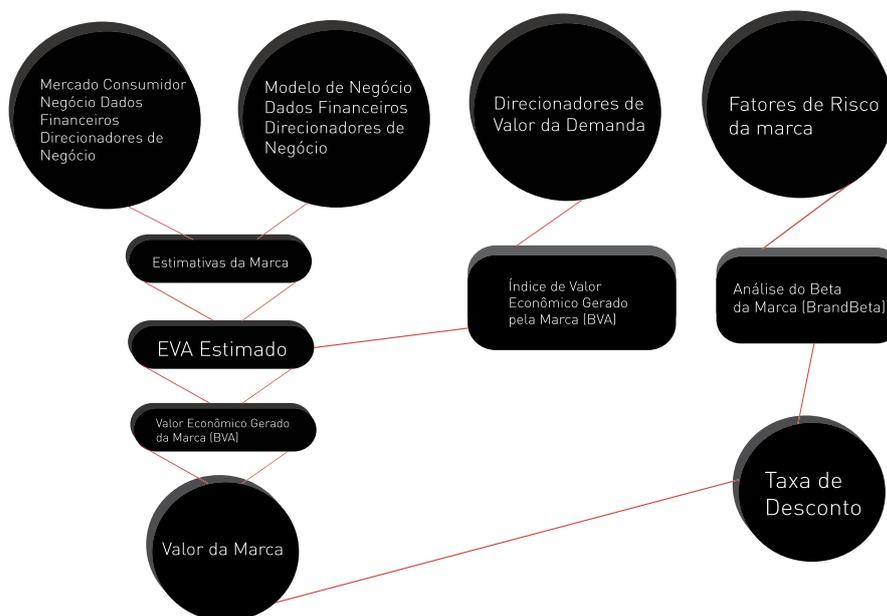


Figura 1: Fluxo do método de avaliação *Brand Finance*
 Fonte: Haigh (2008 p. 20)

A *BF* define a escala de contribuição da marca no método do *royalty relief* por uma escala de máximo e mínimo de taxas de *royalties* comparáveis, considerando: tipos de negócio, estudos de mercado e estudos empíricos de licenciamento realizados no início da avaliação. Especificamente, em relação à pesquisa de mercado, esta é feita com consumidores ou clientes finais onde melhor se avalia a percepção do consumidor em relação a aspectos como preço, qualidade do produto ou serviço, governança corporativa responsabilidade social. A partir daí, chega-se à taxa de contribuição da marca, definindo sua performance, objeto de estudo em seus indicadores. Obtém-se, então, as classificações finais das marcas que são apresentadas como uma pontuação de índices de 0 a 100. Alfabeticamente, tem-se marcas de AAA até D, sendo por exemplo: AAA extremamente forte, BBB média, CCC extremamente fraca até D moribunda. Estas classificações podem vir

acompanhadas de um sinal de mais (+) ou menos (-) para demonstrar de forma mais clara o posicionamento da marca (vide figura 2).

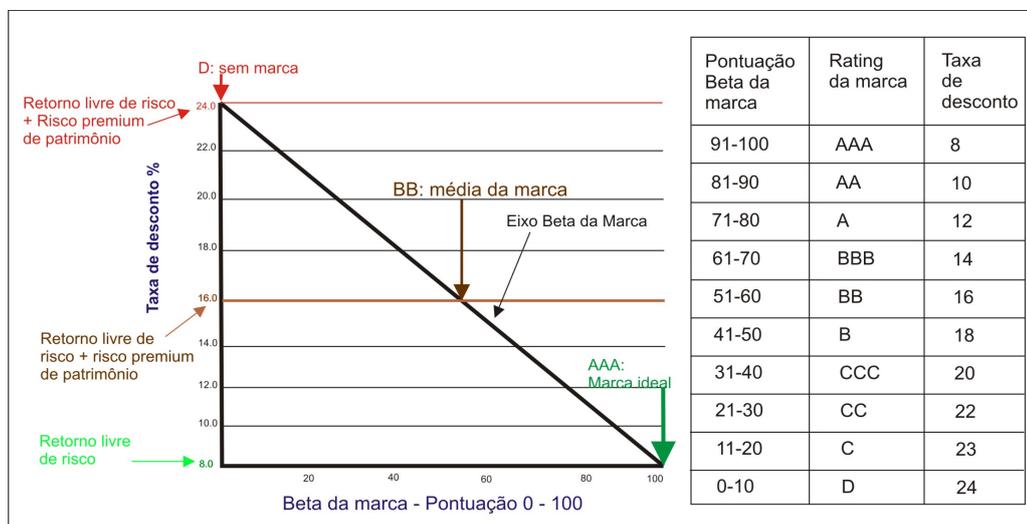


Figura 2: Demonstração do Brand *rating* na avaliação de marcas *Brand Finance*
 Fonte: Haigh (2000 p. 17).
 Traduzido pelo autor.

A taxa de *royalties* comparáveis descrita é obtida a partir do ajuste do beta (risco) da empresa pelo beta da marca (risco da marca). Utiliza-se uma adaptação transparente do CAPM/WACC.

De uma forma resumida, Nunes (2008) defende que os critérios do método *BF* para seleção as marcas mais valiosas do Brasil dependem de uma determinação do:

1. Valor de mercado da empresa, quando listada em bolsa.
2. Taxa de crescimento histórica e estimada das vendas;
3. Estrutura de capital ótima com custo do capital próprio e terceiros;
4. Taxa de desconto refletindo o risco da marca;
5. *Brand Performance Index* ou Índice de Força da Marca; (avaliando aspectos como preço, produto/serviços, comunicação/marketing, pós venda, canal de venda/atendimento, governança corporativa/responsabilidade

socioambiental), resultante de pesquisa de mercado nacional com seus consumidores ou clientes vis-à-vis todas as empresas presentes no *ranking* e dados de *Key Performance Indicators - KPIs (EBTIDA – Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)*¹.

6. Taxa de *royalty* teórica da marca obtida como resultado de sua performance relativa (*brand performance index*) em seu setor de economia, considerando um *benchmarking* das melhores práticas de taxas similares em uso no mundo.

Para facilitar o entendimento, apresenta-se a seguir uma simplificação do modelo *BF* ilustrado na figura 3. Um exemplo do cálculo da marca é apresentado no Anexo I deste trabalho:

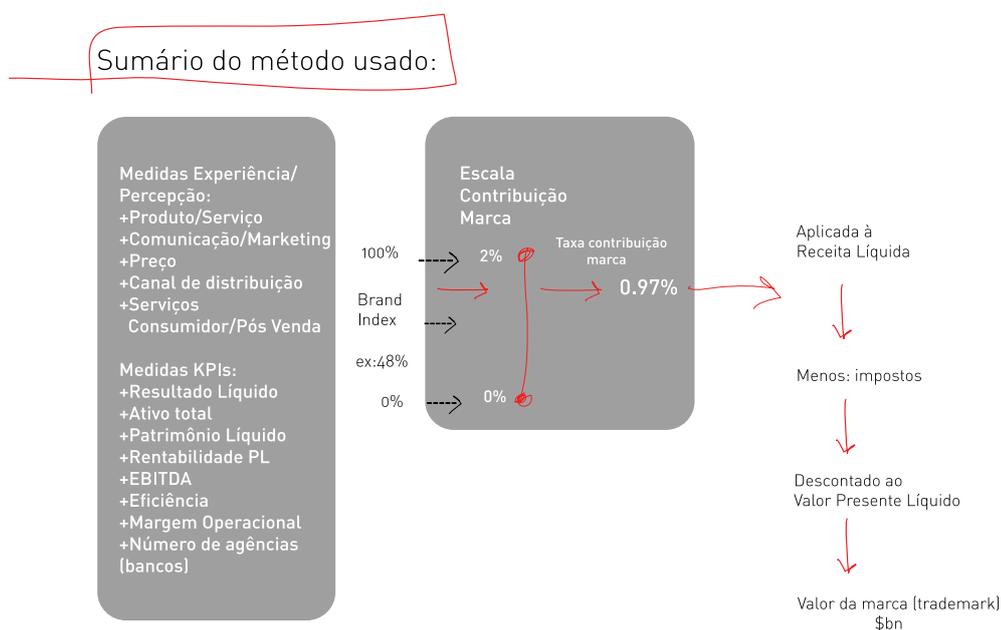


Figura 3: Resumo do método de avaliação *Brand Finance*
 Fonte: Haigh (2008 p. 23)

¹KPI: Indicador-chave de desempenho

EBTIDA: Conhecido também por sua tradução como LAJIDA, ou Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

2.2 O MODELO DE PREÇO E DE RETORNO

Segundo Kothari e Zimmerman (1995) frequentemente os pesquisadores em contabilidade utilizam os modelos de retorno, na qual o retorno é regredido contra uma variável de ganhos, e os modelos de preço, onde o preço da ação é regredido sobre o ganho por ação. Vários trabalhos tratam das vantagens e desvantagens dos modelos de preço e de retorno, podendo-se citar Gonedes e Dopuch (1974) que defendem em sua pesquisa que os modelos de retorno são teoricamente superiores aos de preço. Já para Lev e Ohlson (1982), as duas abordagens são complementares e Landsman e Magliolo (1988) argumentam que o modelo de preço domina o modelo de retorno em determinadas aplicações.

Numa argumentação consistente, Christie (1987) afirma que esses modelos de preço e retorno são economicamente equivalentes e o autor evidencia que os modelos de retorno são econometricamente menos problemáticos. Já para Kothari e Zimmerman (1995), a utilização desses modelos é feita de forma a verificar qual dos dois oferece mais poder explicativo, ou utilizar os dois modelos simultaneamente e verificar qual tem mais significância, o que vai depender então da especificidade de cada pesquisa. O trabalho dos autores, utilizando modelos de regressão simples teve como objetivo, demonstrar quais as restrições econométricas de cada abordagem. A conclusão do trabalho demonstrou que o modelo de preço teve um coeficiente de inclinação estimado menos enviesado. Já a regressão de retorno apresentou maior associação com números contábeis, sugerindo que este modelo reflete informação que afeta o mercado de ações (*security prices*) e sugerindo também que a inferência apresenta conteúdo “especulativo” do mercado. Essa mesma ideia é apresentada por Shiller (1989) de que muito da volatilidade do mercado de ações reflete a irracionalidade do investidor.

Como o modelo de preço testado por Kothari e Zimmerman (1995) utilizou seus modelos apenas com uma variável - o que demonstrou também restrições econométricas - sugeriu-se futuras pesquisas acrescentando outras variáveis e testando a forma funcional do modelo de preço e de retorno de forma a demonstrar as forças e fraquezas com essas outras especificações. Desta forma, outras pesquisas foram realizadas para testar esses modelos, dentre a proposta desenvolvida por Barth *et al.* (1998) que é referência para esta pesquisa, o qual é desenvolvida sobre as bases teóricas anteriormente demonstradas por Landsman e Magliolo (1988); Easton e Harris (1991), Kothari e Zimmerman (1995) e Ohlson (1995). Nessas pesquisas, de uma forma geral, verifica-se se no modelo de preço, o mesmo reflete informações sobre ganhos futuros que não estão demonstrados no período atual, e basicamente se no modelo de retorno há conteúdo informacional sobre mudanças nos ganhos anuais futuros.

Como já descrito, buscou-se nesta pesquisa utilizar a mesma metodologia do trabalho de Barth *et al.* (1998), onde o primeiro modelo de preço utilizado pelos autores busca a relação entre o valor de marca e o preço das ações. Para isso, utilizou-se como variável dependente o valor de mercado contra o valor contábil de patrimônio, lucro líquido e valor de marca como variáveis independentes. Em seguida, no modelo de retorno buscou examinar se o valor da marca fornece novas ou adicionais informações para o retorno das ações. Nessa fase, o modelo de retorno consiste no retorno das ações como variável dependente e lucro líquido, variação do lucro líquido e variação do valor da marca como variáveis independentes, todas ajustadas pelo valor de mercado. O modelo de retorno é utilizado com o objetivo de verificar a relevância de determinada informação contábil para o mercado de capitais (*value relevance*). Isso quer dizer que se a informação

contábil é relevante, ela é correlacionada com o valor de mercado das empresas e de forma objetiva, verifica se tais informações estão refletidas no preço das ações dessas empresas (MACEDO et al., 2011). Recentemente, Yeung e Ramasamy (2008) analisaram o *value relevance* das variáveis contábeis de 50 empresas americanas com suas respectivas marcas estimadas pela *Business Week Top 100 Global Brand Value* (BWBV) utilizando a mesma metodologia dos modelos citados. O modelo de preço e o modelo de retorno, empregados neste trabalho, são os fundamentados por Ohlson (1995), o qual é utilizado por Barth et al. (1998).

Barth et al. (1998) estimaram o modelo de preço e de retorno utilizando os valores de marca calculados pela consultoria *Interbrand*. Adicionalmente, esses autores utilizaram o método de mínimos quadrados de dois estágios para mitigar problemas de viés de simultaneidade. Como o valor de marca utilizado como referência é uma *proxy* do verdadeiro valor da marca, buscou-se segundo os autores, evitar a possibilidade de que o valor de marca e o preço das ações fossem endogenamente determinados. De forma similar, este trabalho busca adaptar a metodologia utilizada acima, mas limitando-se a estimar o modelo de preço e de retorno, inferindo dados no contexto brasileiro, calculado pelo *Ranking Brand Finance (BF)* ao invés da *Interbrand*. A escolha do método *BF* se dá pelo fato de que apesar da *Interbrand* divulgar dados no contexto nacional, este *ranking* começou a ser divulgado em 2010 e abrange somente 25 empresas. Já o *ranking BF* começou a divulgar seu *ranking* no ano de 2005 até 2010 (ano fiscal 2004-2009) e divulga o cálculo com 100 marcas com disponibilidade dos dados para a pesquisa.

Baseado na discussão sobre a importância do papel da marca, do seu processo de avaliação, incluindo o uso do *Ranking BF* e os fundamentos descritos dos modelos de preço e retorno, propõe-se a hipótese deste estudo que se baseia na ideia de que *o valor da marca estimado e publicado pela BF reflete avaliação de informação relevante no retorno dos preços das ações.*

Capítulo 3

METODOLOGIA

Em relação a metodologia, este trabalho buscou correlação entre o valor de mercado das empresas brasileiras com suas respectivas marcas estimadas pelo *ranking BF*. A pesquisa insere-se na linha epistemológica positivista, onde se baseia num referencial teórico buscando desenvolver um modelo e verificar se as variáveis contábeis têm relação com o valor de marca das empresas. Quanto aos fins é caracterizada como uma pesquisa descritiva, que de acordo com Vergara (2007), tem-se como característica a exposição de determinada população ou de determinado fenômeno buscando estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza. Quanto aos meios caracteriza-se como uma pesquisa experimental, pois nessa abordagem há uma investigação empírica na qual os pesquisadores manipulam e controlam variáveis independentes e então observam as suas variações nas variáveis dependentes (VERGARA, 2007).

O trabalho também utilizou-se da abordagem quantitativa, onde hipóteses são testadas buscando relações causais entre elementos enfatizando a técnica de quantificação e utilizando procedimentos estatísticos (VERGARA, 2007). Na questão quantitativa, Creswell (2007) defende que esta estratégia de pesquisa busca testar teorias objetivas, examinando a relação entre variáveis e Martins (2002) defende que essa estratégia tem forte ênfase na relação causal entre variáveis.

Desta forma, o objetivo deste trabalho é analisar a associação do *value relevance* das marcas no valor de mercado das empresas. Assim, buscou-se testar a hipótese de que o valor de marca, declarado pela *BF*, reflete avaliação de informações relevantes, provocando retorno positivo no valor das ações.

3.1 UNIVERSO E AMOSTRA

O universo desta pesquisa compreende as empresas brasileiras. Já a amostra considerou somente as empresas brasileiras que tiveram as marcas avaliadas pelo *Ranking Top 100* da consultoria *Brand Finance*. A lista das empresas avaliadas juntamente com o valor calculado e os *scores* das marcas foi disponibilizado pela *BF* através de contato feito com o representante da empresa. O *Ranking Top 100* da *BF* mensura marcas brasileiras de empresas de capital aberto e de capital fechado. Como a *BF* publica anualmente as 100 marcas mais valiosas, tem-se no total 600 empresas com valores de marcas disponíveis entre os anos de 2005 a 2010². No caso das empresas de capital fechado, a *BF* utiliza os dados financeiros divulgados anualmente pelo Jornal Valor Econômico o qual chama-se *Ranking Valor 1000*.

É importante frisar que do total de 600 empresas, precisou-se retirar aquelas de capital fechado. Após essa exclusão, restaram na amostra 308 companhias abertas, o qual os dados financeiros das mesmas foram subtraídos do banco de dados Econômica. A tabela 1 apresenta um demonstrativo do número de empresas por ano que restaram na amostra. Nota-se que no primeiro ano de avaliação, o número de marcas de companhias abertas era maior e foi diminuindo

²Após o ano de 2010, a *BF* decidiu incluir as marcas brasileiras mais valiosas no seu *ranking* mundial e não mais num *ranking* específico para o Brasil. Com isso, não foi possível avaliar o período posterior a 2010 pois o número de empresas brasileiras no *ranking BF* anual é muito pequeno.

ao longo do tempo. Isso se deve ao fato da saída e entrada das empresas no *ranking* devido aos critérios próprios de avaliação da BF, fusões e aquisições e de empresas que fecharam seu capital como é o caso por exemplo da Arcelor-Mittal.

Uma segunda tabela (2) apresenta uma demonstração das marcas estimadas pela BF por setor caracterizado pelo Econômica. A predominância das empresas de telecomunicações, energia elétrica, varejo e bancos é evidente na amostra. Nota-se que há duas empresas ligadas a gás e energia na amostra. Como esta tabela relata apenas a frequência e não valores, é importante destacar que o volume financeiro das empresas de petróleo e gás é bastante significativo, como por exemplo a Petrobras, que é uma das marcas que figuram no *top 10* da BF em todos os anos do *ranking*.

TABELA 1. Empresas com ações na Bovespa presentes no ranking BF

Ano	Número	% Total
2005	80	26%
2006	48	16%
2007	45	15%
2008	46	15%
2009	43	14%
2010	46	15%
Total	308	100%

Fonte: Elaborado pelo autor

TABELA 2. Empresas com ações na Bovespa por setor

Setor	Frequência na amostra	% Total
Transporte Serviços	13	4%
Têxtil	20	6%
Alimentos e Bebidas	15	5%
Papel e Celulose	11	4%
Química	13	4%
Finanças e Seguros	30	10%
Telecomunicações	39	13%
Eletroeletrônicos	10	3%
Energia Elétrica	31	10%
Petróleo e Gás	8	3%
Siderur. & Metalur.	19	6%
Outros	30	10%
Veículos e peças	13	4%
Máquinas Indust.	6	2%
Comércio/varejo	33	11%
Minerais não Met.	3	1%
Construção	2	1%
Alimentos	2	1%
Mineração	8	3%
Petróleo/Energia	2	1%
Total	308	100%

Fonte: Elaborado pelo autor

Finalmente, foi preciso ainda excluir da amostra as empresas que deixaram a Bovespa e empresas que não apresentaram dados completos requeridos pelas variáveis do estudo. Também foi necessário retirar as empresas financeiras devido ao fato de que os bancos possuem uma forma diferente de contabilizar seus resultados buscando-se assim evitar problemas na análise dos resultados. Desta forma, restaram um total de 33 empresas com dados completos, totalizando 204 observações. A tabela 3 a seguir descreve essas empresas.

TABELA 3. Empresas que compõem a amostra

	Empresa	Setor
1	Alpargatas	Têxtil
2	Ambev	Alimentos e bebidas
3	Aracruz	Papel e celulose
4	Brasil Telecom	Telecomunicações
5	Braskem	Química
6	Brasmotor	Eletroeletrônicos
7	Cemig	Energia elétrica
8	Copel	Energia elétrica
9	CPFL	Energia elétrica
10	Eletrobras	Energia elétrica
11	Embraer	Veículos e peças
12	Embratel	Telecomunicações
13	Gerdau	Siderurgia e metalurgia
14	Gol	Transporte e serviços
15	Grendene	Têxtil
16	Ipiranga	Petróleo e gás
17	Localiza	Outros
18	Americanas	Comércio
19	Renner	Comércio
20	Natura	Comércio
21	Net	Outros
22	Oi	Telecomunicações
23	Pão de Acúcar-CBD	Comércio
24	Petrobras	Petróleo e gás
25	Porto Seguro	Finanças e seguros
26	Sadia	Alimentos e bebidas
27	TAM	Transporte e serviços
28	Telefônica	Telecomunicações
29	Telemar	Telecomunicações
30	Tim	Telecomunicações
31	Usiminas	Siderurgia e metalurgia
32	Vale	Mineração
33	Vivo	Telecomunicações

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da base de dados fornecidos pela *BF*.

Especificamente em relação às características da amostra, o processo é não-probabilístico, ou seja, ela parte de um universo naturalmente restrito, devido ao fato das empresas terem sido escolhidas a partir de uma base de dados já existente - *Ranking Top 100* da consultoria *Brand Finance*.

3.2 TRATAMENTO DOS DADOS

Primeiramente foi necessário ajustar as variáveis financeiras a valores reais, ou seja, ajustá-los pela inflação utilizando o índice IPCA³ do ano de 2011. Para o tratamento quantitativo dos dados, utilizou-se de modelos de regressão múltipla com a técnica de dados em painel. Em relação à técnica de painel, Gujarati (2006) defende que essa técnica em relação ao corte transversal (*cross-section*) proporciona dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, permitindo mais graus de liberdade e mais eficiência da estimação. O painel considera também tanto as características de dados de corte transversal e a de séries temporais e evidencia o comportamento individual das marcas avaliadas. Já Woodridge (2003) explica que a técnica de painel tem como característica separar os efeitos não observados que de forma constante ou não afetam a variável dependente. Esses efeitos não observados são chamados de efeito fixo do indivíduo da amostra. Caso o efeito fixo seja correlacionado com as demais variáveis independentes, estima-se um modelo de efeito fixo. Se o efeito não observado não é correlacionado com as outras variáveis independentes, tem-se então um modelo de efeito aleatório. É possível então decidir sobre a utilização entre os modelos de efeito fixo e aleatório através do teste de Hausman (Woodridge, 2003).

³Índice geral de preços ao consumidor amplo.

Para verificar possíveis problemas de simultaneidade devido a regressores endógenos, o teste de *Hausman* foi efetuado visando a escolha entre o modelo de efeito fixo ou de efeito aleatório. Segundo Gujarati (2006), "...um teste de simultaneidade é basicamente um teste para verificar se um regressor (endógeno) se correlaciona com o termo de erro". Na verificação do teste de *Hausman*, o resultado apontou o uso do efeito fixo como sendo mais apropriado para a estimação.

3.3 MODELOS ECONOMÉTRICOS

3.3.1 Valor de Marca e Preço das Ações

Conforme explicado no capítulo 2, os modelos de preço (valor de mercado) e de retorno são comumente utilizados nos estudos de *value relevance*. Para Barth *et al.* (1998), nessas duas especificações, se uma relação significativa é encontrada, isso é uma evidência de que o valor de marca estimado é reconhecível a ser refletida nos preços. O objetivo de estimar o modelo de preço é avaliar, no caso desta pesquisa, se o valor de marca estimado pela *BF* está associado com os preços das ações.

Barth *et al.* (1998) defendem em sua pesquisa uma análise da relevância dos ativos intangíveis realizada por meio de modelos de regressão que relacionam o valor de mercado da empresa ao final do ano fiscal (*MV*) com as variáveis contábeis: patrimônio líquido (*BV*), lucro líquido (*NI*) e valor da marca (*BRANDS*). Nessa abordagem, todas as variáveis são deflacionadas pelo número de ações visando relativizar os dados. O modelo foi rodado utilizando a metodologia de painel com efeito fixo para capturar o efeito específico de cada empresa na amostra. Desta

forma, para testar a hipótese deste estudo da relação entre o valor de mercado das empresas e o valor da marca, apresenta-se o modelo 1 a seguir.

Modelo 1

$$MV_{it} = \sum_{2010}^{2005} \beta_0 it + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 NI_{it} + \beta_3 BRANDS_{it} + \epsilon_{it}$$

MV_{it} é a razão do valor de mercado da empresa *i* pelo seu número de ações no período *t*;

BV_{it} é a razão do patrimônio líquido da empresa *i* pelo seu número de ações no tempo *t*;

NI é a razão do lucro líquido da empresa *i* pelo seu número de ações da *i* no período *t*;

BRANDS_{it} é a razão do valor total das marcas calculado pela BF da empresa *i* pelo seu número de ações *i* no período *t*;

Para Simon e Sullivan (1993), o valor de mercado é aquele baseado sobre o poder agregado de ganhos de uma empresa, ambos para ativos tangíveis e intangíveis. De uma perspectiva estritamente financeira do mercado, o *brand equity* é o valor capitalizado dos lucros que resultam de associações do nome da marca com produtos ou serviços. Assim, a diferença entre o valor de mercado de uma empresa e o valor dos seus ativos tangíveis é igual aos ativos intangíveis. Sendo assim, conforme Yeung e Ramasamy (2008), um modelo típico de preço é composto do valor de mercado como variável dependente e o lucro líquido e valor contábil do patrimônio líquido por ação como variáveis independentes. A importância dessa abordagem, para Kothari e Zimmerman (1995) é que usa-se a divisão das variáveis pelo número de ações para reduzir a presença de heterocedasticidade. O valor de marca também é incluído como variável independente para examinar se há informação incremental para o mercado acionário. Segundo Yeung e Ramasamy

(2008), o modelo de preço assume que o preço das ações reflete mais do que apenas o conteúdo da informação de ganhos e valor contábil mas também outras informações que são reveladas para o mercado.

Desta forma, conforme Barth *et al.* (1998), pode-se interpretar este primeiro modelo usando o modelo de avaliação desenvolvido por Ohlson (1995), onde interpreta-se a variável *BRANDS* como “outra informação”. Desta forma, se $\beta_3 > 0$ sugere que o valor de marca estimado captura informação *value-relevant* não refletida em *BV* e *NI* (BARTH *et al.* 1998). De acordo com a fundamentação teórica de Barth *et al.* (1998) espera-se que o regressor β_3 seja significativo e positivo, assim como os regressores de valor contábil do patrimônio por ação e lucro líquido por ação (β_1 e β_2) sejam significantes e positivos.

3.3.2 Mudança no Valor de Marca e Retornos

Em seguida, buscou-se examinar o *value relevance* do valor de marca estimado pela verificação da associação entre mudanças anuais no valor de marca e o retorno atual das ações. Segundo Barth *et al.* (1998), a ideia do *value relevance* busca verificar se a contabilidade reflete as informações de forma oportuna – ou no momento oportuno. No caso, a motivação para estimar o modelo de retorno é justamente verificar se as mudanças nos valores das marcas têm reflexo no retorno das ações.

Nesse modelo, as variáveis são trabalhadas pela razão com o valor de mercado das empresas no mês de abril de cada ano. Essa divisão é realizada visando verificar se as informações divulgadas pela contabilidade das empresas no mês de abril tiveram impacto em termos de preço. Em termos objetivos, o modelo de retorno busca verificar se houve controle informacional ou não pela contabilidade

(BARTH, et al., 1998). Adicionalmente, Christie (1987) defende que todas as variáveis independentes nos modelos *cross-section* de *value relevance* devem ser deflacionados pelo valor de mercado de patrimônio do início do ano fiscal e essa proposta de deflação tem como função mitigar heterocedasticidade (LANDSMAN; MAGLIOLO, 2001). Portanto, o modelo 2 é especificado como:

Modelo 2

$$RETURN_{it} = \sum_{2005}^{2010} \beta_0 + \beta_1 NI_{it} + \beta_2 \alpha NI_{it} + \beta_3 \alpha BRANDS_{it} + \varepsilon_{it}$$

RETURN_{it} é a variação do preço de fechamento das ações no período t e t-1: $(P_t/P_{t-1}) - 1$

NI_{it} é a razão do lucro líquido da empresa i pelo seu valor de mercado no período t;

αNI _{it} é a razão da variação do lucro líquido da empresa i no período t e o seu valor de mercado i em t, dado por $(NI_t - NI_{t-1})/VM_{it}$ e

$\alpha BRANDS$ _{it} é a razão entre a variação do valor da marca da empresa i no período t e o seu valor de mercado da empresa i em t, dado por: $(Brands_t - Brands_{t-1})/VM_t$

Com isso, testa-se a hipótese na qual é esperada relação positiva entre mudanças anuais no valor da marca e retornos do preço das ações das empresas.

3.3.3 Modelos Alternativos

Como discutido no Referencial teórico, os modelos de preço e retorno vêm sendo utilizados no sentido de demonstrar a relevância da informação contábil para o mercado. Discutiu-se que esses modelos apresentam vantagens, mas também restrições. Por exemplo, Kothari e Zimmerman (1995) defendem em sua pesquisa que os modelos de preço geralmente não trazem conteúdo informacional além de um período. Especificamente, o modelo de preço traz informação sobre o período

atual, quando a informação contábil ainda não foi divulgada, buscando saber se o modelo contábil foi capaz de representar melhor ou pior aquilo que ocorreu no mercado. Portanto, a variável dependente, preço, não é uma medida de impacto para informação alcançando um período atual. Para enxergar a relevância da informação além do período atual, utiliza-se o modelo o retorno.

Ainda de acordo com Kothari e Zimmerman (1995), cada forma funcional desses modelos, têm sua fraqueza e pesquisadores devem estar cientes disso no *design* de seus experimentos. Para melhorar as inferências, os autores recomendam a utilização do modelo de preço e do modelo de retorno conjuntamente. Mesmo assim, Ota (2001) defende que embora os fundamentos teóricos sejam os mesmos, os resultados obtidos usando nesses dois modelos são algumas vezes inconsistentes e nenhum deles levam a uma perfeita solução dos problemas existentes. Ainda, a inconsistência dos resultados permanecem inexplicados, podendo levar a difíceis interpretações dos resultados.

Baseado nas questões de restrições relacionadas aos modelos de preço e de retorno, propôs-se previamente neste trabalho uma análise alternativa ao modelo de preço acima descrito, buscando especialmente oferecer uma contribuição adicional ao trabalho tomado como referência para esta pesquisa. Portanto, estabeleceu-se mais dois modelos, derivados do modelo de preço. De acordo com Ota (2001), os eventos *value-relevant* observados pelo mercado no período atual e refletidos no retorno atual, podem não ser registrados nos ganhos atuais por causa dos princípios contábeis como por exemplo, o conservadorismo contábil. Esse problema é chamado de efeito defasado. Nesse contexto, um modelo alternativo foi estabelecido. Nesse modelo, denominado de modelo alternativo 1, as variáveis valor contábil e lucro líquido foram defasadas para tentar capturar algum efeito entre os

períodos anuais. Além disso, acrescentou-se como uma variável de controle, o índice Ibovespa (IBOV).

Em seguida estabeleceu-se o modelo alternativo 2, onde para efeito de comparação com os modelos anteriores, estimou-se a mesma relação do modelo de preço inicial, utilizando, agora, o logaritmo natural nas variáveis financeiras, buscando obter linearidade dos dados.

Capítulo 4

RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

Nesta seção, apresenta-se as estatísticas descritivas das variáveis do estudo com o intuito de verificar em síntese a descrição dos dados. A Tabela 4 mostra a estatística descritiva das variáveis contábeis e de mercado das empresas presentes na amostra considerando 2005 a 2010, excluindo-se a presença dos bancos. A média e mediana do valor de mercado das empresas é de R\$ 21,3 bilhões e R\$ 8,3 bilhões, respectivamente. O patrimônio líquido é substancialmente menor, apresentando média e mediana R\$ 11,10 e R\$ 4,74 bilhões, respectivamente. O valor de marca também é significativo, apresentando uma média de R\$ 2,09 e mediana de R\$ 1,28 bilhões.

Os dados da tabela oferecem uma dimensão do tamanho das empresas constantes na amostra, principalmente observando-se o valor de mercado máximo da amostra de R\$ 347,08 bilhões. É possível notar também que na variável lucro líquido a mediana é maior que a média, sugerindo a presença de *outliers*. Outra observação relevante está relacionada ao desvio-padrão, que indica que os valores de mercado das empresas na amostra estão se agrupando em R\$ 46,23. Observa-se ainda que em todas as variáveis o valor do desvio-padrão foi superior à média. Isso mostra que existe uma alta variabilidade nos valores, provavelmente, devido à presença de valores discrepantes.

Tabela 4: Estatística descritiva dos dados para os anos de 2005 a 2010

Geral	Média	Mediana	Desvio padrão	Máximo	Mínimo
Valor de mercado (MV)	21,30	8,30	46,23	347,08	0.00
Patrimônio Líquido (BV)	11,10	4,74	23,35	159,46	-208,00
Lucro líquido (NI)	1,75	422,18	4,78	32,98	-4,213
Marca (BRANDS)	2,09	1,28	2,25	12,03	166.09
Observações	204	204	204	204	204

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da base de dados fornecidos pela BF.

4.2 RESULTADO DAS REGRESSÕES

Conforme discutido ao longo do trabalho, para verificar se o valor da marca contribui para o resultado da empresa, foram propostos os modelos de regressão múltipla em dados de painel. Deste modo, a Tabela 5 apresenta os resultados do modelo que analisa a relação do valor de mercado das empresas e o valor da marca. Para isso, utilizou-se a relação entre o valor de mercado (VM) como variável dependente e patrimônio líquido (BV), lucro líquido (NI), valor da marca (BRANDS) como variáveis independentes conforme Barth *et al.* (1998). Como já descrito, todas as variáveis foram trabalhadas pela razão com o número de ações.

TABELA 5: Relação entre o valor de mercado e o valor da marca

Variáveis	Modelo 1			
	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	p-valor
C	6.648	1.564	4.247	0.000
BV	1.579	0.445	3.545	0.000
NI	0.895	0.932	0.960	0.334
BRANDS	-0.022	0.082	-0.278	0.781
R2	0.78			
R2 ajustado	0.73			
Durbin-Watson	2.09			
Prob (F-statistic)	0.000000			

* Nível de significância de 5%

Fonte: elaborado pelo autor

A análise inicial refere-se à significância estatística do modelo (estatística $F=15.773761$, $p_{valor} = 0,000$ e $R^2_{ajust} = 0,73$). Em relação à significância estatística e dos regressores, os resultados mostram evidências de relação positiva do valor de

mercado com seu respectivo valor contábil ($BV=1,579$, $p_{valor}=0,000$). Porém, ao contrário do trabalho de Barth *et al.* (1998), a variável lucro líquido ($NI=0,895$, $p_{valor}=0,334$) e a marca não foram significativas ($Brands=-0,022$, $p_{valor}=0,781$). Assim, neste modelo, evidencia-se que o valor da marca calculado não está associado ao valor de mercado das empresas.

É importante evidenciar que o valor positivo entre o valor da marca e o preço das ações depende das especificações do modelo. No modelo de preço utilizado como referência para este trabalho, segue-se a ideia de Ohlson (1995) de que as variáveis contábeis explicam o preço das ações. Assim, a não significância do valor da marca estimado pelo *ranking BF* não tira o mérito da importância das métricas da marca para os pesquisadores e para as empresas.

O sentido da não significância do valor da marca pode estar associada ao fato de o valor de mercado é um resultado de uma “situação fotográfica” atual do que uma situação futura. Ou seja, de acordo com Kothari e Zimmerman (1995), o mercado valoriza mais a situação atual do que a geração de caixa futuro da empresa. Esse conceito também remete à Teoria de Valorização de Ativos que estuda essa temática. Finalmente, no caso do modelo 1, o mesmo não foi capaz de representar significativamente a marca como sendo relevante com a amostra utilizada.

De forma a explorar melhor os dados e fornecer uma análise adicional ao trabalho de Barth *et al.* (1998), apresenta-se a seguir os resultados dos modelos alternativos, (denominado de modelo alternativo 1), utilizando a mesma base do modelo 1, porém, acrescentando-se defasagem nas variáveis valor contábil e lucro líquido objetivando testar se os efeitos de resultados estimados do período anterior

têm efeito no período atual. A inclusão da variável IBOV (Índice Ibovespa), neste caso, funcionou como controle do movimento de valorização do mercado.

TABELA 6: Relação entre o valor de mercado e o valor da marca

Variáveis	Modelo alternativo 1			
	Coeficiente	Erro-padrão	Estatística t	p-valor
C	7.615	3.907	1.949	*0.053
BV(-1)	0.867	0.405	2.138	*0.034
NI (1)	2.078	0.704	2.950	*0.003
BRANDS	0.188	0.094	2.000	*0.047
IBOV	0.217	0.012	17.03	*0.000
R2	0.375			
R2 ajustado	0.354			
Durbin-Watson	1.663			
Prob (F-statistic)	0.000000			

* Nível de significância de 5%

Fonte: elaborado pelo autor

Os resultados desse segundo modelo mostraram-se significantes (Tabela 6), foram analisados a um nível de significância de 5% e conforme estudos anteriores (BARTH, *et al.*, 1998; KALLAPUR; KWAN, 2004), o valor estimado da marca mostrou-se positivamente associado com o valor de mercado. Este modelo seguiu a especificação da regressão do modelo desenvolvido por Ohlson (1995) de que as variáveis contábeis explicam o preço das ações. Ou seja, sugere que o valor da marca estimado captura informação relevante não refletida no lucro líquido e no patrimônio líquido.

Alternativamente e para efeito de comparação com os modelos anteriores, estimou-se a mesma relação utilizando, agora, o logaritmo natural nas variáveis financeiras, buscando linearizar os dados do modelo. Os resultados estão apresentados a seguir (Tabela 7).

TABELA 7: Relação entre o $\ln(\text{valor de mercado})$ e o $\ln(\text{valor da marca})$

Variáveis	Modelo alternativo 2			
	Coeficiente	Erro-padrão	Estatística t	p-valor
C	2.979	1.762	1.690	*0.0936
Ln(NI) (-1)	0.337	0.037	9.011	*0.0000
Ln(BRANDS)	0.227	0.087	2.610	*0.0103
IBOVESPA	0.007	0.000	22.77	*0.0000
Ln(BV)	0.007	0.000	22.77	*0.0000
R2	0.648			
R2 ajustado	0.635			
Durbin-Watson	1.606			
Prob (F-statistic)	0.000000			

* Nível de significância de 5%

Fonte: elaborado pelo autor

A análise inicial refere-se à significância estatística do modelo (estatística $F=52.64226$, $p_{valor} = 0,000$ e $R^2_{ajust} = 0,635$). Em relação à significância estatística e dos regressores, reforçando e corroborando os resultados apresentados na Tabela 6, os resultados mostram evidências de relação da positiva do valor de mercado, conforme esperado, com seu respectivo valor contábil ($\ln BV=0,007$, $p_{valor}=0,000$), com o Lucro Líquido ($\ln NI=0,337$, $p_{valor}=0,000$) e com o valor da marca ($\ln Brands=0,227$, $p_{valor}=0,010$).

4.2.1 Mudança no Valor de Marca e Retornos

Seguindo Barth *et al.* (1998), buscou-se também examinar o *value relevance* dos valores das marcas, investigando a relação entre retorno das ações e a variação anual no valor de marca. A hipótese se baseia na relação positiva entre as mudanças anuais no valor da marca e retorno anuais de valor de mercado. Sendo assim, a Tabela 8 apresenta os dados estimados do modelo que analisa o retorno do valor de mercado das empresas com a variação anual de valor da marca, e a variação de seus indicadores contábeis.

TABELA 8: Relação entre retorno do valor de mercado e a variação anual do valor da marca

Variáveis	Modelo 2			
	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	p-valor
C	0.340	0.208	1.635	0.1040
NI	-0.413	0.584	-0.708	0.4798
NI_VAR	2.016	0.812	2.480	*0.0142
BRANDS_VAR	1.070	1.200	0.892	0.3736
R2	0.084			
R2 ajustado	0.067			
Durbin-Watson	1.366			
Prob(F-statistic)	0.003193			

* Nível de significância de 5%

Fonte: elaborado pelo autor

A análise refere-se à significância estatística do modelo (estatística $F=4.794345$, $p_{valor} = 0,003$ e $R^2_{ajust} = 0,067$) e os resultados sugerem que, ao contrário do previsto, a variação anual dos valores da marca e o lucro líquido dividido pelo valor de mercado não foram significantes ($\alpha_{Brands}=1,07$, $p_{valor} = 0,373$; $NI=-0,413$, $p_{valor} = 0,479$). Nesta análise, somente a variação do lucro líquido foi significativa ($\alpha_{NI}=2,016$, $p_{valor} = 0,014$).

Portanto, ao contrário dos resultados de Barth *et al.* (1998), os resultados mostram evidências de que a mudança anual nos valores das marcas não foram significativamente associados aos retornos das empresas. Importante observar que um resultado similar foi encontrado no trabalho de Yeung e Ramasamy (2008), que utilizou a avaliação de marcas de 50 companhias americanas entre 2000 e 2005. No trabalho, os autores defendem que uma explicação para a não significância do modelo seria a questão de que o retorno das ações depende de outros fatores além dos preços das ações. Isso é observado no ajuste geral ($F\ test=4.79$) do modelo de retorno que é notadamente menor quando comparado com o ajuste geral do modelo de preço ($F\ test=18.33$), demonstrando a dificuldade de previsão do modelo de retorno.

A intuição da não significância desse modelo 4 pode estar associada também ao método de avaliação da *BF* - explicado no capítulo 2. Este método, apesar de ser considerado um método econômico (MARTINS *et. al*, 2010) difere do método da *Interbrand* por considerar não só a análise financeira, mas o que se chama perspectiva do consumidor. Essa perspectiva do consumidor é conseguida através de pesquisas de mercado específicas e estão de acordo com o conceito de *brand equity* o que, portanto, são válidas (LOURO, 2000). Como a *BF* considera uma perspectiva de mercado ou a percepção do consumidor, isso sugere reconhecer que essa percepção não está relacionada diretamente a mesma percepção do mercado acionário, que supostamente assume uma perspectiva mais puramente financeira e racional em relação aos nomes das marcas. Isso é uma evidência do fato de que apesar da avaliação da *BF* considerar o preceito de *brand equity* do consumidor, a avaliação da *Interbrand* é mais popular (KELLER, 1993), pois reflete mais a perspectiva do acionista, que valoriza mais a situação atual (preço) do que uma perspectiva futura (retorno).

Como nesta pesquisa, estudos anteriores têm tentado demonstrar o relacionamento entre modelos de preço e retorno e variáveis contábeis, tendo encontrado resultados similares ou diferentes conforme aos relatados aqui. Apesar desses modelos terem a mesma fundamentação teórica (SHAMKI; RAHMAN, 2012), os seus resultados são as vezes inconsistentes. Como descrito na seção da Metodologia, segundo Ota (2001), o problema relacionado com o modelo de preço frequentemente refere-se aos “efeitos de escala” e aqueles com o modelo de retorno são termificados como “reconhecimento contábil defasado”. Ao que se refere aos efeitos de escala, implica-se dizer que a variação nos preços decorrentes do tamanho das empresas pode ser presumivelmente existente entre as empresas. Em

relação aos modelos de retorno sobre o reconhecimento defasado, os eventos observados pelo mercado no período atual e refletidos no retorno atual não são registrados nos ganhos atuais devido aos princípios contábeis tais como reconhecimento, objetividade e conservadorismo (OTA, 2001).

Ainda sobre os modelos de preço e retorno e seu uso, no trabalho de Barth *et al.* (1998) a ideia dos autores está centrada em validar o *ranking* utilizado por eles. Para isso, os autores utilizam a marca como um vetor, significando, dentro do conceito de Ohlson (1995) “Outras informações”. No modelo de preço, o valor de mercado utilizado é o valor no final do ano fiscal, ou seja, quando a informação contábil ainda não foi divulgada. Essa abordagem é feita visando medir a relação da variável contábil como variável de mercado para tentar ver se o modelo contábil foi capaz de representar melhor ou pior aquilo que o mercado apresentou. Essa ideia tem a intenção então de verificar uma “fotografia” ou janela atual do mercado.

Em contrapartida, quando utiliza-se o modelo de retorno, descola-se a janela para o mês de abril, como é o caso do valor de mercado utilizado para deflacionar o modelo de retorno, busca-se verificar o impacto em termos de preço quando a informação contábil é divulgada.

Ota (2001) entretanto, defende que nem o modelo de preço nem o de retorno levam a uma perfeita solução dos problemas e a inconsistência dos resultados permanecem inexplicados. O autor defende ainda que, usando ambos os modelos de preço e retorno parece ser o melhor curso de ação a assumir, embora isso possa algumas vezes levar a difíceis interpretações dos resultados.

Finalmente, de acordo com Kothari e Zimmerman (1995), na visão dos investidores, a variável dependente preço, é uma medida de informação que traz conteúdos históricos para o período atual. Isso quer dizer que os investidores

valorizam mais os ganhos numa situação atual do mercado - no caso o preço - do que a variável retorno, que traz mais uma perspectiva futura. De acordo com essa ideia, uma perspectiva futura, pode conter conteúdo especulativo por parte dos mesmos.

Capítulo 5

CONCLUSÃO

Esse trabalho teve como objetivo fornecer evidências relacionadas ao reconhecimento do valor de marca calculado pela *Brand Finance (BF)* investigando se o preço das ações e o retorno refletem esses valores de marca entre os anos de 2005 a 2010.

Como no trabalho de *Barth et al. (1998)*, testou-se a hipótese de que o valor de marca é relevante para a avaliação de patrimônio das empresas proprietárias das marcas e preço das ações. A pesquisa é baseada na estimativa de que a associação entre o valor de marca calculado pela *BF* e o preço das ações, incrementa o valor contábil de patrimônio e o lucro líquido, e a associação entre mudanças anuais no valor da marca estimado e o retorno anual, incrementa o lucro líquido e mudanças no lucro líquido.

Dessa forma, os resultados evidenciaram que somente nos modelos alternativos há uma relação positiva entre o atual do valor de marca e o preço das ações das empresas pesquisadas, ou seja, há uma relação significativa entre o *brand equity* e a performance das empresas, donas das marcas, no mercado de ações. Resultados diferentes do trabalho de *Barth et al. (1998)* foram obtidos, entretanto, quando comparados o modelo de retorno e o modelo de preço. Enquanto o valor de marca teve impacto significativo no modelo de valor de mercado, ele não teve impacto sobre o modelo de retorno das ações.

De forma similar, Yeung e Ramasamy (2008) encontraram um resultado parecido. Para os autores, como o modelo de retorno capta mais a perspectiva futura, isso sugere que o valor da marca ou as perspectivas de *brand equity* podem ser de pouco valor para previsão de dimensões de performance da empresa pelos investidores. Em contraste, o valor de mercado é uma medida mais complexa onde os fatores históricos têm mais relevância.

A contribuição deste trabalho se concentra no fato de que no Brasil pesquisas sobre ativos intangíveis, especificamente sobre o ativo marca ainda são escassas devido à indisponibilidade de dados e ao fato da não obrigatoriedade de reconhecimento desses ativos nas demonstrações financeiras até a orientação do CPC no. 6⁴. Apesar do desafio de relacionar as métricas da marca com as métricas financeiras, nos últimos anos, pesquisas têm indicado o interesse das empresas na publicação do valor de marca em seus balanços. Há um interesse dos profissionais do setor para que o marketing se torne mais apto a contabilizar o impacto financeiro de seus investimentos. Pesquisas sugerem que uma combinação de econometria e modelagem financeira é frequentemente necessária para estimar o impacto das marcas e atividades de marketing sobre a performance financeira. Esse estudo buscou contribuir para essa temática.

Como limitação, é importante frisar que o presente estudo testou apenas o *ranking* de marcas da *Brand Finance*, de muitos existentes. Como sugestão de pesquisas futuras, outros *rankings* de consultorias independentes que incluem marcas brasileiras poderiam ser estudados, como *Interbrand*, *Young & Rubincan* e *Milward Brown*. Apesar dessas consultorias avaliarem as marcas brasileiras num mesmo *ranking* mundial, poderia haver uma tentativa de comparar esses modelos

⁴ Este CPC trata do tema Operações de arrendamento mercantil.

de avaliação. Outras tentativas de pesquisa poderiam ser feitas utilizando a avaliação da *BF* no sentido de estudar o impacto do valor de marca para as dimensões de *brand equity* das empresas presentes no *ranking* que aceitassem disponibilizar os dados para a pesquisa, ou fazer a mesma através do método de estudo de caso.

De forma crítica, pode-se comentar que através do referencial teórico consultado, percebe-se a dificuldade de entender os diversos métodos de avaliação de marcas. As consultorias independentes, por uma questão mercadológica, não revelam seus algoritmos de estimação. O método *BF* discutido neste trabalho, é considerado o mais “aberto”, mas mesmo assim, não revela a mecânica exata do seu cálculo. Essa dificuldade dá margem a confundir os métodos de avaliação de marcas com os métodos de *valuation*, onde também se utiliza as variáveis financeiras para mensuração como VPL, DFC e WACC. Se isso for assumido, pode-se esperar que na hora da avaliação, haja uma relação positiva da marca não por que as variáveis são relevantes, mas pela própria forma de cálculo da marca ser muito parecida com a de *valuation*. Como não é claro até que ponto a *BF* ou outras empresas que avaliam marcas conseguem separar o valor da marca do *valuation*, reconhece-se que não foi possível trazer a tona essa discussão de forma aprofundada neste trabalho, sendo esta uma limitação.

Apesar das consultorias não revelarem seus modelos completamente, Martins *et al.* (2010) defendem em sua pesquisa que o método *BF*, apesar de apresentar “zonas cinzentas” em comparação com a estimação das consultorias Milward Brown e Interbrand, é o que mais apresenta evidências do seu passo a passo. Para os autores, a composição de taxa de desconto da *BF* para se chegar ao valor da marca, é a mais detalhada.

Como no trabalho de Barth *et al.* (1998), houve uma tentativa nesta pesquisa de validar o *ranking* utilizado, considerando que se há uma restrição contábil para o reconhecimento de intangíveis, esta é uma forma de testar se o *ranking* de marcas (no caso aqui a BF), traz um vetor de outras informações que seja relevante para o mercado. Esta relação entre contabilidade e marketing não é fácil de ser demonstrada e no caso desta tentativa, se há uma restrição para se reconhecer os intangíveis internamente, os modelos utilizados tentaram relacionar então a marca com as variáveis de mercado tentando a significância dos dados.

É preciso dizer que em relação aos resultados, a interpretação dos mesmos precisa ser realizada levando-se em consideração as limitações do trabalho, como a amostra reduzida e sua variação. Talvez outras análises possam ser realizadas futuramente verificando dentro do período da amostra (2005 a 2010) se houve alguma alteração em relação a mudança do modelo contábil no Brasil. A relação de variáveis contábeis e variáveis de mercado mudou, do modelo nacional para o modelo internacional. Sabe-se que em 2009 e 2010 houve um modelo híbrido onde as empresas abertas fizeram suas demonstrações com o modelo nacional e o modelo internacional. Um estudo inferindo sobre essa questão pode ser realizado.

Capítulo 6

REFERÊNCIAS

AAKER, David A; **Managing brand equity**. New York: Free Press, 1991.

_____. Measuring brand equity across products and markets. **A California Management Review**; n. 38, p. 3, 1996.

BARTH, Mary. et al. Brand Values and Capital Market Valuation. **Review of Accounting Studies**, n. 3, p. 41–68, 1998.

BAHADIR, S. Cem; et.al. Financial value of brands in mergers and acquisitions: is value in the eye of the beholder? **Journal of Marketing**, v. 72, n. 6, p. 49-64, nov. 2008.

BARWISE et al. Advertising for Long-Term Shareholder Value, **Admap** (journal), v. 34 ed. 9, p. 40-42, 1999.

BRAND FINANCE. Recuperado texto "**Gazeta Mercantil. Especial Grandes marcas**. Quarta-feira, 15 de março de 2006. A-9. São Paulo.", arquivo: BRAZIL MV BRAND 06 - <Brand Finance.pdf de www.brandfinance.com>. Acesso em: 12 de abril de 2011.

BRAND FINANCE. Understanding the financial value of brands. **European Association of Advertising Agencies 1999**. Disponível em: <http://brandfinance.dda.co.uk/Uploads/pdfs/EAAA_Underst_FinValueofBrands.pdf> Acesso em: 03 de maio de 2011.

CAPUTO, Erica S. et al. Avaliação de marcas: uma aplicação ao caso Bombril. **Revista RAE eletrônica**, v. 7, n. 2, art. 21, jul/dez. 2008.

CHU, Singfat; KEH, HeanTat. Brand value creation: analysis of the Interbrand-Business week brand value rankings. National University o Singapore, China; **Market Lett**, v. 17, ed. 4, p. 323-331, dez. 2006.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS: Pronunciamento técnico CPC no. 04: Ativo Intangível. Disponível em <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_04n.pdf> Acesso em: 11 de março de 2011.

CRAVENS, Karen S.; GUILDING, Chris. Brand value accounting: an international comparison of perceived managerial implications. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**. v. 10, n. 2, p. 197-221, 2001.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: método qualitativo, quantitativo e misto**. Porto Alegre: Artmed, 2007.

CHRISTIE, Andrew A. On cross-sectional analysis in accounting research. **Journal of accounting and economics**. n.9, p. 231-258, 1987.

EASTON, P. D.; HARRIS, T. S. Earnings as an explanatory variable for returns. **Journal of accounting research**, v. 29, n. 1, p. 19-36, 1991.

FELDWICK, P. Do we really need brand equity? **The Journal of brand management**. v. 4, n.1, p. 9-28, ago.1996.

FERNANDEZ, P. Valuation of brands and intellectual capital. **Research Paper**. n. 456, jan. 2002.

GARDNER, B., LEVY, S. The product and the brand. **Harvard business Review**, p. 33-9, Mar/Apr. 1955).

GARCIA-AYUSO, Manuel. Factors explaining the inefficient valuation of intangibles. **Accounting, Auditing & Accountability**, no. 1, p. 55-69, jan. 2003.

GONEDES, N. J.; DOPUCH, N. Capital market equilibrium, information production, and selecting accounting techniques: Theoretical framework and review of empirical work. **Supplement to Journal of Accounting Research**, n. 12, p. 48-130, 1974.

GUILDING, Chris; PIKE, Richard. Brand Valuation: A Model and empirical study of organizational implications. **Accounting and Business Research**, v. 24, n. 95, p. 241-253, 1991.

GUJARATI, Damodar. **Econometria básica**. Tradução 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

HAIGH, D. Brand valuation: measuring and leveraging your brand. Disponível em: <http://www.markenlexikon.com/texte/brandfinance_brand_valuation_leverage_may_2000.pdf> acesso em 23 de agosto de 2012.

KALLAPUR, Sanjay; KWAN, Sabrina Y. S. The Value Relevance and Reliability of Brand Assets Recognized by U.K. Firms. **The Accounting Review**. v. 79, n. 1, p. 151-172, 2004.

KELLER, K. L. Conceptualizing, measuring and managing customer: based brand equity. **Journal of Marketing**. v. 57, n. 1, p. 1-22, 1993.

LANDSMAN, W.R.; MAGLIOLO, J. Cross-sectional capital market research and model specification. **The accounting review**, v. I, XIII, n. 4, p. 586-604, Out. 1988.

LEV, B.; OHLSON, J. Market based empirical research in accounting: a review, interpretations, and extensions. **Supplement to Journal of Accounting Research**, n. 20, p. 249-322, 1982.

LOURO, M. J. S. Modelos de avaliação de marcas. **RAE-revista de Administração de Empresas**, v. 20, n. 2, p. 26-37, 2000.

MACEDO et. al. (2011). Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value-relevance. **Revista de contabilidade e finanças da USP**, São Paulo, v. 22, n. 57, p. 299-318, set/out/nov/dez. 2011.

MARTINS, E.; et al. Avaliação de Marcas: Uma Análise Crítica. **R. Cont. Ufba**, Salvador-BA, v. 4, n. 2, p. 4-20, maio-agosto 2010.

MARTINS, G. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3 ed. Sao Paulo: Atlas, 2002.

MIZIK, N; JACOBSON, R. The Financial Value Impact of Perceptual Brand Attributes. **Journal of Marketing Research**: v. 45, n. 1, pp. 15-32, 2008.

NUNES, G.; HAIGH, D. **Marca: valor do intangível** – Medindo e gerenciando seu valor econômico. São Paulo: Atlas, 2003.

NUNES, G. As marcas mais valiosas do Brasil em 2008. Revista eletrônica. **The Brander**, p. 17-25, 2008. Disponível em:<www.superbrands.com.br/pdf/ranking_das_marcas.pdf> Acesso em 17 de outubro de 2012.

OHLSON, J.; Earnings, book values and dividends in security valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, no. 2, p. 661–687, 1995.

OTA, Koji. The impact of valuation models on value relevance studies in accounting: a review of theory and evidence. **The Australian National University**, Australia, 2001.

UZÓRIO, L. M. **Avaliação de marcas**. Rio de Janeiro, RJ: UFRJ, 2003. Originalmente apresentado como dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2003.

YEUNG, M; RAMASAMY, B. Brand value and firm performance nexus: Further empirical evidence. **Brand management**: v. 15, no. 5, p. 322–335, maio 2008.

QUEIROZ, M. J. **Métricas de desempenho de marketing em empresas brasileiras**. , São Paulo, SP: 2008. Originalmente apresentado como tese de doutorado em Administração, Universidade de São Paulo - USP, 2008.

RAO, Ramesh K.S; BHARADWAJ, Neeraj. Marketing initiatives, expected cash flows, and shareholders'wealth. **Journal of marketing**. v. 72, p. 16–26, 2008.

ROVEDDER, M. O.; CAMPOS, R. E.; SCHOSSLER, D. P.; LUCE, F.B.; Comparação de risco e retorno de empresas brasileiras: um estudo do valor da marca na perspectiva do consumidor. **XXXIV Encontro da ANPAD**; Rio de Janeiro, 25 a 29 de setembro de 2010.

SALINAS, Gabriela; AMBLER, Tim. A taxonomic of brand valuation practice: methodologies and purposes. **Journal of brand management**. v. 17, no. 1, p. 39-61, 2009.

SAIAO, Erica C.; et al.; Avaliação de marcas: uma aplicação ao caso Bombril. **RAE Eletrônica**. v. 7, no. 2, art. 21, jul/dez 2008.

SHAMKI, D.; RAHMAN, A. Abdul. Value relevance of earnings and book value: evidence from Jordan. **International Journal of Business and Management**. Malaysia, Vol. 7, no. 3; Fev.2012.

SHOCKER, A. D.; SRIVASTAVA, R. K.; RUEKERT, R. W. Challenges and opportunities facing brand management: an introduction to the special issue. **Journal of Marketing Research**, Chicago, v. 31, n. 2, p. 149-158, May 1994.

SIMON, Carol J.; SULLIVAN, Mary W. "The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach," **Marketing Science**, v. 12, n. 1, p. 28–52. 1993.

SHILLER, R. J. **Market volatility**. MIT Press, Cambridge, MA, 1989.

SUN, Bongran J. Brand equity, perceived value and revisit intention in the US mid-priced hotel segment. **Dissertação de mestrado apresentada a Oklahoma State University**, dez. 2004.

SUPERBRANDS. Metodologia: O que é uma marca Superbrands. Disponível em: <<http://www.superbrands.com.br/metodologia.html>>. Acesso em 17 de outubro de 2012.

SUPERBRANDS. Um painel das marcas mais importantes marcas do país. Disponível em: <http://www.superbrands.com.br/pdf/superbrands_2007.pdf>. Acesso em 17 outubro de 2012.

TALHA, Mohammad. Valuation of intangibles e assets in accounting. **Construction Accounting & Taxation**; v. 14, no. 1, jan/fev 2004.

TROIANO, J. Além da retórica: medindo a força da marca. **Revista da ESPM**. v. 10, n. 2, p.6-18, 2003.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 8ª. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ANEXO A:

Exemplo ilustrativo do Método *Royalty Relief* da *Brand Finance*

Método do *Royalty Relief* : Exemplo Simplificado

	Atual Ano 0	Projetado				
		Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
Vendas Líquidas	500	520	550	580	620	650
Taxa de Royalty	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Lucro do Royalty	50	52	55	58	62	65
Taxa de Impostos	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Imposto Pagos	16,5	17,16	18,15	19,14	20,46	21,45
Royalty Líquido	33,5	34,84	36,85	38,86	41,54	43,55
Taxa de Desconto	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Fator de Desconto	1	1,15	1,32	1,52	1,75	2,01
Fluxo de Caixa Descontado	—	30,3	27,9	25,6	23,7	21,7
Valor até o ano cinco	129,2					
Perpetuidade	144,3					
Taxa de Crescimento Vendas após o ano cinco	0%					
Valor da Marca	273,5					

Exemplo ilustrativo da metodologia de avaliação de marcas *Brand Finance*
 Fonte: Haigh (2008 p. 23)