

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

ROVENA STORCH DAMASCENO

**VALOR DE EMPRESA: a influência da propaganda nos períodos de
recessão**

**VITÓRIA
2015**

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

ROVENA STORCH DAMASCENO

**VALOR DE EMPRESA: a influência da propaganda nos períodos de
recessão**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas, na área de concentração Finanças e Avaliação de Empresas.

Orientadora: **Graziela Xavier Fortunato.**

**VITÓRIA
2015**

ROVENA STORCH DAMASCENO

VALOR DE EMPRESA: a influência da propaganda nos períodos de recessão

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas na área de concentração Finanças e Avaliação de Empresas.

Aprovada em 28 de setembro de 2015.

COMISSÃO EXAMINADORA

**Profª Dra.: GRAZIELA XAVIER FORTUNATO
(FUCAPE)**

**Profº Dr.: DANILO SOARES MONTE-MOR
(FUCAPE)**

**Profº Dr.: BRUNO FUNCHAL
(FUCAPE)**

À minha maravilhosa família, Evandro, Ruth, Felipe e Mays, que sempre me incentivou para a realização dos meus ideais e não mediu esforços pra que este sonho se realizasse. Com muito carinho, dedico aos meus entes queridos e amigos, pela compreensão aos momentos ausentes, pelo apoio e por suas contribuições em minha formação acadêmica, mesmo que indiretamente.

AGRADECIMENTO

Aos meus pais, Ruth e Evandro, que sempre me incentivaram em todas as decisões tomadas em minha vida. Vocês me apoiaram a cada passo, me impulsionando para vencer cada obstáculo. Vocês são meus exemplos de vida e força e devo a vocês tudo que conquistei e sou hoje.

Ao meu irmão, Felipe, por me incentivar e me ajudar em cada passo dessa vitória. Obrigada por estar sempre ao meu lado e me fazer acreditar em minha própria capacidade, sendo meu verdadeiro amigo e confidente.

À minha cunhada, Mays, que se tornou parte fundamental da minha vida e um exemplo de determinação e dedicação a ser seguido todos os dias, me ajudando, aconselhando e acalmando quando tudo parecia impossível.

À minha orientadora, Graziela Fortunato, que se dedicou a me ajudar a cumprir mais essa etapa da minha vida acadêmica com muita paciência e carinho. Por suas críticas e amparos, serei eternamente grata.

Ao professor Danilo Monte-mor que, com muita paciência, ofereceu seus conhecimentos para me ajudar a vencer essa última etapa.

Aos amigos e familiares, que ouviram os meus desabafos, respeitaram a minha ausência e que me deram forças com suas companhias, seus sorrisos e suas palavras.

A todos, o meu mais profundo e sincero obrigada.

"Anunciar é fundamentalmente persuasão, e persuasão não é
uma ciência, mas uma arte".
(William Bernbach)

RESUMO

Esta dissertação objetiva verificar a contribuição dos investimentos em propaganda no valor da empresa em períodos de recessão econômica. Em períodos de crise financeira, as empresas tendem a reduzir os dispêndios na área. Empresas com comportamento mais agressivo, considerado proativo, podem superar a concorrência. Quando marcas estão sob pressão para alcançar mais eficácia, muitas vezes as empresas precisam rever suas estratégias de comunicação para, então, alcançar mais o cliente. Assim, esses gastos gerados pela comunicação tem potencial para aumentar as vendas e, conseqüentemente, os lucros futuros da empresa. Dados de empresas norte-americanas da indústria consumo discricionário, de 1998 a 2014, foram usados para testar empiricamente o modelo proposto por meio de regressão múltipla, em dados de painel. Os resultados encontrados mostram evidências favoráveis à confirmação de uma associação positiva entre propaganda e valor de empresa em períodos de recessão.

Palavras-chave: Propaganda; Recessão; Valor de Empresa; Consumo discricionário.

ABSTRACT

This dissertation aims to verify the contribution of advertising investments in the company's value in periods of economic recession. In times of financial crisis, companies tend to reduce expenditures in the area. Companies with more aggressive behavior, considered proactive, can outperform the competition. When brands are under pressure to reach more effectiveness, they often need to review their communication strategies to reach more customers. Thus, these expenses generated by communication have the potential to increase sales and hence future profits. US consumer discretionary industry data from 1998 to 2014 were used to empirically test the model proposed by multiple regression on panel data. The results show favorable evidence to the confirmation of a positive association between advertising and company value in times of recession.

Keywords: Advertising. Recession. Company value. Consumer Discretionary.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	09
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
2.1 PROPAGANDA E VALOR DA EMPRESA.....	13
2.2 PROPAGANDA E RECESSÃO.....	15
3 METODOLOGIA	20
3.1 O MODELO.....	21
3.2 TRATAMENTO DOS DADOS	24
4 ANÁLISE DOS DADOS	26
4.1 ANÁLISE DOS EFEITOS DAS VARIÁVEIS.....	27
4.2 ANÁLISE DAS INTERAÇÕES	29
5 CONCLUSÃO	34
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	36

1 INTRODUÇÃO

Períodos de dificuldades são comuns nas economias globais. Conforme apontado por Srinivasan, Rangaswamy e Lilien (2005), recessões podem afetar severamente o desempenho de empresas e até mesmo sua possibilidade de sobrevivência ao período. Apenas nos Estados Unidos acontece uma recessão a cada seis anos, em média. Dados do *National Bureau of Economic Research* (NBER) mostram que nos últimos 85 anos, 14 recessões aconteceram no país.

Uma crise econômica é um choque para os consumidores, pois pode levar à queda na renda e até mesmo ao desemprego. A incerteza de quanto tempo esse período de recessão durará influencia no consumo. Em resposta ao período de dificuldade econômica, consumidores mudam suas perspectivas sobre o que realmente tem valor e, conseqüentemente, seus comportamentos de compras. Assim, essas turbulências econômicas geralmente significam uma diminuição da demanda de bens e serviços, nas vendas, dos fluxos de caixa e dos lucros das empresas (KOTLER e CASLIONE, 2009; SRINIVASAN, LILIEN e SRIDHAR, 2011; KAYTZ e GUL, 2014).

De acordo com Kotler e Caslione (2009), um comportamento esperado de clientes durante as recessões é a redução ou adiamento de compras discricionárias, como automóveis, móveis, aparelhos e férias caras. Por causa disso, empresas que fabricam ou vendem produtos e serviços discricionários são forçadas a diminuir seus orçamentos, reduzir o estoque e, possivelmente, demitir trabalhadores.

Por causa das recessões, empresas costumam fazer alterações em suas atividades de marketing, como diminuir o orçamento destinado à propaganda e para

pesquisa e desenvolvimento de novos produtos (ROLLINS, NICKELL e ENNIS, 2014; SRINIVASAN, LILIEN e SRIDHAR, 2011).

Dentro do marketing, as ações de propaganda estão fortemente relacionadas aos ciclos econômicos. A estratégia adotada para esse tipo de gasto durante a recessão tem efeitos que persistem por vários anos após o período de turbulência. Evidências mostram que reduzir esses investimentos durante uma crise econômica pode prejudicar as vendas durante e após a recessão, sem gerar qualquer aumento substancial nos lucros, e que empresas que investiram em propaganda durante a recessão têm aumentos em suas vendas após o período de dificuldade econômica, enquanto as que não investem não apresentam o crescimento (KAMBER, 2002; TELLIS e TELLIS, 2009).

Assim, recessões proporcionam um panorama singular para examinar a relação entre mudanças de gastos em propaganda e da criação de valor econômico, com características quase experimentais, já que as mudanças nos orçamentos de propaganda são observáveis à medida que são feitas quase que simultaneamente por uma grande quantidade de empresas em resposta ao período de dificuldade (GRAHAM e FRANKENBERGER, 2011).

Desta forma, a pergunta desta pesquisa é como os gastos em propaganda de empresas de consumo discricionário (hotelaria, restaurantes, espaços de lazer, educação, entre outros) se comportam durante períodos de recessão? Quais os efeitos das atividades de marketing, em específico de propaganda, no valor da empresa nesses períodos?

O objetivo desse trabalho é verificar a relação entre os dispêndios de propaganda e o valor de empresas norte-americanas durante períodos de recessão. Apenas em 2014, a indústria da propaganda dos Estados Unidos cresceu 2,7%,

alcançando um valor de US \$ 40.152,8 milhões, de acordo com relatório da empresa MarketLine (<http://store.marketline.com/>). Nesse montante, o setor de consumo discricionário apresenta maior volume dos dispêndios em propaganda em relação aos outros, o que faz com que a sua análise seja mais expressiva (CHAUVIN e HIRSCHEY, 1993).

Gestores de marketing e investidores reconhecem cada vez mais a necessidade de avaliar o impacto e a relação das despesas com propaganda no retorno para os acionistas. Testar o valor e o retorno dos gastos com propaganda é considerado, hoje, uma das prioridades de pesquisa acadêmica na área de Marketing (LUO e JONG, 2012).

A literatura sobre a causalidade entre propaganda, demanda e economia agregada é extensa e controversa (TELLIS e TELLIS, 2009; LUO e JONG, 2012; SRINIVASAN, RANGASWAMY e LILIEN, 2005; O'MALLEY, STORY e O'SULLIVAN, 2011). Para Wang, Zhang e Ouyang (2009), gestores da área de Marketing devem ter conhecimento de que a propaganda pode criar efeitos positivos no valor de marca das empresas, mas também pode ter efeitos negativos, indicando necessidade imediata de mudança estratégica.

Essas são indicações de que o debate está longe de ser esgotado e que a temática ligando as áreas de Marketing e Finanças ainda se estenderá, demandando melhorias e mais sofisticação em modelos. Muitas teorias dão destaque ao processo e à criação de valor pelo cliente, pelo produto e pela marca, mas ainda existe uma lacuna na análise de evidências empíricas estabelecendo essa relação também com o valor da empresa.

Entretanto, pouco se sabe sobre o que seria a resposta apropriada do marketing durante recessões (SRINIVASAN, RANGASWAMY e LILIEN, 2005).

Rollins, Nickell e Ennis (2014) também apontam que existe pouca orientação na literatura acadêmica sobre qual deveria ser a estratégia de marketing em períodos de turbulência econômica.

Assim, essa pesquisa contribui para que gestores de Marketing possam (1) avaliar a suas estratégias e a eficácia das despesas com propaganda e (2) orientar a alocação de seus recursos, influenciando as decisões e a política de cortes da empresa, principalmente em períodos de recessão econômica.

Para alcançar o objetivo proposto nesse trabalho, a pesquisa está dividida da seguinte forma: primeiramente começa com uma discussão teórica sobre recessão, propaganda e valor da empresa, seguida da explicação sobre a metodologia de pesquisa. Após essa etapa, são feitos o detalhamento e a análise dos dados obtidos. Por fim, o artigo se encerra com o resumo das principais questões e das conclusões importantes que podem indicar a relação entre investimentos em propaganda e o valor da empresa e indicações para pesquisas futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

De acordo com o NBER (<http://www.nber.org/cycles/recessions.html>), período de recessão é caracterizado por um significativo declínio na atividade econômica disseminado em toda a economia, durando mais do que alguns meses. Geralmente essa turbulência pode ser percebida no Produto Interno Bruto (PIB) real, no rendimento real, no emprego, na produção industrial e nas vendas no atacado e varejo.

Nesses momentos de turbulência, as empresas enfrentam queda nas receitas e escassez de dinheiro. Assim, a tendência natural é cortar gastos discricionários, como Pesquisa & Desenvolvimento (P&D) e Propaganda. Entretanto, alguns pesquisadores sugerem que empresas que investem em atividades de Marketing, como propaganda, durante a recessão saem desse período mais fortalecidas, enquanto outros dizem que os cortes em propaganda e P&D não afetam os lucros da empresa (TELLIS e TELLIS, 2009; SRINIVASAN, LILIEN e SRIDHAR, 2011; ROLLINS, NICKELL e ENNIS, 2014).

O'Malley, Story e O'Sullivan (2011) ressaltam, ainda, que as pesquisas na área acadêmica e os comentários do setor empresarial indicam que a redução das atividades de marketing amplia o efeito negativo de uma recessão não só sobre a própria empresa, mas também para a economia como um todo.

2.1 PROPAGANDA E VALOR DE EMPRESA

Uma grande parte do valor da empresa pode ser reflexo dos seus ativos intangíveis, como valor de marca. Pesquisas sugerem que os indicadores não financeiros de investimentos em ativos intangíveis podem ser melhores preditores do

futuro desempenho financeiro do que as medidas contábeis históricas e que eles devem ser complementados aos sistemas contábeis (JOSHI e HANSSENS, 2010).

Estudos relacionando as disciplinas de Marketing, Contabilidade e Finanças têm sugerido que despesas com propaganda podem afetar as vendas e o valor financeiro. A propaganda pode gerar respostas favoráveis, como melhor imagem para a marca, maior reconhecimento no mercado, mais competitividade e a preferência do cliente. Quando marcas estão sob pressão para alcançar melhor performance, muitas vezes as empresas precisam aumentar a criatividade de suas propagandas para, então, obter mais valor para o cliente e para a marca. Assim, esses benefícios gerados pela propaganda aumentam as vendas e, conseqüentemente, os lucros futuros da empresa (LUO e JONG, 2012). Os mesmos autores ressaltam, ainda, que gestores devem sempre considerar o impacto que os investimentos em propaganda têm sobre o objetivo final das empresas, que é o de maximizar a riqueza do acionista, ao avaliar esses gastos.

Em sua pesquisa, Joshi e Hanssens (2010) encontraram evidências de que o impacto da propaganda sobre o valor da empresa vai além do seu efeito sobre as vendas. Os autores constataram que muitas vezes a propaganda aumenta o valor da empresa no longo prazo, indo muito além do impacto esperado sobre as receitas e lucros.

Resultados obtidos no estudo de Wang, Zhang e Ouyang (2009) mostram que a persistência dos efeitos de propaganda para o valor da empresa precisa ser reconhecida. Além disso, a ampliação dos gastos de propaganda está relacionada a maiores retornos no valor das ações, pois os investidores entendem esse aumento como um sinal de maior rentabilidade futura (KURT e HULLAND, 2013).

Seguindo a mesma linha, a pesquisa de Kamber (2002) mostrou uma correlação positiva entre investimentos em propaganda e crescimento nas vendas durante e após o período de recessão e que esse efeito é sentido rapidamente já no ano em que as despesas são feitas e mais fracamente nos anos seguintes. Assim, o estudo indica que, justamente quando as empresas se encontram em períodos de incerteza, os dispêndios com propaganda podem estar em seu momento de maior eficácia, deixando gestores de Marketing em um dilema.

2.2 PROPAGANDA E RECESSÃO

Considerando, de acordo com Fortunato et al. (2010), que o objetivo das atividades de marketing é aumentar a venda de produtos, elevando assim as receitas das empresas, cortes na área podem ser prejudiciais nesse período. As empresas que mantem ou aumentam a sua intensidade de propaganda apresentam um comportamento de marketing considerado proativo (SRINIVASAN, RANGASWAMY e LILIEN, 2005). Para Kashmiri e Mahajan (2014), empresas com comportamento mais agressivo podem superar a concorrência por duas principais razões. Primeiramente porque períodos de dificuldade econômica geram um ambiente de reduzida desordem na mídia, o que aumenta a eficácia da propaganda de qualquer empresa que anuncia de forma proativa. O aumento no investimento de propaganda durante as recessões tem um efeito positivo sobre a participação nos lucros e mercado maior do que o aumento de propaganda durante temporadas de expansões econômicas, de acordo com Tellis e Tellis (2009). Além disso, existem evidências de pesquisas anteriores que mostram que a propaganda aumenta a importância de uma empresa na mente dos investidores individuais e que os investidores geralmente preferem manter ações de empresas conhecidas. Assim,

empresas proativas em despesas com propaganda se destacam para os investidores e, conseqüentemente, melhoram o seu desempenho no mercado (KASHMIRI e MAHAJAN, 2014; TELLIS e TELLIS, 2009).

Em segundo lugar, ainda, de acordo com Kashmiri e Mahajan (2014), o valor da marca é um ativo com base no mercado relacional que ajuda a aumentar o valor do acionista de uma empresa, já que marcas mais fortes possuem maior receita em relação a produtos sem marca com características iguais. O valor de marca depende, em boa parte, em se manter, o que é consistente com altos níveis de propaganda durante longos períodos de tempo. Empresas que diminuem o seu investimento na manutenção desse ativo com base no mercado durante as recessões podem enfrentar uma diminuição no valor da marca.

Kamber (2002) ressaltou, ainda, que os gastos com propaganda durante a recessão também trazem benefícios pós crise financeira. Em seu estudo sobre efeito da propaganda nas vendas da empresa durante a recessão de 1991, o autor dividiu a amostra em dois grupos, sendo o primeiro formado por empresas que diminuíram seus dispêndios com propaganda durante a recessão e o segundo por aquelas que sustentaram ou aumentaram os investimentos na área. As evidências da pesquisa mostraram que tais dispêndios foram significativos para explicar o aumento das vendas. Comparando os dois grupos, percebeu-se que as empresas que elevaram os investimentos tiveram um crescimento anual de 7% nas vendas em 1991, enquanto as empresas que cortaram os dispêndios não tiveram nenhum crescimento em vendas.

Kamber (2002) observou, também, que a sabedoria popular insinua que as empresas maiores têm mais recursos para manter gasto com propaganda durante as recessões, enquanto seus concorrentes menores precisam fazer cortes. Essas

grandes empresas estariam mais dispostas a manter o crescimento das vendas após as recessões, já que a sua presença na mídia traria mais acesso aos mercados de crédito. Além disso, empresas podem se sentir obrigadas a investir mais em propaganda do que seus concorrentes durante um período de turbulência para manter a confiança dos investidores. Isso pode levá-las a atingir altas taxas de crescimento após a recessão, resultante de seu apoio nos mercados de ações. Graham e Frankenberger (2011) chegaram à conclusão similar, ressaltando que aumentos de comunicação durante períodos de recessão melhoram o desempenho da empresa.

Os resultados apontados nos estudos anteriores e gerados pela diminuição do investimento em propaganda durante recessões podem atrapalhar o desempenho das empresas e levar até à sua extinção do mercado (SRINIVASAN, RANGASWAMY e LILIEN, 2005). No final da década de 1920, Kellogg e Post dominavam o mercado de cereais embalados. No entanto, por causa dos efeitos da Grande Depressão, Post resolveu cortar seu orçamento de propaganda, enquanto que a Kellogg duplicou a sua verba. A segunda empresa passou a atuar de forma agressiva em comerciais de rádio e introduziu novas marcas no mercado. Em 1933, mesmo com a economia indo mal, os lucros da Kellogg subiram quase trinta por cento, colocando a empresa como dominante da indústria, a mesma posição que ocupa até hoje (VARADARAJAN, 2010). Assim como a Kellogg, a marca de cigarros Camel e a de automóveis Chevrolet investigaram agressivamente em campanhas de divulgação durante a Grande Depressão, na década de 1930, nos Estados Unidos. Com isso, ganharam posições de mercado em cima de seus competidores (SRINIVASAN, RANGASWAMY e LILIEN, 2005).

Conforme apontado por Kotler e Caslione (2009), uma das piores respostas que a empresa pode dar em períodos de recessão é instituir cortes indiscriminadamente, onde todos os setores devem, por exemplo, cortar 10% de seus orçamentos. Esse seria um momento em que a empresa precisaria de mais divulgação e propaganda, não menos.

A ligação dos cortes em propaganda com a economia é grande. Indicação disso é o uso do PIB como fator externo de influência nas vendas e nos investimentos em propaganda, que se mostrou relevante no estudo desenvolvido por DELEERSNYDER et al. (2009). Em suas pesquisas, os autores encontraram evidências de que existe um movimento na elasticidade média do PIB com os dispêndios de propaganda de 1,4. Ou seja, a cada alteração de 1% no PIB, os investimentos em propaganda mudam 1,4% na mesma direção.

De acordo com as evidências encontradas por Fortunato et al. (2010), se o PIB está crescendo, a própria economia gera um resultado melhor nos fluxos de caixa, parecendo não ser preciso haver gastos expressivos em propaganda. Mas, se o PIB está reduzindo, é preciso investir mais em propaganda para que a visibilidade da empresa se sustente. O resultado apresentado acima foi decorrente do processo de elaboração de um modelo para verificação da contribuição dos gastos em propaganda no valor da empresa, considerando a interação com os ciclos econômicos.

Para a elaboração do modelo, os autores fizeram duas mudanças em relação aos modelos existentes na literatura, sendo a primeira referente aos fluxos de caixa que possuem dois efeitos. Um é interno, já que são produtos dos investimentos em propaganda e tem o objetivo de alavancar as vendas. O outro efeito é externo e advém dos ciclos econômicos, que no modelo é representado pelo PIB, e que altera

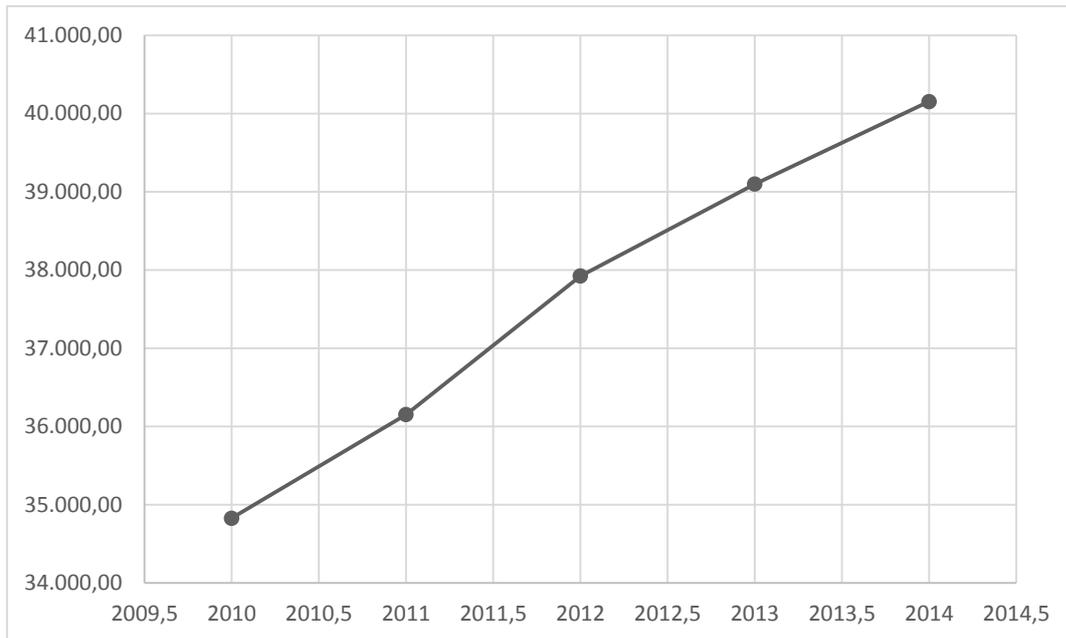
as vendas sem a influência da empresa. A segunda alteração no modelo presume a interação entre as despesas de propaganda e os ciclos econômicos, considerando a possibilidade de essa relação ser relevante para o valor da empresa. Os autores ressaltam que muitos pesquisadores acreditam haver uma relação presumidamente positiva entre publicidade, consumo e crescimento da economia. Entretanto, quando se trata do valor da empresa, essa correlação pode não ocorrer.

Entretanto, apesar de estudos anteriores apontarem a associação entre gastos em propaganda e valor da empresa, não investigaram essa relação em períodos de adversidades na economia. Além disso, foram conduzidos em outros setores, como o de tecnologia ou de comércio *business to business* (B2B), ou tendo como base toda a indústria americana, sem considerar as características de cada setor.

3 METODOLOGIA

Trata-se de uma pesquisa longitudinal, com dados secundários e amostra não probabilística, definida pelo critério de acessibilidade. A pesquisa é composta por 68 empresas norte-americanas, do setor de consumo discricionário, que possuíam dados contábeis e de dispêndios de propaganda completos no período estudado, de 1998 a 2014, o que resulta em 1156 observações. A base desta pesquisa é anual, seguindo a linha estabelecida por Graham e Frankenberger (2011), que consideraram que é a mais adequada. Isso porque as empresas normalmente tratam as suas demonstrações financeiras em bases anuais e essa seria a melhor representação das suas situações financeiras.

A base de dados foi obtida no *Capital IQ* (divisão da *Standard&Poor's*). Os Estados Unidos foram escolhidos por dois motivos principais: pela disponibilidade de dados por parte das empresas e por ser um importante mercado de propaganda. De acordo com relatório de 2015 da *MarketLine*, o país responde por 39,4% do valor global do setor de propaganda. Só em 2014, foram gastos U\$ 40.152,8 milhões em propaganda no Estados Unidos, em um crescimento de 2,7% em relação a 2013. Esse crescimento pode ser conferido no Gráfico 1.

GRÁFICO 1 - VALORES DA INDÚSTRIA DE PROPAGANDA NO ESTADOS UNIDOS

Fonte: *MarketLine*

3.1 O MODELO

Para o desenvolvimento deste estudo, foi utilizado como base o modelo desenvolvido por Fortunato et al. (2010), que busca a otimização dos gastos em propaganda considerando a interação com ciclos econômicos como um processo estocástico. Esses ciclos são representados no modelo pelo *Gross Domestic Product* (*GDP*, o Produto Interno Bruto norte-americano), o que raramente é observado em outros modelos. Trata-se, assim, de um fator externo, que pode movimentar as vendas sem que a empresa tenha controle sobre ele: se a economia cresce as vendas tendem a aumentar e pode não existir a necessidade de manter ou aumentar os níveis dos investimentos em propaganda. Entretanto, em momentos de crise econômica, pode ser necessário acrescer esses dispêndios para não haver diminuição das vendas, o que prejudicaria os resultados da empresa (CHANG e OLMSTED, 2005).

O modelo original utilizava, ainda, como representação do valor da empresa o fluxo de caixa. Os gastos com propaganda representavam os efeitos do esforço interno na geração de caixa pelo volume de vendas causado pelos esforços da empresa. Já o *GDP*, os efeitos externos na geração de caixa pelo crescimento ou diminuição do volume de vendas causado pelos ciclos econômicos.

Ao modelo original foram acrescentadas as variáveis de controle Ebitda/despesas financeiras, alavancagem, ROA e as taxas de *treasury bond* dos Estados Unidos. As variáveis foram escolhidas por estarem associadas às mudanças no caixa que podem afetar o valor da empresa (FAULKENDER e WANG, 2006; CIFTCI, LEV e RADHAKRISHNAN, 2011; BARRON, BYARD e YU, 2008; LUO e JONG, 2012). Além disso, ao invés de utilizar a variável de geração de caixa para estabelecer o valor da empresa, foi feito o cálculo do valor da empresa por meio da quantidade de ações disponíveis para cada empresa e o preço delas.

Assim, as variáveis utilizadas nesta pesquisa são (I) Valor da Empresa; (II) Despesas de Propaganda (*Adv*); (III) Ativos Totais, (IV) Alavancagem, (V) Ebitda / (VI) Despesas Financeiras, (VII) ROA, (VIII) *Treasury Bond*, (IX) o Produto Interno Bruto Norte-Americano (*GDP*) e (X) *Dummy* de recessão. As variáveis, com exceção das (VII), (VIII), (IX) e (X), são apresentadas em valores reais, mas ajustadas de acordo com o Índice de Preço ao Consumidor dos Estados Unidos (*Consumer Price Index*) com a data base em 2014.

Assim, a equação é apresentada da seguinte forma:

$$\begin{aligned} \pi_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Adv_{it} + \beta_2 GDP_{it} + \beta_3 Dummy + \beta_4 Adv.GDP + \beta_5 Adv.Dummy \\ & + \beta_6 ROA + \beta_7 \frac{Ebitda}{Despesas Financeiras} + \beta_8 Alavancagem \\ & + \beta_9 Treasury Bond + \varepsilon \end{aligned}$$

(1)

onde:

- π_{it} é o valor da empresa i no período t ;
- Adv_{it} são as despesas com propaganda da empresa i no período t ;
- GDP_t é o Produto Interno Bruto americano no período t ;
- Dummy é o termo onde 0 é não recessão e 1 são os anos com recessão;
- ROA é a relação entre ativo e o lucro líquido (ROA = Lucro Líquido / Ativo Total Médio);
- Ebitda / Despesas financeiras – é a relação do EBITDA e as despesas financeiras para mostrar a capacidade de pagamento dos juros das empresas;
- Alavancagem – representa os recursos financeiros não próprios para realizar operações com maior volume financeiro (Alavancagem = Dívida total / Patrimônio Líquido total);
- *Treasury bond* são títulos do tesouro americano, comercializáveis, que representam as taxas de juros.

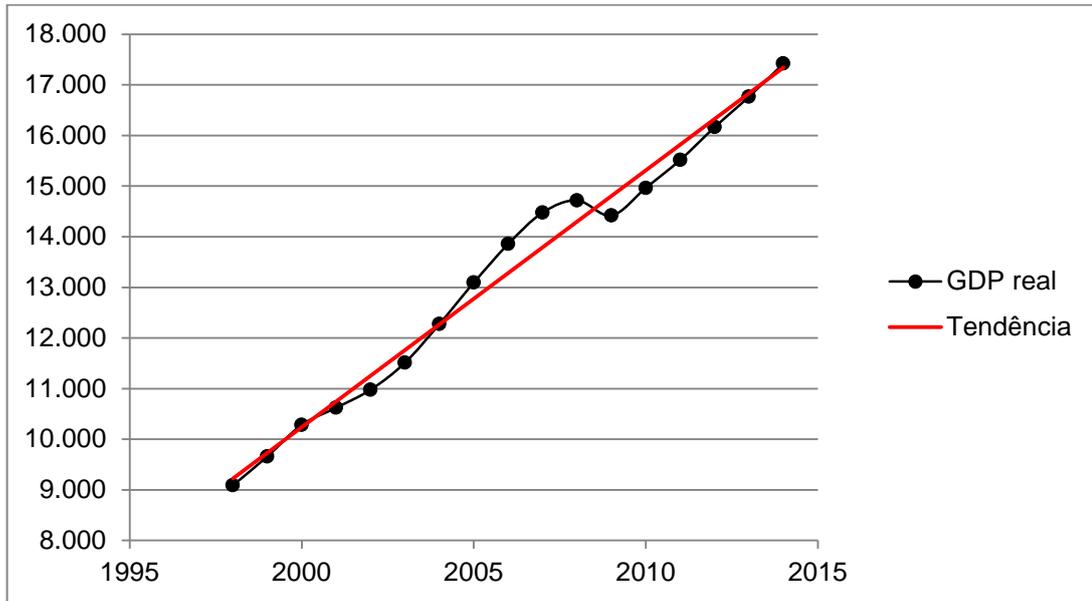
Conforme exposto por Molinari e Turino (2009), as ações de marketing realizadas pelas empresas possuem o objetivo de gerar demanda aos produtos da mesma, enquanto que a política de produção tem a finalidade de suprir essa demanda. Por isso, no modelo desenvolvido foi proposta uma alteração em relação a modelos publicados anteriormente (GRAHAM e FRANKENBERGER, 2011; NGUYEN, 1985; SRINIVASAN, LILIE e SRIDHAR, 2011): o valor da empresa estaria submetido a dois fatores, sendo eles o efeito dos investimentos em propaganda (Adv), tido como um fator interno vindo da empresa para movimentar as

vendas, e o segundo é resultante dos ciclos econômicos, representado pelo Produto Interno Bruto como fator externo (*GDP*), que influencia nas vendas sem que a empresa tenha controle.

O termo para verificar a interação entre os dispêndios em propaganda e os ciclos econômicos (*AdvGDP*) pode mostrar como o desempenho do *GDP* afeta o nível de despesas em propaganda. Também foi inserido na regressão o termo de interação entre despesas com propaganda e recessão (*AdvDummy*), para verificar seu comportamento em períodos de recessão econômica.

3.2 TRATAMENTO DOS DADOS

Para o estudo, o primeiro passo foi ajustar os dados coletados para valores reais, por meio dos dados de inflação. Para obter o componente cíclico do *Gross Product Domestic* (*GDP* ou Produto Interno Bruto americano), foi feita a tendência da série, que posteriormente foi subtraída do *GDP* real. Assim é possível observar desvios de caminho de crescimento da série, o que fornece o ciclo do *GDP* e, também, os anos de recessão (ciclos negativos), conforme apresentado no Gráfico 2. Com isso, foi estabelecida uma *Dummy*, em que 1 é ano de recessão e 0 para anos de crescimento econômico. Após esses ajustes foi calculada a relação das variáveis contábeis com o ativo para, assim, neutralizar o efeito do tamanho das empresas.

GRÁFICO 2 – GDP REAL X TENDÊNCIA

A análise dos dados recebeu um tratamento quantitativo com modelos de regressão múltipla com técnica de dados de painel. A técnica permite considerar o comportamento das variáveis tanto na dimensão espacial quanto temporal e, também, trabalhar uma maior quantidade e variabilidade de dados, o que aumenta a eficiência da estimação (WOOLDRIGDE, 2006).

Por fim, foram feitos os testes de Jarque-Bera, para verificar a normalidade; Durbin-Watson, para testar a autocorrelação dos resíduos; e de White, para verificar a homocedasticidade dos resíduos, conforme orientações de Wooldridge (2006).

4 ANÁLISE DOS DADOS

A comprovação empírica do modelo proposto consiste na sua aplicação com os dados das empresas da indústria de consumo discricionário norte-americana, conforme exposto anteriormente. A verificação se deu em duas etapas, sendo a primeira a análise dos efeitos individuais das variáveis. Já a segunda foi a análise da interação entre os gastos com propaganda e os períodos de recessão e desses dispêndios com os ciclos econômicos na geração de valor de empresa. Todas as duas etapas foram realizadas por meio de um modelo de regressão múltipla em dados de painel e visam atingir o objetivo desta pesquisa. A primeira serviu para comprovar a associação positiva entre gastos com propaganda e valor da empresa. Já a segunda, objetivou estabelecer essa mesma relação em períodos de recessão, quando as empresas tendem a cortar seu dispêndio em propaganda por o considerarem dispensável.

Para a verificação, foram obtidos 17 anos (1998-2014) de dados anuais de Valor da Empresa, Despesas de Propaganda, Alavancagem, Ebitda / Despesas Financeiras, ROA, *Treasury Bond* e *GDP*. As estatísticas descritivas mostraram que a média dos dispêndios com propaganda das empresas, aos longos dos anos, foi de U\$ 304,626 milhões, enquanto que o máximo foi U\$ 5.400 milhões e o mínimo investido foi de U\$ 0,007 milhões. As estatísticas descritivas estão apresentadas na Tabela 1.

TABELA 1 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS

Variáveis	Média	Mediana	Máxima	Mínima	Desvio padrão
Valor da Empresa	13.052,102	3.277,542	307.884,281	0,93	32.277,819

(\$USmm)					
Despesas de Propaganda (\$USmm)	304,626	92,5	5.400	0,007	588,462
<i>GDP</i>	-3,969	-69,805	686,710	-387,311	312,364
Ebitda (\$USmm)	1.715,224	515,95	36.320	-346,2	4.017,901
Despesas Financeiras (\$USmm)	-160,789	-60,55	-0,19	-2.461	309,441
Alavancagem (\$USmm)	27,087	4,462	7.242,857	-11,625	236,007
ROA (%)	6,460	6,31	24,8	-24	4,634
<i>Treasury Bond</i> (%)	6,001	5,57	20,1	-11,12	9,130

4.1 ANÁLISE DOS EFEITOS DAS VARIÁVEIS

Para a primeira etapa das verificações, foi feita a análise das variáveis independentes individualmente. Nessa fase, as variáveis referentes a gastos com propaganda ($+7.076271Adv_t$, $p\ value = 0.0000$), *GDP* ($+0.000828GDP$, $p\ value = 0.0004$) e recessão ($p\ value = 0.0057$) mostraram-se significativas, estabelecendo relação com o valor da empresa, como era esperado. Já entre as variáveis de controle, apenas o termo da ROA ($p\ value = 0.0001$) apresentou evidência relevante na regressão. Todos os resultados podem ser verificados na Tabela 2.

TABELA 2 – RESULTADO DA REGRESSÃO

Variável	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
<i>Adv</i> *	7.076271	1.684840	4.199965	0.0000
<i>GDP</i> *	0.000828	0.000233	3.558674	0.0004

<i>Dummy*</i>	0.574173	0.183969	3.121036	0.0018
<i>AdvDummy*</i>	-5.834500	2.701652	-2.159605	0.0310
<i>AdvGDP*</i>	-0.010600	0.003245	-3.266916	0.0011
Ebitda / Despesa Financeira	-0.000403	0.000394	-1.023345	0.3064
Alavancagem	0.001244	0.002502	0.497269	0.6191
ROA	0.096470	0.025194	3.829044	0.0001
<i>Treasury bond</i>	-0.000326	0.006565	-0.049595	0.9605

$R^2 = 0.105$ Durbin-Watson = 0.410
 R^2 ajustado = 0.098
* $p < 0,05$

A evidência relacionada ao termo de gastos com propaganda (+7.076271*Adv_t*) indica que esse tipo de despesa possui associação positiva com o valor da empresa. Ou seja, gastos com publicidade são eficientes em aumentar o valor da empresa.

Esse resultado apoia o estudo de Wang, Zhang e Ouyang (2009), que relataram uma ligação direta entre propaganda e valor de empresa, ressaltando que a publicidade pode criar ativos intangíveis permanentes.

Peterson e Jeong (2010) também indicam que investimentos maiores em propaganda estão positivamente relacionados a valores de marca maiores. Conseqüentemente, maior valor de marca se relaciona à melhor desempenho financeiro da empresa.

Os ciclos econômicos, representados pelo *GDP* (+0.000828*GDP*), também influenciam no valor da empresa, indicando que quando a economia está em crescimento ou estável, o valor da empresa será maior. Já durante períodos de recessão, esse valor diminui.

Com esses resultados, percebemos dois efeitos no valor da empresa, sendo o primeiro resultante do esforço da própria empresa em movimentar as vendas, vindo dos dispêndios de publicidade, e o segundo advindo do ciclo econômico, sem influência da empresa aumentar o seu valor.

4.2 ANÁLISE DAS INTERAÇÕES

Em complemento às análises anteriores, avaliaram-se os fatores interno e externo integradamente. Esses resultados também foram obtidos por meio de da mesma regressão múltipla em dados em painel e os resultados podem ser vistos na Tabela 3.

TABELA 3 – RESULTADO DA REGRESSÃO

Variável	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
<i>AdvDummy*</i>	-5.834500	2.701652	-2.159605	0.0310
<i>AdvGDP*</i>	-0.010600	0.003245	-3.266916	0.0011
Ebitda / Despesa Financeira	-0.000403	0.000394	-1.023345	0.3064
Alavancagem	0.001244	0.002502	0.497269	0.6191
ROA	0.096470	0.025194	3.829044	0.0001
<i>Treasury bond</i>	-0.000326	0.006565	-0.049595	0.9605

$R^2 = 0.105$

Durbin-Watson = 0.410

R^2 ajustado = 0.098

* $p < 0,05$

Apesar do efeito positivo dos gastos com propaganda no valor da empresa, o resultado do termo de interação dupla entre os dispêndios em propaganda com a *Dummy* ($-5.834500Adv_iDummy$) indica que o efeito persiste em períodos de

adversidade econômica, mas que é menor do que em momentos de crescimento do *GDP*. Entende-se, assim, que o desempenho da propaganda no valor da empresa apresenta persistência positiva durante a recessão econômica.

Um dos possíveis motivos para a redução desse efeito pode ser a provável queda nas vendas de produtos de consumo discricionário durante períodos de recessão. Esse seria, conforme apontado por Kotler e Caslione (2009), um dos comportamentos esperados dos consumidores em crises econômicas. Com a queda nas vendas, a propaganda seria, conseqüentemente, menos efetiva, já que uma de suas funções é gerar demanda pelos produtos e/ou serviços ofertados pela empresa (MOLINARI e TURINO, 2007).

Para Kamber (2002), uma explicação seria de que, quando os mercados estão estáveis, ficam menos voláteis e menos fatores influenciam a decisão de compra. Já em períodos de recessão, os padrões de consumo mudam, prejudicando as relações já estabelecidas. Esse seria, inclusive, o momento de investir em propaganda, já que ela teria um efeito favorável sobre as vendas.

Contudo, é preciso ressaltar mais uma vez que, apesar do efeito das despesas com propaganda no valor da empresa diminuir em períodos de recessão, ele não deixa de ser positivo ($7.076271Adv - 5.834500Adv_tDummy = 1.241771$). Além disso, de acordo com Kamber (2002), existe uma correlação positiva e significativa entre os dispêndios com propaganda durante as recessões e crescimento das vendas nos períodos subsequente. Ou seja, empresas que investem em propaganda durante momentos de adversidades econômicas têm maior aumento das vendas em períodos de crescimento, quando comparadas com aquelas que cortaram os investimentos na área.

Gastos em propaganda contribuem para criar valor de ativo, o que é considerado por investidores na hora de avaliar o valor de uma empresa no mercado. As evidências sugerem que em recessões, enquanto a maioria das empresas está cortando os investimentos em propaganda, é o momento de repensar a estratégia e manter ou aumentar os dispêndios na área (GRAHAM e FRANKENBERGER, 2011).

Tellis e Tellis (2009) também indicaram que dispêndios com propaganda em tempos de recessão geram mais vendas e participação no mercado. Isso porque a propaganda se torna mais efetiva, já que nesses períodos existem menos anunciantes. Esses investimentos em períodos de adversidade financeira no mercado podem gerar, ainda, confiança em investidores, o que levaria a grandes taxas de crescimento em tempos de prosperidade econômica (KAMBER, 2002).

É preciso, ainda, ressaltar que o impacto psicológico das recessões pode durar muito mais tempo do que elas próprias, o que pode levar gestores a diminuir os investimentos em áreas consideradas não essenciais. Conseqüentemente, isso reduz o crescimento das vendas no curto e longo prazo em empresas que tratam despesas com publicidade como baixa prioridade (KAMBER, 2002).

A interação entre despesas com propaganda e ciclo econômico ($-0.010600Adv_tGDP$) mostra que durante o ciclo econômico, a influência das despesas com propaganda no valor da empresa reduz. Entretanto, considerando que o coeficiente dessa interação é menor do que o coeficiente da interação dupla citada anteriormente, o resultado sugere que a associação positiva entre propaganda e valor da empresa perde força, mas continua existindo.

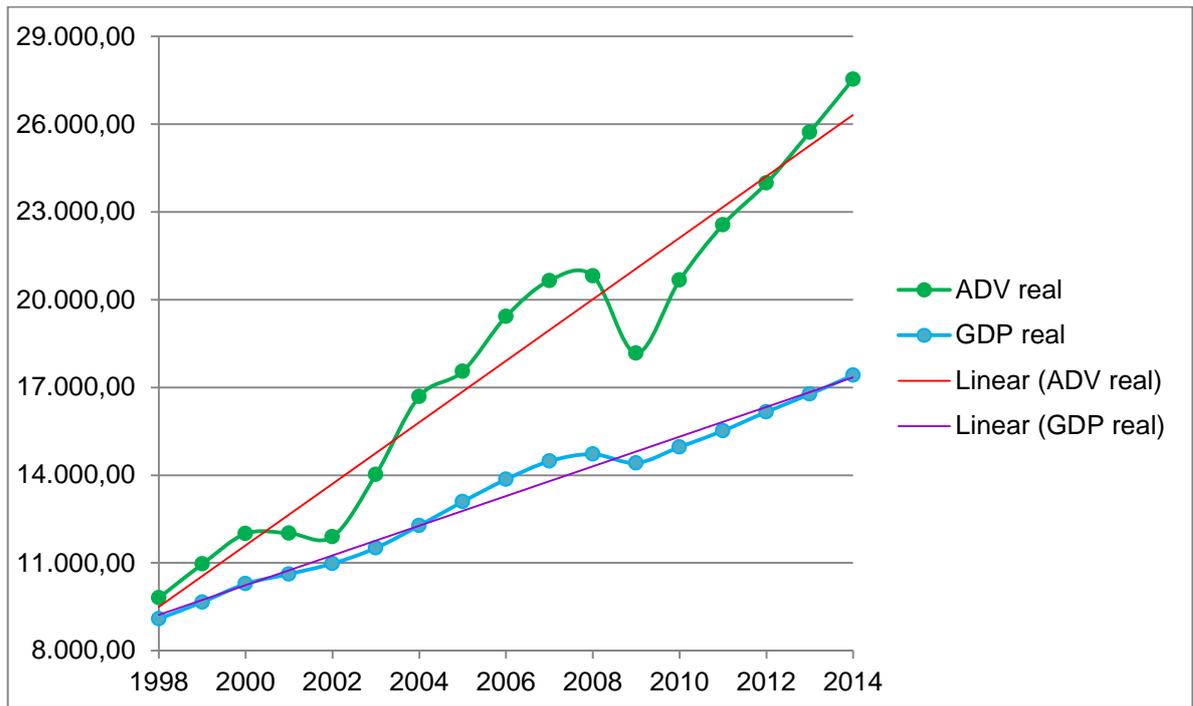
Essa evidência é consistente com a obtida por Fortunato et al. (2010). A pesquisa realizada pelos autores sobre a interação dos investimentos em

propaganda com os ciclos econômicos encontrou indicações de que, quando o *GDP* está baixo, é preciso investir mais em propaganda para gerar demanda para a empresa. Já quando o produto interno bruto cresce, a própria economia gera aumento nos fluxos de caixa, já que ele mesmo se encarrega de movimentar as vendas sem o controle da empresa. Assim, não haveria necessidade de aumentar também a verba de propaganda, ao contrário do que acontece quando o *GDP* tende a reduzir.

Esse indicador apoia conclusões de estudos anteriores, identificando uma relação positiva entre investimentos em propaganda e o desempenho das empresas (LUO e JONG, 2012; JOSHI e HANSSENS, 2010; KURT e HULLAND, 2013; FORTUNATO et al., 2010). Assim, os resultados ressaltam o papel importante da propaganda para manter o valor da empresa. De acordo com Luo e Jong (2002), é preciso levar em consideração os investimentos da empresa na área e refletir essas despesas nas previsões de lucros, pois é maior a chance de os benefícios da propaganda serem canalizados para o valor da empresa.

Entretanto, quando é analisada a relação de despesas com propaganda e o *GDP*, apesar de ser necessário manter ou até aumentar os investimentos nos períodos de recessão, percebe-se que as empresas do setor de consumo discricionário adotam uma estratégia diferente e os gastos com propaganda seguem o mesmo movimento do Produto Interno Bruto. Isso pode ser percebido por meio do Gráfico 3. Esse resultado indica que o corte nos investimentos em propaganda, adotado como parte da estratégia de sobrevivência em períodos de recessão, pode ser mais um motivo para a redução da influência da despesa no valor da empresa.

GRÁFICO 3 – GDP X DESPESAS COM PROPAGANDA



5 CONCLUSÃO

Para verificar a contribuição dos investimentos em propaganda na geração de valor da empresa em períodos de recessão, essa pesquisa partiu do princípio de que o valor da empresa sofre dois efeitos. O primeiro é o interno, gerado pelos dispêndios em propaganda, que objetiva aumentar as demandas de vendas. Já o segundo, é externo e causado pelos ciclos econômicos, representado nesse estudo pelo Produto Interno Bruto (*GDP*), e que pode influenciar as vendas sem que a empresa tenha controle sobre ele.

Conforme resultados encontrados, o regressor relacionado às despesas com propaganda indicou que existe uma associação positiva entre esse investimento e o valor da empresa. Esse resultado confirma as evidências encontradas por Fortunato et al. (2010). Apesar do sinal negativo, a mesma indicação é obtida quando é analisado o termo de interação entre propaganda e recessão econômica.

Já na interação entre propaganda e ciclo econômico, há evidências de que o efeito dos investimentos em propaganda (Adv_t) no valor da empresa (π_t) é afetado pelos ciclos econômicos GDP_t . Ou seja, para manter o mesmo valor da empresa quando o GDP_t está baixo, aumenta-se ou mantem os investimentos em propaganda (Adv_t). Com o aumento do Produto Interno Bruto, a própria economia gera mais demandas e, conseqüentemente, maior valor de empresa, não sendo necessário aumentar os gastos com propaganda.

Os resultados desta pesquisa possuem implicações para os gestores da área de Marketing, já que foi demonstrado que a propaganda tem um impacto positivo na geração de valor da empresa, mesmo em períodos de turbulência, o que fornece uma justificativa para manter os investimentos na área. Na prática, gestores

poderiam ganhar mais força na estratégia empresarial quando se sabe que investimentos em propaganda podem criar valor para a empresa e trazer mais retornos financeiros para os acionistas.

Uma limitação dessa pesquisa é o fato de que o foco dos dados é apenas quantitativo, sem considerar fatores qualitativos, como contratação de novas agências de publicidade, estratégias de divulgação da marca, desenvolvimento de campanhas, entre outras ações que podem impactar os investimentos em propaganda e o seu retorno. Sendo assim, futuros trabalhos podem incluir fatores quantitativos e qualitativos que possam influenciar as impressões e a avaliação da empresa. Outra limitação é de que este estudo foi conduzido com apenas um tipo de indústria. Assim, o modelo poderia ser replicado em outros setores, o que forneceria maior validação dos resultados. Futuras pesquisas também podem ser desenvolvidas em mercados publicitários ainda pouco estudados, como é o caso brasileiro. No país não existe obrigatoriedade de divulgação dos investimentos em propaganda, o que dificulta a realização desse estudo.

Contudo, esta pesquisa contribui com um ponto de partida para descobrir processos baseados em análises por meio das quais os dispêndios em propaganda são incorporados na geração de valor das empresas e, conseqüentemente, em riqueza para os acionistas. A relação direta entre propaganda e de valor da empresa fornece aos profissionais da área um novo modelo para justificar e tornar os seus investimentos financeiros na área mensuráveis e mais precisos, o que é cada vez mais cobrado pelas empresas.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CHANG, B.; CHAN-OLMSTED, M. Relative Constancy of Advertising Spending. A Cross-National Examination of Advertising Expenditures and Their Determinants. **The International Journal for Communications Studies**, v.67, n.4, p.339-357, 2005.

CHAUVIN, K.W.; HIRSCHHEY, M. Advertising, R&D Expenditures and Market value of the Firm. **Financial Management**, v.22, n.4, p.128-136, 1993.

DELEERSNYDER, Barbara et al. The role of national culture in advertising's sensitivity to business cycles: An investigation across continents. **Journal of Marketing Research**, v. 46, n. 5, p. 623-636, 2009.

FAULKENDER Michael; WANG Rong. Corporate Financial Policy and the Value of Cash. **The Journal of Finance** vol. 61, n. 4, p. 1957-1990, 2006.

FORTUNATO, Graziela et al. Interação dos Dispendios de Publicidade com Ciclos Econômicos e o Valor da Empresa: Análise Empírica das Empresas Norte-Americanas do Setor de Bens de Consumo. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 3, p. 283-306, 2010.

GRAHAM, Roger C.; FRANKENBERGER, Kristina D. The earnings effects of marketing communication expenditures during recessions. **Journal of Advertising**, v. 40, n. 2, p. 5-24, 2011.

JOSHI, Amit; HANSSSENS, Dominique M. The direct and indirect effects of advertising spending on firm value. **Journal of Marketing**, v. 74, n. 1, p. 20-33, 2010.

KAMBER, Thomas. The brand manager's dilemma: Understanding how advertising expenditures affect sales growth during a recession. **The Journal of Brand Management**, v. 10, n. 2, p. 106-120, 2002.

KASHMIRI, Saim; MAHAJAN, Vijay. Beating the recession blues: Exploring the link between family ownership, strategic marketing behavior and firm performance during recessions. **International Journal of Research in Marketing**, v. 31, n. 1, p. 78-93, 2014.

KAYTAZ, Mehmet; GUL, Misra C. Consumer response to economic crisis and lessons for marketers: The Turkish experience. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 1, p. 2701-2706, 2014.

KOTLER, Philip; CASLIONE, John A. How marketers can respond to recession and turbulence. **Journal of Customer Behaviour**, v. 8, n. 2, p. 187-191, 2009.

KURT, Didem; HULLAND, John. Aggressive Marketing Strategy Following Equity Offerings and Firm Value: The Role of Relative Strategic Flexibility. **Journal of Marketing**, v. 77, n. 5, p. 57-74, 2013.

LUO, Xueming; DE JONG, Pieter J. Does advertising spending really work? The intermediate role of analysts in the impact of advertising on firm value. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 40, n. 4, p. 605-624, 2012.

MOLINARI, Benedetto; TURINO, Francesco. Advertising and business cycle fluctuations. **Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas Working Paper No. AD**, v. 9, 2009.

NGUYEN, Dung. An analysis of optimal advertising under uncertainty. **Management Science**, v. 31, n. 5, p. 622-633, 1985.

O'MALLEY, Lisa; STORY, Vicky; O'SULLIVAN, Vicky. Marketing in a recession: retrench or invest?. **Journal of Strategic Marketing**, v. 19, n. 3, p. 285-310, 2011.

OZTURAN, Peren; OZSOMER, Aysegul. Advertising during economic downturns: market orientation and industry environment effects. **Marketing 2011: Delivering Value in Turbulent Times**, p. 61, 2011.

PETERSON, Robert A.; JEONG, Jaeseok. Exploring the impact of advertising and R&D expenditures on corporate brand value and firm-level financial performance. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 38, n. 6, p. 677-690, 2010.

PICARD, Robert G. Effects of recessions on advertising expenditures: An exploratory study of economic downturns in nine developed nations. **The Journal of Media Economics**, v. 14, n. 1, p. 1-14, 2001.

ROLLINS, Minna; NICKELL, David; ENNIS, Justin. The impact of economic downturns on marketing. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 1, p. 2727-2731, 2014.

SRINIVASAN, Raji; LILIEN, Gary L.; SRIDHAR, Shrihari. Should firms spend more on research and development and advertising during recessions?. **Journal of Marketing**, v. 75, n. 3, p. 49-65, 2011.

SRINIVASAN, Raji; RANGASWAMY, Arvind; LILIEN, Gary L. Turning adversity into advantage: does proactive marketing during a recession pay off?. **International Journal of Research in Marketing**, v. 22, n. 2, p. 109-125, 2005.

TELLIS, Gerard J.; TELLIS, Kethan. A critical review and synthesis of research on advertising in a recession. **Journal of Advertising Research**, v. 49, n. 3, p. 304-327, 2009.

VARADARAJAN, Rajan. Strategic marketing and marketing strategy: domain, definition, fundamental issues and foundational premises. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 38, n. 2, p. 119-140, 2010.

WANG, Fang; ZHANG, Xiao-Ping Steven; OUYANG, Ming. Does advertising create sustained firm value? The capitalization of brand intangible. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 37, n. 2, p. 130-143, 2009.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna.** Pioneira Thomson Learning, 2006.

YEUNG, M.C.H; RAMASAMY, B. Brand Value and Firm Performance Nexus: Further Empirical Evidence. **Journal of Brand Management**, v.15, n.5, p.322-335, 2008.