
Avaliação Financeira de Marcas: Há Evidência Empírica Entre Valor de Mercado (BMF&Bovespa) e Valor de Marca (Brand Finance)?

Alan Nader Ackel Ghani¹

Roy Martelanc²

Edson Crescitelli³

•Artigo recebido em: 01/03/2012••Artigo aceito em: 10/07/2012

Resumo

O presente artigo traz uma evidência empírica na relação entre valor de mercado das empresas listadas na Bovespa com seu respectivo valor de marca calculado pela consultoria Brand Finance. Por meio de análise econométrica em painel (efeito fixo e efeito aleatório), verificou-se relação significativa entre o valor de mercado de empresas listadas na Bovespa e os seus respectivos valores de marca, calculados pela consultoria BrandFinance. Apesar dessa evidência, não há ainda suporte teórico para a contabilização da marca separadamente dos demais ativos nos balanços das empresas.

Palavras-chave: Avaliação financeira de marcas. Valor das empresas. Análise econométrica.

¹Mestre em Administração pela FEA-USP. -Telefone: 55 (11) 3818-4020 -E-mail: alanguhani@hotmail.com -Endereço: Rua do Rócio, 109, 6º andar. SAO PAULO,SP, CEP: 04552-000

²Professor Doutor do curso de Pós Graduação em Administração de Empresas na FEA-USP -Telefone: 55 (11) 3091-5846 -E-mail: rmartela@usp.br -Endereço: Av. Professor Luciano Gualberto, 908 sala G-166. SAO PAULO,SP, CEP: 05508-010

³Professor Doutor do curso de Pós Graduação em Administração de Empresas na FEA-USP -Telefone: 55 (11) 30915879 -E-mail: edsonc@usp.br -Av. Professor Luciano Gualberto, 908 - sala E-204 SAO PAULO,SP, CEP: 05508-010

Financial Evaluation of Brands: There are Empirical Evidence Between Market Value (BMF&Bovespa) and Brand Value (Brand Finance)?

Abstract

This article brings empirical evidence on the relationship between market value of companies listed on the stock exchange (Bovespa) with its brand value calculated by Consultancy Brand Finance. Through econometric analysis on Panel (fixed effect and random effect), there was a significant relationship between the market value of companies listed on Bovespa and their brand values, calculated by Consultancy Brand Finance. Despite this evidence, there is as yet theoretical support for accounting for separately branded the remaining assets in the balance sheets of companies.

Keywords: Brand valuation. Market value of companies. Econometric analyses.

1 INTRODUÇÃO

Uma empresa é composta de ativos tangíveis e intangíveis. Segundo a International Accounting Standard 38 (IAS 38), ativo intangível é aquele não monetário, sem substância física e identificável.

Tanto os ativos tangíveis quanto os intangíveis estão associados ao valor de mercado de uma empresa. Em tese, a soma dos tangíveis com os intangíveis representa o valor de uma empresa.

Particularmente, a mensuração do valor dos ativos intangíveis é bastante relevante e complexa. De acordo com Kayo *et al.* (2006), a guinada do índice valor de mercado/valor contábil das empresas listadas na S&P500, evidenciado no estudo de Lev (2001), decorreu do aumento de

importância dos intangíveis no período. Segundo Kayo *et al.* (2006), essa importância varia conforme o setor de atuação e estratégia da empresa.

A diferença entre o valor contábil de uma empresa e seu valor de mercado é gerada pelos ativos intangíveis. A contabilização dos ativos intangíveis está sujeita a uma série de restrições no Brasil e no mundo. No Brasil, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, por meio do pronunciamento técnico CPC 04 (Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 38, p. 9) afirma que o reconhecimento de um ativo intangível só pode ocorrer se:

- “For provável que os benefícios econômicos futuros esperados atribuíveis ao ativo serão gerados em favor da entidade”; e
- “Custo do ativo possa ser mensurado com segurança”

De acordo com essa restrição, o CPC 04 afirma que ativos gerados internamente a exemplo de marcas, títulos de publicações, listas de clientes e outros não devem ser reconhecidos como ativos intangíveis. Essa restrição está de acordo com a IAS 38 do International Accounting Standards Board (IASB).

Mesmo no caso de aquisição, o valor justo de uma marca não pode ser dissociado dos demais ativos de acordo com o CPC 04. Nesse caso, o comprador deve entender esses ativos como não separáveis e reconhecê-los contabilmente como um único ativo intangível (*goodwill*) capaz de gerar um ágio sobre a expectativa de rentabilidade futura.

Em outras palavras, a marca se enquadra no Brasil como um *goodwill*, portanto, não pode ser contabilizada isoladamente nos relatórios contábeis oficiais das empresas brasileiras.

Dentro desse contexto, a tentativa de mensuração separada do valor justo do ativo intangível, marca, tornou-se de grande interesse nos meios acadêmicos e empresariais. Adicionalmente, Barwise *et al.* (1989) afirmam que o reconhecimento da marca nas publicações contábeis tornaria os relatórios contábeis financeiros mais robustos.

Esse interesse torna-se ainda maior no século XXI. De acordo com a teoria tradicional de finanças, a empresa deve gerar não apenas

lucros contábeis, mas econômicos, ou seja, ganhos acima do custo de capital. Além disso, os lucros econômicos devem ser sustentáveis ao longo do tempo e a marca é um ativo importante para garantir a sustentabilidade desse ganho (SINCLAIR, 2009).

Portanto, conhecer o valor de uma marca isoladamente ajuda a precificar mais corretamente o valor das empresas.

Algumas consultorias (Brand Finance, Interbrand e Millward Brown) são especializadas na mensuração do valor de marca. Embora os relatórios sejam globais – o que faz sentido, uma vez que as marcas mais valiosas tenham atuação mundial como a Nike, a Coca-Cola e a IBM -, a Brand Finance mensura também o valor da marca especificamente para o mercado brasileiro. Por exemplo, a marca Carrefour foi avaliada em 2007 em 12,4 bilhões de dólares no mundo e 4 bilhões de reais no Brasil (THE BRANDER, 2009).

Apesar de essas consultorias serem respeitadas no meio, os valores de marcas calculados por elas não são ainda aceitos pelos órgãos contábeis na maioria dos países, em parte, devido à falta de consenso sobre a validade de seus métodos para fins contábeis. Além disso, há considerável divergência de valores de acordo com o cálculo de uma consultoria em relação à outra. Por exemplo, segundo a Brand Finance, a Coca-Cola foi avaliada em US\$ 45,441 bilhões em 2007, enquanto a Interbrand avaliou essa mesma marca em US\$ 65,234 bilhões no mesmo ano -uma diferença de quase 19,7 bilhões de dólares. Segundo Kotler (2006), a marca somente é incluída nos balanços para algumas empresas de Hong Kong, Reino Unido e Austrália.

1.1 Problema de pesquisa

Diante do contexto apresentado e da discussão acerca da validade metodológica dos procedimentos de avaliação de marcas, o artigo propõe a responder o seguinte questionamento:

Existe relação entre o valor de marca, calculado pela consultoria Brand Finance, com o valor de mercado das empresas cotadas na Bovespa?

1.2 Objetivo de pesquisa

O objetivo principal deste artigo é buscar evidência empírica entre o valor de marca e o valor de mercado das empresas listadas simultaneamente na Bovespa e no *ranking* Brand Finance para os anos de 2006, de 2007 e de 2008. Foram escolhidos os dados da Brand Finance, pois atualmente é a única consultoria que calcula o valor de marca especificamente para o mercado brasileiro.

Para atingir esse objetivo, realizou-se primeiramente uma revisão da literatura de avaliação financeira de marcas para melhor entendimento do método utilizado pela Brand Finance. Além disso, detalhou-se a metodologia utilizada pela Brand Finance no cálculo de valor das marcas.

Após essa revisão, buscou-se evidência empírica, por meio de análise econométrica, entre o valor das marcas calculado pela consultoria em 2006, em 2007 e em 2008 com o valor das empresas nesse mesmo período. A metodologia da parte empírica deste trabalho será detalhada em seção específica.

As respostas encontradas neste artigo são significativas, pois, apesar da importância do tema, são poucos os trabalhos empíricos sobre avaliação financeira de marcas no Brasil.

2 REVISÃO TEÓRICA DOS PRINCIPAIS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO FINANCEIRA DE MARCAS

2.1 Definições de conceitos

Primeiramente, deve haver uma distinção entre as definições de marca, *brandequity* e avaliação de marcas (avaliação financeira de marcas) para melhor entendimento do tema.

De acordo com a American Marketing Association *apud* Kotler e Keller (2006), marca é “um nome, termo, sinal, símbolo, *designou* uma combinação de tudo isso, destinada a identificar produtos ou serviços de um fornecedor ou grupo de fornecedores para diferenciá-los de outros concorrentes”.

De acordo com essa definição e sob uma perspectiva financeira, é relevante o entendimento do papel das marcas numa empresa. A marca não é apenas um *logo* isolado. É um símbolo, um ativo intangível, que traduz toda a identidade de uma organização e é capaz de gerar valor para ela.

Já *brandyequity* assume uma conotação mais ampla. Segundo Kotler e Keller (2006), *brandequity* é o valor agregado atribuído a produtos e serviços. No entanto, essa não é a única definição para o termo. Na literatura de marketing, o *brandyequity* é tratado sob diferentes abordagens (constructos) de acordo com alguns modelos, tais como Brand Asset Valuator e Modelo de Aaker.

É importante ressaltar que esses são modelos teóricos a respeito da força da marca e não modelos de avaliação financeira de marcas. Segundo Fernandez (2001), existem diversas definições para a concepção de *brandy* que não se aplicam diretamente aos modelos de avaliação financeira de marcas. Nesse sentido, como este artigo trata especificamente dos modelos de avaliação de marcas, não serão discutidos em seu escopo os modelos teóricos de composição do *brandyequity*. Para um aprofundamento desses modelos, sugere-se a leitura de Crescitelli e Bastos (2010) e Trinta (2006).

Segundo Louro (2000), empresas com marcas mais fortes geram maior *marketshare* e têm capacidade de cobrar preços *premium* (preços superiores à concorrência). Além disso, conseguem reduzir custos (TUOMINEN, 1999). Em outras palavras, empresas com marcas fortes

conseguem ter maiores receitas, pois têm mais mercado, maior número de consumidores cativos, conseguem cobrar preços superiores à concorrência sem substancial perda de demanda e apresentam maior poder de barganha com os fornecedores. Assim, marcas fortes geram mais receitas, menos custos e, portanto, valor para seus acionistas.

Adicionalmente, segundo Birkin (1993), marcas fortes geram menor custo de capital, o que se traduz em menor risco, o que significa também fonte de valor para o acionista.

Não é apenas para os acionistas que a marca gera valor, mas para todos os seus *stakeholders*. Empresas com marcas mais fortes ajudam a promover inovações tecnológicas, preocupam-se mais com responsabilidade social, promovem a imprensa por meio da receita de seus anúncios e dão mais transparência na identidade da organização na relação entre consumidor e empresa (CHAVALIER; MAZZALOVO, 2007).

Segundo Aaker (2002) e Nunes e Haigh (2003), a marca gera valor para a empresa. No entanto, vale ressaltar uma sutil observação implícita na afirmação desses autores. A marca faz parte do processo de geração de valor para o acionista, mas também é reflexo de todos os elementos da empresa (qualidade, eficiência operacional, atendimentos, etc...). Aparentemente pode parecer contraditório, mas a marca é causa e consequência no processo de geração de valor. Por exemplo, seja a marca Coca-Cola - a mais valiosa, segundo ranking mundial da Interbrand em 2007 (FOLHA ON-LINE, 2007) -, for negociada para uma empresa de baixa reputação e com problemas de qualidade, com o tempo, a marca perderá valor. De outra forma, a marca por si só não gera valor dissociada de outros ativos. A geração de valor somente ocorre na sinergia gerada com todo o processo de produção, outros ativos tangíveis e intangíveis e valores organizacionais.

Feitas essas distinções conceituais, a seguir serão apresentadas as principais abordagens dos modelos de avaliação de marcas, que procuram mensurar financeiramente o valor de uma marca.

2.2 Aspectos gerais dos modelos de avaliação de marcas

Podem-se encontrar diferentes números de abordagem de avaliação de marcas de acordo com a classificação de cada autor. Trinta (2006) elenca sete modelos de avaliação financeira de marcas (conhecidos em seu trabalho como modelos econômicos) e seis modelos empresariais (modelos aplicados pelas consultorias) que também avaliam marcas financeiramente. Já para Fernandez (2001), existem dez abordagens de avaliação financeira de marcas. Por outro lado, em Damodaran (2007) aparecem três grandes abordagens de avaliação de marcas. Na verdade, a classificação adotada por outros autores pode ser entendida como derivações da classificação de Damodaran (2007). Essa diferença ocorre, porque alguns autores –por exemplo, Fernandez (2001) - consideram cada método de isolamento do fluxo de caixa da marca dos demais ativos como um modelo de avaliação de marcas. Damodaran (2007), ao contrário, trata cada método de isolamento como forma de separar o fluxo de caixa da marca dos outros ativos dentro de cada uma de suas três abordagens: Custo histórico, avaliação relativa e fluxo de caixa descontado. Por exemplo, para Fernandez (2001), o preço *premium* é um modelo de avaliação financeira de marcas, enquanto para Damodaran (2007) é apenas uma forma de isolar o fluxo de caixa da marca dentro do modelo de fluxo de caixa descontado. Cabe ressaltar que os métodos da consultoria Brand Finance e da Interbrand partem também do fluxo de caixa descontado (BIRKIN, 1993; THE BRANDER, 2009) e a diferença metodológica de cada uma delas é a forma de isolar o fluxo de caixa gerado pela marca daquele gerado por outros ativos.

Apesar de não haver consenso sobre a melhor forma de medir o valor de marca (MACKAY, 2001), a revisão da literatura foi baseada na abordagem de Damodaran (2007), devido à abrangência da sua classificação conforme argumentado anteriormente.

2.3 Abordagens de avaliação de marcas

2.3.1 *Custo histórico*

A abordagem de custo histórico procura mensurar o valor de uma marca pela capitalização dos gastos a ela associados durante um período de tempo específico (duração estimada dos benefícios relativos às despesas com a marca). Por exemplo, gastos com propaganda ou com relações públicas estariam atrelados à marca e seriam capitalizados no balanço da empresa de acordo com a duração dos benefícios desses gastos. Em outras palavras, as despesas de marketing associadas à marca, que não são contabilizadas como ativo, entrariam no balanço não como despesas, mas sim como investimento. Esse valor seria amortizado do balanço anualmente de acordo com a expectativa de duração do benefício atrelado ao investimento.

Segundo Tollington (1999), esse método é inconsistente uma vez que baixos custos de marketing não necessariamente implicam em marcas mais fracas e vice-versa. Para comprovar seu argumento, Tollington (1999) recorre ao exemplo clássico da marca Rolls Royce, uma marca forte com baixo custo de criação.

2.3.2 *Avaliação relativa (múltiplos)*

Esta avaliação consiste basicamente na comparação do valor de empresas similares com e sem marcas. Nesse modelo, calculam-se múltiplos de valor das operações para empresas com marca e sua genérica sem marca. Assume-se que a diferença do múltiplo do valor das operações decorre do valor de marca. Segundo Damodaran (2007), matematicamente o modelo é expresso como:

Valor de Marca = (EV/Vendas da empresa com marca – EV/Vendas da empresa sem marca) x venda da empresa com marca

Em que, oEV seria o valor de mercado do patrimônio líquido acrescido do valor de mercado da dívida.

A dificuldade nessa avaliação está em encontrar uma empresa genérica. Além disso, falta um mercado ativo exclusivo de negociações de marcas. Mesmo com o surgimento da empresa Hypermarchas no mercado brasileiro, que comprou e reativou marcas antigas, como a Monange e a Doril, ainda não se tem um mercado de negociações exclusivo de marcas - as compras dessas e outras marcas foram realizadas junto com a aquisição do negócio como um todo, segundo informações do próprio site corporativo da empresa (HYPERMARCAS, 2010).

No caso de não se encontrar uma empresa genérica, a estimação pode ser feita com o auxílio de regressões em que o valor de marca se torna função de algumas variáveis. Na obra clássica de Simon e Sullivan (1993), a marca é modelada em função da idade, dos gastos com propaganda e do *market share*.

2.3.3 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

A avaliação por fluxo de caixa descontado consiste basicamente em trazer a valor presente o fluxo monetário gerado por um ativo. Portanto, têm-se três questões fundamentais nessa abordagem: i) Projetar o fluxo anual do ativo, ii) Determinar a taxa de desconto que deva refletir o risco do ativo (probabilidade dos ganhos serem abaixo das expectativas) e iii) Horizonte do prazo da projeção.

Essa abordagem é a mais utilizada em avaliação de empresas. Em avaliação de marcas não é diferente, sendo o método utilizado pela Brand Finance e pela Interbrand (THE BRANDER, 2009; BIRKIN, 1993).

Os mesmos problemas do método FCD apresentados na avaliação de empresas estão presentes também na avaliação de marcas, tais como: Subjetividade, incerteza dos fluxos e pressões internas e externas no processo de avaliação.

Além desses problemas, o método apresenta uma dificuldade adicional para o método de avaliação de marcas: Isolar o lucro atribuível exclusivamente à marca do fluxo de caixa da empresa.

As formas usualmente conhecidas para isolar o fluxo de caixa da marca do fluxo de caixa da empresa são: Preço *premium*, maior retorno sobre o capital (ROI) e retorno em excesso ao custo de capital.

Quanto ao preço *premium*, a ideia é que marcas fortes conseguem ter margens maiores devido à capacidade de cobrar preços superiores aos da concorrência. No segundo caso, a premissa de maior ROI baseia-se na capacidade da marca cobrar preços superiores para seus produtos e/ou aumentar as vendas. Já, na premissa de retorno em excesso, leva-se em conta não apenas os retornos contábeis mais elevados (maiores lucros proveniente de vendas e preços superiores), mas também o retorno sobre o custo de capital. Em outras palavras, empresas com marcas fortes têm menor risco de mercado, medido pelo coeficiente *beta*, pois conseguem diminuir o custo de capital.

Outras formas de isolar o fluxo de caixa da marca do fluxo de caixa da empresa são os métodos propostos pelas consultorias. Como dito anteriormente, as consultorias avaliam a marca, projetando o fluxo de caixa gerado exclusivamente por ela.

A seguir, será exemplificada a projeção do fluxo de caixa da marca pela consultoria Brand Finance. A exposição do método foi baseada nas próprias informações institucionais da Brand Finance (THEBRANDER, 2009).

2.3.4 Exemplo do uso da abordagem do Fluxo de Caixa Descontado pela Brand Finance

A Brand Finance utiliza o fluxo de caixa para calcular o valor de marca. A consultoria tem dois métodos para isolar o fluxo da marca dos demais ativos: Royalty Relief e Abordagem do Uso Econômico (BVA).

No primeiro caso, geralmente utilizado nos *rankings* públicos de marca, usa-se a taxa de *royalty* média de empresas que licenciam sua marca para outras empresas que não possuem ainda marca própria. No

cálculo do valor da marca, essa taxa incide sobre as vendas líquidas da empresa, determinado o lucro exclusivo da marca, conforme ilustrado na TAB. 1. O procedimento de cálculo é bem parecido ao fluxo de caixa descontado: Descontam-se os impostos e traz o lucro anual gerado pela marca a valor presente por uma taxa de desconto específica da marca. Essa taxa de desconto é calculada numa adaptação do modelo de CAPM (Capital Asset Pricing Model), também utilizado na determinação do custo de capital próprio de uma empresa.

As consultorias, via de regra, não dão um maior detalhamento dessa adaptação de CAPM. Apenas relatam que marcas mais fortes têm menos risco, ou seja, menor taxa de desconto (BIRKIN, 1993 e THEBRANDER, 2009).

A outra abordagem para separação do fluxo de caixa da marca dos demais ativos da empresa é o Valor Adicionado da Marca (BVA). Nesse caso, estima-se o valor da marca por meio de pesquisa de mercado quantitativa e qualitativa com o público a elarelacionado (questionários de avaliação de atributos com notas de zero a dez). Os resultados da pesquisa servem como base para se obter a porcentagem do lucro da empresa que é atribuível exclusivamente à marca. Em outras palavras, projetam-se as vendas da empresa e aplica-se um fator de desconto da força da marca, calculado por meio de pesquisa qualitativa e quantitativa. A dedução de impostos, a estimação da taxa de desconto e o cálculo do valor presente seguem a mesma mecânica adotada no método RoyaltyRelief abordado anteriormente (exemplo TAB. 1).

Resumidamente, tanto o método RoyaltyRelief como o BVA utilizam o método de fluxo de caixa descontado. A diferença básica entre eles é quanto à separação do fluxo de caixa da marca do fluxo de caixa empresarial. No primeiro caso, utiliza-se a taxa de licenciamento; no segundo, um índice de força da marca.

TABELA 1
Exemplo Método do *Royalty Relief*: – dados em R\$milhões

Variáveis	Atual	Projetado				
	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
Vendas Líquidas	500	520	550	580	620	650
Taxa de Royalt	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Lucro do Royalt	50	52	55	58	62	65
Taxa de Impostos	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Impostos Pagos	16,5	17,16	18,15	19,14	20,46	21,45
Royalt 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 de Vendas após o ano 5	0%	0%				
Valor da Marca	273,5					

Fonte: Brand Finance, 2009.

3 METODOLOGIA

3.1 Descrição dos dados

Os dados de valor de marca das empresas foram obtidos junto à consultoria Brand Finance para os anos de 2006, de 2007 e de 2008. Só foram consideradas para este estudo marcas de empresas de capital aberto no Brasil. O valor da marca por empresa em 2006 tem data base em 31/12/2006; em 2007, 31/12/2007 e, em 2008, 31/12/2008.

Para as mesmas datas, obtiveram-se na Economatica dados do valor das empresas (quantidade total de ações multiplicada pelo valor da ação)

presentes no ranking da Brand Finance em 2006, em2007 e em2008. Os dados e o setor de atuação de cada empresa podem ser visualizados naTAB.2.

TABELA 2
Valor de marca x valor da empresa em milhões

Empresa/ Marca	Sector	Valor da marca 31/12/06	Valor da marca 31/12/07	Valor da marca 31/12/08	Valor da empresa 31/12/06	Valor da empresa 31/12/07	Valor da empresa 31/12/08
Ambev	Bebidas	6.023.000	7.090.000	6.398.000	63.334.183	77.936.433	56.506.644
Aracruz Celulose e Papel	Papel e Celulose	356.000	704.000	508.000	13.483.667	14.735.319	3.287.477
Banco do Brasil	Serviços Financeiros	5.888.000	7.133.000	7.415.000	52.820.251	75.268.858	37.684.090
Banco Itaú	Serviços Financeiros	5.340.000	6.228.000	11.814.000	36.977.854	48.494.713	35.875.431
Bradesco	Serviços Financeiros	6.493.000	7.306.000	16.265.000	84.801.127	107.474.448	65.354.163
Brasil Telecom	Telecomu- nicação	1.763.000	2.294.000	2.452.000	10.210.821	13.195.040	17.916.017
Braskem	Química	709.000	1.578.000	1.461.000	5.088.927	6.351.275	2.820.662
Cemig	Elétrica/ Energia	668.000	1.363.000	1.195.000	16.039.917	16.077.537	14.303.025
Cia Vale do Rio Doce	Mineração	1.264.000	4.900.000	4.086.000	144.843.532	270.437.772	136.641.588
Copel	Elétrica/ Energia	330.000	588.000	544.000	6.332.797	7.727.220	6.277.667
CPFL	Elétrica/ Energia	532.000	1.032.000	923.000	14.392.710	16.158.603	14.469.317
CSN	Siderurgia	254.000	546.000	591.000	16.603.139	40.422.824	22.001.430

TABELA 2
Valor de marca x valor da empresa em milhões
(contia;’ao)

Empresa/ Marca	Setor	Valor da marca 31/12/06	Valor da marca 31/12/07	Valor da marca 31/12/08	Valor da empresa 31/12/06	Valor da empresa 31/12/07	Valor da empresa 31/12/08
Eletrobrás	Elétrica/ Energia	1.332.000	2.289.000	2.014.000	28.495.223	26.809.962	28.927.983
Eletropaulo	Elétrica/ Energia	495.000	6.381.000	421.000	4.556.265	6.075.287	3.981.160
Embraer	Construção Aviões	858.000	1.244.000	1.125.000	16.314.881	14.918.960	6.375.489
Embratel	Telecomu- nicação	1.431.000	1.813.000	1.875.000	6.970.749	6.763.086	8.413.165
Gerdau	Aço/ Ferro/ Alumínio e Afins	1.231.000	2.166.000	1.830.000	22.256.684	32.239.045	19.901.732
Gol Linhas Aéreas	Aviação Comercial	972.000	1.697.000	906.000	12.447.309	8.852.692	1.989.205
Grendene	Calçados	375.000	500.000	519.000	2.295.000	2.152.000	1.270.000
Klabin	Papel e Celulose	353.000	476.000	-	5.718.396	9.575.394	-
Lojas Americ- anas	Lojas de Departa- mento	754.000	2.128.000	2.152.000	8.411.199	11.659.634	4.306.072
Lojas Renner	Comércio	338.000	635.000	589.000	3.732.567	4.376.952	1.905.409
Marisa	Comércio	-	419.000	426.000	-	1.448.349	590.410
Natura	Cosméticos	1.501.000	1.801.000	1.803.000	12.889.547	7.289.056	8.147.925
Net	TV a Cabo	725.000	1.403.000	1.426.000	7.065.525	8.198.816	4.501.841
Pão de açúcar	Supermer- cado	2.889.000	4.732.000	4.008.000	8.630.615	7.774.351	7.292.719
Perdigão	Alimentos	1.498.000	2.713.000	2.430.000	4.930.989	8.148.710	6.142.131

TABELA 2
Valor de marca x valor da empresa em milhões

(contia;’ao)

Empresa/ Marca	Setor	Valor da marca 31/12/06	Valor da marca 31/12/07	Valor da marca 31/12/08	Valor da empresa 31/12/06	Valor da empresa 31/12/07	Valor da empresa 31/12/08
Petrobras	Petróleo & Distribuição Combustível	8.437.000	6.200.000	5.904.000	228.397.326	429.922.948	223.990.959
Sadia	Alimentos	2.786.000	4.002.000	2.164.000	4.850.905	6.777.299	2.674.946
São Paulo Alpargatas	Calçados	567.000	666.000	578.000	2.292.655	2.611.112	737.234
Tam	Aviação Comercial	1.546.000	2.832.000	1.393.000	9.742.778	6.422.450	2.866.993
Telemar	Telecomu- nicação	1.908.000	5.693.000	5.474.000	14.946.671	16.157.392	13.141.270
Tim	Telecomu- nicação	434.000	2.353.000	2.016.000	21.403.961	16.034.883	8.479.058
Unibanco	Serviços Financeiros	1.712.000	1.733.000	2.397.000	32.766.860	51.785.767	36.087.526
Usiminas	Siderurgia	238.000	714.000	493.000	19.089.758	27.074.651	12.921.845
Vivo	Telecomu- nicação	2.250.000	5.806.000	5.934.000	15.693.420	15.701.251	10.222.199
Whirlpool	Eletrôelétrô- nicos	-	1.872.000	1.753.000	-	5.864.178	4.332.947

3.2 Modeloeconométrico(evidência empírica)

Com o uso da análise de regressão por painel, buscou-se evidência empírica entre a relação do valor das marcas, calculadas pela Brand Finance, para os anos de 2006, de 2007 e de 2008 e o correspondente valor de mercado de suas respectivas empresas para o mesmo período.

A análise de regressão busca encontrar uma relação de influência entre uma variável dependente e outra(s) explicativa(s). Como o problema desta pesquisa é encontrar a relação do valor de marca com o valor de mercado das empresas, a análise de regressão é a mais indicada nesse caso por se tratar de uma técnica de dependência entre variáveis quantitativas.

Dentro da análise de regressão, adotou-se a estimação por painel, uma vez que essa técnica combina dados em *crosssection* (observações num único instante do tempo) com dados temporais (observações a longo do tempo), possibilitando o aumento do tamanho da amostra. Nesse estudo foram consideradas trinta e uma empresas com seus dados de marca e valor de mercado para os anos de 2006, de 2007 e de 2008. Assim, o estudo contou com noventa e três observações (trinta e uma empresas observadas ao longo de três anos).

O painel utilizado foi do tipo balanceado, isto é, para todos os anos tinham-se observações de todas as variáveis e de todas as empresas. Foram excluídas da amostra (TAB. 2) as empresas que não apresentavam observações para alguma variável em determinado ano. Em outras palavras, não faltou observação para empresa alguma, nem para qualquer ano das variáveis consideradas no modelo. Os dados das empresas para estimação da regressão em questão podem ser visualizados na TAB. 2.

Além dessas variáveis, adicionou-se a variável de controle EBITDA (lucro antes de impostos e juros acrescido da depreciação e amortização) como *proxy* para o fluxo de caixa da empresa. A inclusão dessa variável é justificada pela própria teoria de finanças, que afirma a existência de relação entre fluxo de caixa e valor de empresa. Estatisticamente, tem-se o seguinte modelo de regressão (equação 1):

$$\text{Valor de mercado} = \hat{\alpha} + \hat{\alpha}_1 \text{Valor de marca} + \hat{\alpha}_2 \text{EBITDA} + \text{erro. (equação 1)}$$

Em que, $\hat{\alpha}_1$ e $\hat{\alpha}_2$ são os parâmetros da equação 1. A descrição das variáveis “valor de mercado” e “valor de marca” encontra-se na seção 3.1. A variável EBITDA representa o EBITDA para os anos de 2006, de 2007 e de 2008. Tanto os dados de EBITDA como o valor de marca foram normalizados, isto é, dividiu-se o EBITDA e o valor de marca de cada empresa pelo seu respectivo ativo total para minimizar possíveis efeitos de porte na influência do valor de mercado de cada empresa.

A variável erro representa os fatores não observados da equação que ajudam a explicar o valor de mercado da empresa. Como exemplos de fatores não observáveis, mas que podem ter influência sobre o valor da empresa, tem-se governança corporativa e capital intelectual, entre outros.

As variáveis foram trabalhadas em logaritmo neperiano para facilitar a interpretação dos resultados, pois em escala logarítmica os coeficientes estimados de cada variável podem ser considerados como elasticidades – ou seja, o quanto uma variação percentual da marca impacta o valor de mercado em porcentagem.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A estimação dos parâmetros do valor de marca e do EBITDA foram realizadas pelo método de efeito fixo e de efeito aleatório utilizados em dados em painel. O método de efeito fixo procura corrigir a endogeneidade entre valor de marca e valor de empresa. Em outras palavras, podem existir fatores não observáveis (por exemplo, governança corporativa) que estejam fixos no tempo e afetem simultaneamente o valor de mercado da empresa e o valor da marca. Nesse caso, haveria violação de uma hipótese fundamental no modelo de regressão clássica: Ausência de correlação entre o erro (fatores não observáveis) e as variáveis independentes (valor de marca e EBITDA).

Se existir essa correlação, a estimação pelo Método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) geraria estimadores viesados. A estima-

ção por efeito fixo procura corrigir esse viés pela eliminação dos fatores que estão fixos no tempo.

Já na estimação por efeitos aleatórios, é assumida uma hipótese ainda mais forte: Os fatores não observáveis que afetam o valor de mercado das empresas não devem ser correlacionados com o valor de marca. No caso do exemplo da governança corporativa, haveria de se assumir, por hipótese, que ela afeta o valor de mercado das empresas, mas não está correlacionada com o valor de marca.

Diante da possibilidade de divergência de valores de acordo com o método utilizado (efeito fixo ou aleatório), foi realizado também um teste de Hausman para verificar se ocorreria diferença de resultados do ponto de vista estatístico para estimação entre esses métodos.

Na TAB. 3 são sintetizados os resultados da estimação para efeito fixo e para efeito aleatório.

TABELA 3
Resultados econométricos

	Efeito Fixo	Efeito Aleatório
Valor da Marca	0.409***	0.30***
	(0.15)	(0.07)
	[2.59]	[0.102]
EBITDA	0.433***	0.43***
	(0.14)	(0.017)
	[3.05]	[4.88]
R ²	39%	39%

Nota. Variável Dependente: Valor da Empresa. Estimação por Efeito Fixo e Efeito Aleatório. Noventa e três observações. Foi realizado Teste de Hausman para testar a hipótese H0: Não há diferença estatística entre o coeficiente da estimação por efeito fixo e por efeito aleatório. Como $\text{Prob} > \chi^2 = 0.7493$ no teste de Hausman, não se pode rejeitar H0 ao nível de 5%. ***significante a 1%; () desvio padrão e [] valor da estatística z.

Pelos resultados encontrados, percebe-se que o valor de marca da empresa tem influência sobre o valor de mercado da empresa tanto na estimação por efeito fixo como por efeito aleatório.

Na estimação por efeito fixo, os resultados mostram que para cada 1 real de aumento do valor de marca, o valor da empresa eleva-se em 0,4 reais, e para cada 1 real de aumento de EBITDA o valor de mercado da empresa eleva-se em 0,43 reais. Já, na estimação por efeito aleatório, para cada 1 real de aumento do valor de marca, o valor de mercado da empresa aumenta em 0,30 reais, e para cada 1 real de aumento de EBITDA, o valor de mercado eleva-se em 0,43 reais.

Embora matematicamente a sensibilidade da marca seja diferente na estimação por efeito fixo (0,40) comparativamente à estimação por efeito aleatório (0,30), do ponto de vista estatístico não há diferença entre esses resultados de acordo com o teste de Hausman realizado e explicado no corpo da própria TAB. 3. Nesse caso, opta-se pelo modelo de efeito aleatório que é mais eficiente.

Assim, pode-se afirmar que a valorização de 1% no valor de marca eleva em 0,30% o valor de mercado das empresas. Essa evidência confirma a importância da marca sobre o valor da empresa.

Já o R^2 expressa o quanto esse modelo explica a variação no valor da empresa. O R^2 de 39% significa que existem outras variáveis não captadas por esse modelo e que explicam o valor de mercado das empresas. Apesar do resultado do R^2 não ser tão elevado (39%), o modelo mostra a existência de uma relação estatisticamente significativa entre o valor de marca e o valor de empresa. No entanto, se os preços das ações na Bovespa refletirem a expectativa de fluxo de caixa futuro da empresa, essa relação torna-se esperada, já que a Brand Finance calcula o valor de marca baseada na projeção de fluxo de caixa futuro da empresa.

5 CONCLUSÃO

O presente artigo apontou as vantagens e desvantagens de cada um dos métodos de avaliação de marca. Apesar de ainda não haver consenso sobre a validade dos métodos das consultorias para fins contábeis, o presente trabalho mostrou empiricamente, por meio de análise econométrica de painel, a existência de relação estatisticamente significativa entre o valor de mercado de empresas listadas na Bovespa e seus respectivos valores de marca, um estudo para os EUA, com dados de outras consultorias (Interbrand e Millward Brown), para verificar se ocorre diferença na relação entre o valor de marca e o valor de empresa de acordo com a consultoria estudada.

REFERÊNCIAS

BARWISE, P. *et al.* **Accounting for brands**. London: London Business School and The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 1989.

BERTOLLOTTI, N. Valuing intellectual property. **Managing Intellectual Property**. London: n. 46, p. 28-32, Feb. 1995.

BIRKIN, M. J. Placing value upon trade marks and brand names. **Managing Intellectual Property**, London: n. 31, p. 25-31, July/Aug. 1993.

CHAVALIER, M.; MAZZALOVO, G. **Pró logo**. Marcas como fator de progresso. São Paulo: Panda Books, 2007. Cap. 3 (L).

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBEIS. **Pronunciamento técnico CPC-04**: ativo intangível. Brasília: CPC, 2008.

CRESCITELLI, E.; FIGUEIREDO, J.C.B. **Uso de diagramas causais na construção de um modelo de brandequity**. Florianópolis/SC: EMA, 2010.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall.

FERNÁNDEZ; P. **Valuation of brands and intellectual capital**. Madrid: IESE Business School, Working Paper, Navarra, 2001.

HYPERMARCAS. **Perfil Corporativo**. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.hypermarcas.com.br/institucional/historico.jsp>>. Acesso em: 1º maio 2010.

KAYO, E. K. *et al.* Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. **Revista de Administração Contemporânea**. [Curitiba]: v. 10, n. 3, p. 73-90, jul./set. 2006.

KOTLER, P.; KELLER, K. L. **Administração de Marketing**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

LEV, B. **Intangibles**: Management, measurement, and reporting. Washington: Brookings, 2001.

LOURO, Maria João Soares. Modelos de avaliação de marca. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo: v.40, n.2, p.26-37, abr./jun. 2000.

MACKAY, M. M. Evaluation of brand equity measures. Further empirical results. **Journal of Products & Brand Management**, v.10, n. 1, p.38-51, 2001.

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

O ABC do valor da marca. **Revista HSM Management**. São Paulo, mar./abr. 2002.

PESQUISA MOSTRA 100 MARCAS MAIS VALIOSAS EM 2007. Coca-Cola lidera. Folha onLine. São Paulo, 27/07/2007. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u315530.shtml>>. Acesso em: 11 abr. 2010.

SIMON, C. J.; SULLIVAN, M. W. The measurement and determinants of brand equity: A financial approach. **Marketing Science**, Lincoln, v. 12, n. 1, p. 25-52, Winter 1993.

SINCLAIR, R. **Brand Valuation**: A new path to the boardroom. American Marketing Association, July 30, 2009.

THE BRANDER. São Paulo: **Superbrands**, n. 1, sem. 2009.

TOLLINGTON, T. The brand accounting side-show. **The Journal of Product and Brand Management**, Santa Barbara: v.8, n. 3, 1999.

TUOMINEN, P. Managing brand equity. Liiketaloudellinen aikakauskirja. **The Finnish Journal of Business**, Helsinki, v.48, n.1, 1999.

TRINTA, J.C.L. **Avaliação de marcas**: Proposição e verificação da aceitabilidade de um modelo integrativo. 2006. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

VARIAN, H.R. **Microeconomia**. Princípios Básicos. 5. ed. Rio de Janeiro, Campus, 2000.