

2 Referencial Teórico

2.1 Conceitos Centrais

Alguns conceitos centrais são importantes para o completo entendimento deste estudo.

Ativos de marketing - ou ativos baseados em mercado (*market based assets*), apresentados por Srivastava *et al.* (1998), são atributos físicos, organizacionais ou humanos que permitem que as empresas implementem estratégias para melhoria de sua eficiência e eficácia, contribuindo para criação de valor.

Para que um ativo tenha potencial de criar e sustentar valor, ele precisa satisfazer as seguintes premissas estratégicas, segundo Barney (1991): (i) explorar oportunidades ou neutralizar ameaças do ambiente externo; (ii) ser raro, garantindo o diferencial; (iii) não ser imitável, impedindo a entrada de rivais no mercado; (iv) não possuir substitutos perfeitos.

Destacam-se dois tipos de ativos: ativos relacionais e os ativos intelectuais. Os ativos relacionais são resultados da relação entre a empresa e os parceiros (*stakeholders*), tais como, distribuidores, fornecedores, clientes, governos e outros grupos estratégicos. De forma mais prática, ativos relacionais são: (i) marca - sucesso do nome que converge a uma imagem sólida, desejada pelos clientes em relação a outras marcas. Neste caso, a marca é um ativo que atrai clientes e se beneficia de um prêmio adicionado ao preço, que gera caixa mais alto; (ii) lealdade do cliente – se a empresa constrói uma base satisfatória de clientes leais, há probabilidade de ser mais rentável e ter crescimento mais rápido quando comparado com outras empresas, pois os clientes leais são menos sensíveis a preço e; (iii) parcerias estratégicas – cadeia de relacionamentos com parceiros, tais como distribuidores, que provê benefícios diversos, como aumento de vendas e acesso a novos mercados. Quando o parceiro é fruto de alianças, pode gerar competências em áreas adicionais.

Os ativos intelectuais representam conhecimento gerado pelos processos das empresas em relação ao ambiente, tais como, as condições de mercado, competidores, canais de distribuição, relações sociais e políticas. Os elementos intelectuais incluem percepções, crenças, premissas e projeções. De forma mais prática, ativos intelectuais são: (i) conhecimento de marketing - conhecimento superior que provê competência em relação às habilidades, sistemas e informações, e gera vantagem competitiva à empresa ao identificar oportunidades e propensão ao desenvolvimento de estratégias.

Orientação para marketing - cultura organizacional voltada a criar ativos de marketing. Constitui abordagem estratégica fundamental para entender os mercados (Deshpandé *et al.*, 1993; Kohli e Jaworski, 1990; 1993; Morgan e Strong, 1998; 2003, Narver e Slater, 1990; Slater e Narver, 1994; 2000), além de construir vantagem competitiva. Com isso, gera valor à empresa por conhecer o que o cliente quer, desenvolve modelos de negócios que entrega o que o cliente rentável deseja, monitora a reação da concorrência e adapta processos de acordo com a mudança do mercado.

Ações de marketing - são aquelas que geram um gasto ou dispêndio a fim de influenciar no comportamento do consumidor. Essas ações podem ser campanhas publicitárias, serviço de aperfeiçoamento de atendimento ao cliente, lançamento de novos produtos, promoção de marca, programas de lealdade de forma a criar e alavancar os ativos de marketing. A principal função é construir um efeito positivo no desempenho financeiro pelo aumento da demanda, aumento da receita, contribuindo de forma direta no lucro, ganho por ação e redução do risco (Anderson *et al.*, 2004; Grullon *et al.*, 2004; Rust *et al.*, 2004:1; 2004:2; Schonfeld e Boyd, 1982; Singh *et al.*, 2005). Segundo Rao e Bharadwaj (2008), a literatura tem demonstrado que as ações de marketing geram resultados efetivos. Por exemplo, as ações a clientes geram vendas e aumentam a atratividade dos produtos da empresa, resultando assim em maior lucratividade. Os principais tipos de ações de marketing são as ações operacionais e as ações estratégicas. Em muitos estudos, tais conceitos não são claros. Segundo Furrer *et al.* (2007), as ações operacionais são aquelas tomadas para resolver uma causa interna, ou dentro

da empresa e, são essencialmente de curto prazo. Ações estratégicas são tomadas quando há uma causa externa à empresa e são essencialmente de longo prazo. Os dispêndios de marketing são difíceis de classificar como operacionais ou estratégicos, já que o impacto pode provocar melhorias operacionais, como vendas ou melhorias estratégicas, resultado do aproveitamento do desenvolvimento do mercado (Harker, 1998).

Dispêndios ou gastos de marketing - Em muitos os estudos, quando se menciona dispêndios ou gastos de marketing, mostram-se explicitados os dispêndios de publicidade e promoção, tal como em Duo e Donthu (2006); Graham e Frankeberg (2000); Heiens *et al.* (2007); Srivastava *et al.* (1998); Rust *et al.*, 2004:1; 2004:2; O'Sullivan e Abela, 2007. Outros dispêndios são: gastos em programas de lealdade do cliente, melhoria da qualidade do produto, mala-direta, Internet, entre outros.

Dispêndios ou despesas de publicidade - segundo Chang e Chan-Olmsted (2005), referem-se à soma em valor monetário (dólares) gastos na mídia de massa – televisão, internet, revista, rádio e etc. Muitas vezes estas despesas são reportadas, nos relatórios contábeis, dentro das despesas de vendas. Não é obrigatória a apresentação das despesas de publicidade de forma separadas das despesas de vendas. Segundo o banco de dados da *Capital IQ*, o montante apresentado nas despesas de publicidade pode incluir: gastos com promoções, gastos com publicidade em geral, desenvolvimento publicitário do negócio; promoção publicitária do negócio, despesas com catálogo publicitário, desenvolvimento publicitário do mercado; custos de *merchandising*; promoção de produtos, gastos com mídia, gastos com operações de *telemarketing* associados à propaganda e promoção

Resultado da empresa – segundo Damodaran (1999), um demonstrativo de resultado oferece informações sobre as atividades operacionais de uma empresa ao longo de um período de tempo específico. O resultado de uma empresa, ou resultado líquido de uma empresa é igual às receitas menos despesas. As receitas medem os fluxos de entradas de recursos decorrente das vendas de mercadorias ou

serviços. As despesas medem os fluxos de saídas de recursos para a geração de receitas. As informações que constam nos demonstrativos de resultados apresentam-se em regime de competência.

Valor da empresa e fluxo de caixa - o fluxo de caixa é aquele disponível para pagamentos e remuneração dos provedores de capital, acionistas e credores após impostos e desembolsos de capital para financiar ativos fixos e capital de giro (Copeland, 2000; Damodaran, 1999), por isso chamado de fluxo de caixa livre. Os modelos de avaliação por fluxo de caixa descontado pressupõem, então, que o valor da empresa (V) seja obtido descontando-se os fluxos de caixa esperados. Ou seja, os fluxos de caixa residuais (FC_t) após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento de dívidas, descontados pelo custo médio ponderado de capital (k). Este custo é dado pelos diversos componentes de financiamento utilizados pela empresa, com pesos e conformidade com suas proporções de valor de mercado.

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(FC_t)}{(1+k)^t} \quad (1)$$

No contexto deste estudo, para o cálculo do valor da empresa, foi necessário assumir algumas premissas e considerações, conforme Nguyen (1985). A primeira consideração é que o fluxo de caixa, gerador do valor da empresa, será calculado com as informações contábeis dos demonstrativos de resultado das empresas norte-americanas, portanto, regime de competência. A segunda consideração é que a formação desse fluxo de caixa considera somente a receita líquida menos os custos variáveis e as despesas de publicidade. Os custos fixos não são considerados, pois o intuito é captar o efeito da publicidade nas receitas, já retirados os insumos de geração dessas receitas. Esses insumos são os custos variáveis e as despesas de publicidade. Este cálculo, chamado de *geração da caixa*, será o gerador do valor da empresa.

Otimização dinâmica – consiste em tornar ótimo um valor, por exemplo, os fluxos de caixa de uma empresa (φ), considerando o efeito dinâmico existente. A função de desempenho que se quer otimizar é descrita pela variável de controle

(u_t) e de estado (x_t) em um estágio isolado. No período seguinte, a variável de estado será x_{t+1} . Mais especificamente, a otimização dinâmica consiste em encontrar o conjunto de controles (u_t) que maximize o valor atual dos fluxos de caixa ($\varphi(x_t, u_t)$) mais o valor da continuidade, que é o valor esperado no período a frente $E[F_{t+1}(x_{t+1})]$. A procura pelo valor ótimo leva à equação de *Bellman*:

$$F_t(x_t) = \max_{u_t} \left\{ \varphi_t(x_t, u_t) + \frac{1}{1+\rho} E[F_{t+1}(x_{t+1})] \right\} \quad (2)$$

Programação dinâmica – procedimento matemático de otimização que surgiu no início da década de 50. O responsável pela formulação teórica e sistematização do método foi *Richard Bellman*. A técnica apresenta várias aplicações em economia e finanças com vantagens, tais como a de tratar funções determinísticas ou estocásticas, ou seja, com inserção ou não de incerteza. Portanto, a programação dinâmica oferece uma abordagem alternativa ao problema de otimização que explora de forma mais direta a estrutura dinâmica do problema. O que a faz melhor que as técnicas tradicionais é que uma vez resolvido o problema, a lei de controle ótimo para todo o domínio viável é obtida. Basta resolver uma equação diferencial parcial, derivada da equação de *Bellman*, que é função do retorno ótimo (Dias, 1996). Segundo Dixit e Pindyck (1994), a programação dinâmica é uma ferramenta genérica para a otimização dinâmica, utilizada para a avaliação de ativos não replicáveis. Divide a seqüência de decisões em duas: a decisão imediata e uma função de valoração que engloba as conseqüências de todas as decisões subsequentes. A solução se faz de trás para frente. Quando o horizonte é infinito, não há valor final do qual se pode começar de trás para frente e o problema se torna recursivo, facilitando solução do problema.

Simulação de Monte Carlo – método utilizado para valorar derivativos complexos. Resolve problemas pela simulação direta do processo físico, de forma que não é preciso entrar na descrição e resolução de equações diferenciais. É uma ferramenta flexível para manusear detalhes específicos de problemas da vida real, incluindo restrições, tais como condições de fronteira e saídas, e fluxos de caixa complexos com várias fontes de incertezas. Tal como dito por Dias (2000), a

simulação de Monte Carlo é um antídoto para a maldição da dimensionalidade (*curse of dimensionality*) e da maldição da modelagem (*curse of modeling*) que dificulta a solução de problemas reais complexos. Em relação à precisão do método, a Simulação de Monte Carlo é calcada na Lei dos Grandes Números que diz que se o número de iterações for grande, a média da distribuição obtida na simulação converge para a média teórica correta. O método consiste em especificar as distribuições das variáveis de entrada, incluindo seqüências temporais de distribuições, ou seja, processos estocásticos, suas correlações e dependências.

Ciclos econômicos – A entidade *National Bureau of Economic Research*, formada por um comitê (*Business Cycles Dating Committee*) mantém atualizada a chamada cronologia dos ciclos econômicos americanos. A cronologia identifica as datas de picos e depressões que caracterizam uma expansão ou recessão. A recessão é um declínio significativo na atividade econômica que dura poucos meses. Este período é facilmente identificável pela queda do produto interno bruto real, renda real, taxa de emprego, produção industrial e vendas no atacado. A expansão é o estado normal da economia. Para escolha dos pontos de inflexão dos ciclos econômicos (*business cycles*), o comitê segue alguns procedimentos padrões para assegurar a continuidade da cronologia. O comitê vê o produto interno bruto real como a melhor medida para as atividades econômicas agregadas. No entanto, sugere que outros indicadores podem contribuir como informativo no processo de expansão e recessão. A variação do produto interno bruto real, em muitos estudos, determina os picos e depressões que compõem os ciclos econômicos (Hall *et al.*, 2003; Lucas, 1977). O produto interno bruto real per capita também é utilizado como medida que representa o ciclo econômico, dependendo do objetivo do estudo. Quando se quer associar o ciclo econômico direcionado ao nível de consumo da população, ao poder de compra e às vendas (informações microeconômicas), este é uma medida adequada, tal como realizado em Fatás (2002). Hodrick e Prescott (1997) também caracterizaram crescimento como análise de resultados per capita (investimentos, consumo e *etc*) ao estudar os ciclos econômicos no pós guerra e Kiguel e Liviatan (1992) ao comparar o efeito inflacionário na atividade econômica entre países, utilizaram como *proxy* dos

ciclos o GDP per capita. No entanto, para evitar dúvidas, na verificação empírica do modelo, foi aplicado tanto o GDP total, como o GDP per capita com resultados igualmente consistentes.

2.2

Revisão da Literatura

A literatura nas disciplinas de marketing e finanças exerce um papel importante em determinar a contribuição dos dispêndios de publicidade no valor da empresa. Se por um lado a área de marketing mostra a necessidade de tornar mensurável sua contribuição ao resultado da empresa e destaca os itens que podem ser efetivos para esse valor, por outro, a área de finanças se concentra na parte quantitativa em tornar essa necessidade factível.

De modo a definir uma revisão da literatura adequada para o desenvolvimento desta pesquisa, alinhada aos objetivos, os estudos contemplados devem apresentar: primeiro, a evolução das medidas que avaliam os dispêndios de marketing nos resultados da empresa. Segundo, os estudos que determinam a publicidade como representação significativa das ações de marketing. Em seguida, os estudos que contemplam os conceitos de finanças sob a perspectiva de marketing. Por fim, os conceitos de marketing sob a perspectiva de finanças, mais especificamente, estudos de finanças que buscam verificar empiricamente a contribuição da publicidade no valor da empresa, identificando a eficácia dos modelos dinâmicos e a metodologia de otimização dos dispêndios sob incerteza. Nesta parte também serão apresentadas as hipóteses da pesquisa.

2.2.1

Evolução das Medidas de Desempenho de Marketing

As medidas de desempenho de marketing têm recebido atenção tanto de acadêmicos quanto executivos por diversas razões: Primeiro, pelo objetivo de reposicionar o marketing como direcionador de vendas ou receitas futuras, conseqüentemente crescimento, rentabilidade da empresa, e por fim, contribuição no valor da empresa. Segundo, por existir a demanda dos investidores por informações relacionadas à qualidade dos esforços de marketing que são

raramente reportadas nos relatórios financeiros das empresas, salvo as despesas de publicidade pelas empresas norte-americanas, que o fazem com consistência, mas que não são obrigatórias. Terceiro, pelas medidas tradicionais de desempenho não serem mais suficientes e não valorarem com precisão o que é realizado pelo marketing. Essa avaliação foi reportada por Clark (1999), mostrando a tendência dos rumos tomados neste campo de pesquisa e atualmente, ainda em discussão (Seggie *et al.*, 2007).

Clark (1999) faz uma retrospectiva mostrando que as medidas de desempenho de marketing, vêm se movendo em três direções. Na década de 60 e meados da década de 80, os estudos pairavam sobre as medidas financeiras, ou seja, nos resultados que as ações de marketing poderiam produzir no resultado financeiro, tais como receitas e lucro. No início dos anos 90, o movimento vai das medidas financeiras para as não- financeiras, ou seja, de receita e lucro para parcela de mercado (*market share*), qualidade de serviços, satisfação e lealdade de clientes e valor da marca. Essa tendência ainda permanece, pois é consistente com as observações de Lehmann (2004) de que medidas não tradicionais são necessárias para avaliar as ações de marketing. Ainda segundo o autor, as financeiras são também importantes, principalmente em períodos de recessão, pois a pressão para corte de gastos é forte. Datando de meados dos anos 90 e final dessa década, o movimento se reinicia a partir das respostas sobre satisfação do cliente, lealdade e valor da marca, chegando à causa de tais ações, a fim de, de novo, gerar maiores resultados financeiros. Neste momento surgem os conceitos de ativos de marketing e orientação para marketing (*market orientation*), que, mais uma vez, gerariam superiores desempenhos financeiros. Zinkhan e Verbrugge (2000:1), mostrando tal coerência, afirma que o foco era a visão estratégica. Por fim, o movimento vai das medidas unidimensionais para multidimensionais, tais como eficiência, eficácia e análise multivariada. As medidas que avaliam o desempenho do marketing têm sido largamente direcionadas à produtividade e ao valor da empresa. Os estudos são desenhados para fornecer direções aos executivos de como alocar eficientemente os recursos e como avaliar o impacto no objetivo final da empresa. Das métricas de produtividade, surge a necessidade de medidas mais sofisticadas, a fim de estender a interface entre marketing e finanças (Doyle, 2000; Hyman e Mathur, 2005;

Srivastava *et al.*, 1998; Zinkhan e Verbrugge, 2000:1) e entender melhor a contribuição do marketing para o desempenho da empresa (Lukas *et al.* 2005).

Powell (2002) argumenta que as medidas financeiras são, de fato, importantes na avaliação estratégica de ações de marketing porque (i) finanças é a língua da empresa; (ii) a empresa é avaliada sob suas medidas financeiras publicadas; (iii) medidas financeiras são aquelas que provêm forma de comparação e (iv) medidas financeiras respondem às várias perguntas dentro da empresa, tais como a composição do marketing *mix*. Segundo Stewart (2008), apesar de todo esse movimento, ainda há falta de métricas consistentes e principalmente processos padronizados que permitam avaliar a possibilidade de reduzir custos, avaliar o aumento do valor da empresa e o valor do cliente e prover ainda base para o aperfeiçoamento contínuo. Lukas *et al.* (2005) afirmam ainda que os profissionais de marketing não adotam análises financeiras em suas avaliações, referindo-se, especificamente, à análise do valor da empresa.

Mesmo assim, um estudo Barwise e Farley (2004) verificou que nas maiores empresas de cinco países, tais como EUA, Japão, Alemanha, Inglaterra e França, adotam uma ou mais medidas de desempenho marketing e a mais utilizada entre elas é a parcela de mercado (*market share*) e a qualidade percebida dos produtos. Para Clark (2000), o crescimento da receita é claramente a medida de desempenho mais escolhida, seguido do crescimento do lucro. Segundo Ambler e Kokkinaki (1997), Ambler *et al.* (2004), O'Sullivan e Abela (2007) e Powell (2002) se essas medidas são utilizadas pela maioria das empresas, pode-se estabelecer comparações entre elas. Além do que já foi levantado sobre a necessidade em avançar nas medidas de desempenho de marketing, as mais recentes pesquisas não cessam tal discussão. Rust *et al.* (2004:2) identificam ainda novas direções. Dessa vez, agregando medidas financeiras e não-financeiras (Seggie *et al.*, 2007) para avaliar táticas e estratégias; valor da marca; valor do cliente; impacto do mercado; impacto financeiro e competição. Nesse caso, o dinamismo e a visão agregada de todos esses itens devem ser considerados nos futuros estudos (Zinkhan e Verbrugge, 2000:1). Os autores sustentam ainda que apesar de existirem variados métodos para avaliar as atividades de marketing e seu impacto, o importante mesmo é atingir a prática de gerenciamento, trazer credibilidade e avançar em pesquisas para aumentar o entendimento dos gastos em bilhões de unidades

monetárias todos os anos, principalmente em publicidade, que consiste na maioria destes gastos.

Existe ainda outra corrente em torno do tema de medidas em marketing. A discussão é de que enquanto os acadêmicos atentam para “o que medir”, os executivos atentam para os benefícios “do que se consegue medir até o momento”, mostrando-se satisfeitos com o que existe (Clark, 2000; Clark *et al.*, 2006). Por exemplo, O’Sullivan e Abela (2007) utilizaram uma medida de desempenho de marketing (*MPM – Marketing Performance Measure*) definindo vários atributos a esta medida, além da habilidade de medição, acompanhamento e comparação com outras empresas. Eles levantaram evidências de que essas medidas não alteraram o desempenho financeiro das empresas. No entanto, o simples fato do acompanhamento das informações já satisfazia os executivos das empresas. Segundo Gronholdt e Martesen (2005) esse benefício vai além da satisfação dos executivos, pois chega a reavaliar o conceito de marketing, para num exercício recursivo, ou seja, encontrar medidas ainda mais adequadas para o conceito de função organizacional, entrega de valor ao cliente e valor da empresa (Doyle, 2000; Gronholdt e Martesen, 2005).

Os modelos de avaliação dos conceitos de marketing também são alvo de discussões. Ao destacar modelos que empregam medidas de publicidade, Little (1979), já defendia que existiam três áreas em que os modelos, em geral, apresentavam inconsistências: a forma, a dinâmica e as interações. Um dos primeiros modelos de resposta de publicidade foi de Vidale-Wolfe (1957) que considerava o aumento das vendas e o decaimento ao longo do tempo. Em seguida, Nerlove e Arrow (1962) incorporou o *goodwill*, que sumariza o efeito do atual nas vendas, devido a dispêndios passados de publicidade, ou seja, efeito dinâmico. O modelo de Lanchester (Kimball, 1957) considerava o efeito da competição, ao estudar duopólio. Depois desses modelos propostos, vieram suas generalizações, tais como Sasieni (1971) com efeito dinâmico e Schmalensee (1978) com a competição, adicionando a função de demanda. Enquanto um grupo de acadêmicos desenvolvia os modelos, outro grupo atentava para base de dados e aplicação de métodos econométricos. Os mais comuns eram os modelos lineares e equações simultâneas, cuja estrutura não comportava o efeito dinâmico empregado anteriormente. Modelos mais realísticos, não lineares, com constante calibração

começaram a ser desenvolvidos e é uma tendência, tal como defendia Little (1979). Este afirmava que existiam muitas oportunidades para entender os processos que envolviam marketing, mais especificamente, publicidade para a melhora da produtividade.

2.2.2 Dispêndio de Marketing: Publicidade

As pesquisas das últimas décadas defendem que para atingir desempenho superior, empresas devem obter vantagem competitiva (Barney, 1986). Segundo Furrer *et al.*, (2007); Rao e Bharadwaj (2008), Srivastava *et al.* (1998;1999), os dispêndios de marketing relacionados a ativos de marketing, tais como marca, lealdade do cliente, relacionamentos estratégicos, inteligência diferenciada no desenvolvimento de novos produtos, têm a capacidade de criar vantagem competitiva por serem difíceis de replicar e criam benefícios duradouros. Dessa forma, aumentam a produtividade e a competitividade, obtendo desempenho superior. Da mesma forma, Doyle (2000) afirma que esses dispêndios de marketing devem estar sempre objetivando a criação de valor para a empresa, através de seus ativos: cliente, marca, produto, competição e meio ambiente. Erickson e Jacobson (1992) vão além, questionando como uma empresa obtém vantagem sobre seu competidor, por exemplo, aumentando seus dispêndios em publicidade ou mesmo em pesquisa e desenvolvimento (P&D). De fato, muitos estudos mostram que dispêndios de publicidade são os mais importantes e eficazes na obtenção de vantagem competitiva (Dekimpe e Hanssens, 1995; Gruca e Rego, 2005; Heiens *et al.* 2007; Herremans *et al.*, 2000; Mathur e Mathur, 1996), pois potencializam os ativos de marketing (Mela *et al.*, 1997); são, dentre as ações e despesas de marketing, a maior em volume financeiro (Aaker e Jacobson, 1994; Conchar *et al.*, 2005; Fee *et al.*, 2007; Capon *et al.*, 1990; O'Sullivan e Abela, 2007) e por fim, permite que aspectos de marketing se tornem tangíveis, por serem gastos aparentes e divulgados (Graham e Frankenberg, 2000; Shah e Saeed, 2008; Tellis e Weiss, 1995; Zinkhan e Vebrugge, 2000:2). Um estudo de meta-análise de Capon *et al.* (1990), já havia identificado que uma das disciplinas determinantes ao desempenho financeiro da empresa era referente ao marketing. Ainda em seu estudo, fatores e ambiente que contribuem significativamente para o aumento do

desempenho financeiro incluem a publicidade (Simon e Sullivan, 1993), sendo também identificada como variável estratégica. O estudo de Heiens *et al.* (2007) mostra que um caminho de obter capital relacional (Srivastava *et al.*, 1998; 1999) é através dos dispêndios de publicidade, pois dá sinais de superior qualidade dos produtos. Dessa forma, em muitos estudos, os dispêndios de publicidade são utilizados como *proxy* da presença de capital relacional.

O estudo de Srivastava *et al.* (1998) é mais específico ao associar as despesas de publicidade com os ativos de marketing. Nele, a satisfação do cliente e o nome da marca necessitam de algumas medidas para se manterem. Publicidade é um dessas medidas que gera diferencial, pois tem a capacidade de desenvolver uma eficiente comunicação (Luo e Donthu, 2006). No caso do cliente, o programa de comunicação leva informação ao público alvo. No caso da marca, o programa de comunicação transmite a informação do valor desta marca. Além disso, ainda segundo Srivastava *et al.* (1998), a publicidade promove os produtos através dos canais de distribuição, criando demanda nos atuais e potenciais compradores. Mathur e Mathur (1996), avaliando a contratação de agência de publicidade no valor das ações de uma empresa no período de anúncio da contratação, defendem também que os benefícios em gastos de publicidade são diversos: estreita o canal de comunicação e de distribuição; facilita a introdução de novos produtos e o reposicionamento; e reduz à sensibilidade dos consumidores aos preços. De fato, a publicidade, ou seja, a comunicação produz múltiplos e simultâneos resultados, tais como: resultados visíveis nas vendas e no desempenho dos produtos; e não visíveis no comportamento do cliente e na reputação da marca, conforme defendem Doyle (2000) e Luo e Donthu (2006). Se aplicado junto com gastos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), permite ainda acelerar os fluxos de caixa, reduzir a volatilidade e aumentar o valor da empresa no longo prazo, já mencionado anteriormente por Srivastava *et al.* (1998; 1999). Segundo Vakratsas e Ambler (1999), a publicidade provoca dois tipos de efeitos: efeito de persuasão e o efeito do baixo envolvimento. O primeiro efeito é mais agressivo e pode ser percebido no aumento da receita pela tentativa de convencer o consumidor a comprar um produto. O segundo efeito não tem a pretensão de aumentar as vendas, pois a idéia da publicidade é manter o produto na mente do consumidor, preservar a marca e prevenir quedas das vendas. No longo prazo, todos os dois

efeitos tendem a gerar valor para a empresa, de acordo com os autores.

Os dispêndios de publicidade também têm impacto na introdução de produtos, diferenciação e posicionamento, ou seja, na estratégia de produto no mercado (Fee *et al.*, 2007), além de tornar os consumidores menos sensíveis à alteração de preço (Kaul e Wittink, 1995; Mela *et al.*, 1997). Inclusive, segundo Mela *et al.* (1997), a redução nos gastos de publicidade leva a um aumento de consumidores não leais e mais sensíveis a preço. De acordo com Erickson e Jacobson (1992), a publicidade procura diferenciar o produto de uma empresa em relação a seus competidores. Para Luo e Donthu (2006), a publicidade obtém uma resposta favorável tanto dos investidores quanto dos consumidores no que se refere a inovações do produto. Para Aaker e Jacobson (1994), as despesas de publicidade são justificadas em termos de sua contribuição para criar valor aos ativos, não só através do produto. A publicidade promove e potencializa o valor da marca (Eng e Keh, 2007) e garante o conhecimento da marca por parte do cliente por um bom tempo, além de superior reputação, podendo trabalhar com preços mais altos frente à concorrência (Erickson e Jacobson, 1992). Marcas fortes também tendem a ter por trás altos dispêndios de publicidade (Doyle, 2000). Isso gera aumento de vendas, valor financeiro através do aumento dos fluxos de caixa, aumento da eficiência de mercado e, conseqüentemente, maiores margens (Singh *et al.*, 2005). A publicidade pode funcionar também como barreira de entrada (Capon *et al.*, 1990; Chauvin e Hirschey, 1993), desencorajando competidores a entrar num mercado com fluxo intenso de publicidade, pois é um recurso adicional a ser empregado (Erickson e Jacobson, 1992). Lembrando de Srivastava *et al.* (1998), que defendem que, além de gerar mais altos fluxos de caixa, esses gastos reduzem os custos de vendas e serviço ao consumidor, criam valor percebido da marca, criam barreiras competitivas e geram sinergia entre os ativos da empresa.

Um ponto importante deve ser considerado em relação aos dispêndios de publicidade (Gatignon, 2000; Pauwels *et al.*, 2004): o tratamento de curto e longo prazo. Muitas empresas tratam os dispêndios de publicidade como aquela despesa que pode ser ampliada em tempo de expansão econômica e reduzida ou mesmo cortada em tempo de recessão econômica (Erickson e Jacobson, 1992; Herremans *et al.*, 2000; Rust *et al.*, 2004; Seggie *et al.*, 2007; Yeung e Ramasamy, 2008),

principalmente quando a rentabilidade da empresa está sob ameaça (Doyle, 2000). Quando esta última situação ocorre, o corte dos gastos resulta no aumento imediato do lucro, pela redução de despesa (Shah e Saeed, 2008), no entanto, tem efeito oposto no valor da empresa no longo prazo (Lukas *et al.*, 2005). O valor da empresa reduz porque o efeito negativo recai sobre o preço das ações, mesmo que no curto prazo o lucro tenha crescido, gerando uma visão míope de que os dispêndios de publicidade não são importantes. Por exemplo, Furrer *et al.* (2007) defendem que os dispêndios de publicidade, como variável operacional, em tempo de recessão, ou seja, cenário em crise econômica, têm efeito negativo, por ser uma medida a ser tomada com impacto no curto prazo. Quando os dispêndios são considerados como investimentos, o efeito é no longo prazo e o impacto no valor da empresa é positivo (Chauvin e Hirschey, 1993; Danaher e Rust, 1996; Lehmann, 2004; Fee *et al.*, 2007; Mesak e Zhang, 2001). No entanto, segundo Hozier e Schatzberg (2000) e Shah e Saeed (2008), as empresas devem olhar os dispêndios de publicidade como uma despesa e não como investimento, para ser consistente com as práticas contábeis. Segundo Clarke (1976), há divergência entre esses resultados sob a análise de curto e longo prazo por conta da periodicidade e frequência dos dados considerada nos diversos estudos, o que foi criticado por Weinberg e Weiss (1982). O reconhecimento de que os efeitos de longo prazo no marketing são difíceis de detectar estão largamente mencionados nos trabalhos acadêmicos (Bass, 1969; Clarke, 1976; Dekimpe e Hanssesns, 1995; 1999; Erickson e Jacobson, 1992; Fee *et al.*, 2007; Gatignon, 2000; Lodish *et al.*, 1995; Zhou *et al.*, 2003), sem deixar de destacar a importância para os executivos e investidores em conhecer tais efeitos nas vendas.

Quantificar os efeitos de defasagens (*lags*) dos gastos de publicidade com modelos dinâmicos (Dekimpe e Hanssesns 1995; 1999) e com o emprego de equações simultâneas (Bass, 1969), é essencial para o desenvolvimento empírico e para obter resultados sustentáveis. Já Gatignon (2000) defende que a avaliação do efeito dinâmico é importante porque o impacto das decisões só é percebido depois de um tempo de observação e estabilidade. Dekimpe e Hanssesns (1995) desenvolveram um modelo com dados em séries temporais cujos efeitos dinâmicos de longo prazo puderam ser observados pela existência de raiz unitária. Isso suportaria a evidência de que existem movimentos de longo prazo pela

persistência de choques nas vendas, advindos de dispêndios com publicidade ou mesmo política de preços. Esses resultados concordam com os de Cavaliere e Tassinari (2001), ao avaliar os dispêndios de publicidade no segmento de bebidas alcoólicas. No entanto, Zhou *et al.* (2003), num estudo desenvolvido na China, defendem que os impactos de longo prazo dos dispêndios de publicidade dependem do envolvimento do consumidor em relação ao produto da empresa. Por exemplo, dispêndios permanentes com efeitos de curto prazo devem ser efetivos para consumidores cujas compras são efêmeras, pois ele irá utilizar a informação disponível para decidir naquele momento. Mesmo assim, enquanto a publicidade tem efeito de longo prazo, a promoção, é mais eficaz no curto prazo (Conchar *et al.*, 2005; Dekimpe e Hanssens 1995; 1999; Mela *et al.*, 1997; Pauwels *et al.*, 2002; Pauwels *et al.*, 2004). Os resultados do estudo de Jedidi *et al.*, (1999) sugerem que na rentabilidade, a publicidade e a redução de preço em conjunto têm efeito positivo, enquanto a promoção, sozinha, tem efeito negativo, mas esses efeitos não são independentes (Prasad e Sethi, 2008). Já Conchar *et al.* (2005) defendem que a publicidade produz tanto efeito de curto prazo nas vendas quanto de longo prazo no reconhecimento da marca (Herremans *et al.*, 2000), lealdade, redução de custos e construção de barreiras competitivas, baseado na meta-análise de 15 estudos em mais de 100 empresas. Ainda resta o entendimento da relação causal nesses modelos, mesmo com a análise temporal tendo avançado substancialmente.

Alguns estudos ainda mostraram evidências de que a publicidade afeta o preço das ações e conseqüentemente, o valor da empresa, por antecipar fluxos caixa e futuros benefícios (Conchar *et al.*, 2005; Fee *et al.*, 2007; Hirschey e Weygandt, 1985; Schonfeld e Boyd, 1982) e ainda reduzem o custo de capital (Anderson *et al.*, 2004; Grullon *et al.*, 2004; Schonfeld e Boyd, 1982; Singh *et al.*, 2005). No entanto, segundo Karrh (2004), tem-se pouco entendimento desse mecanismo, ou como os investidores incorporam esta percepção em suas decisões de investimento. Presume-se que o mercado de capitais é eficiente e os investidores, racionais e informados, consideram as campanhas publicitárias das empresas em suas decisões de investimento (Bobinski e Ramirez, 1994; Hozier e Schatzberg, 2000). Isso porque não deixa de ser um canal de comunicação que atinge a todos os investidores, desde analistas até donas de casa, principalmente

com a crescente participação dessas pessoas no mercado de capitais americano (Karrh, 2004). Além disso, gastar em publicidade e P&D é um sinal fornecido ao mercado de que existem recursos disponíveis a serem investidos (Erickson e Jacobson, 1992).

Neste contexto, há também a propensão dos investidores a pagar preços altos por algumas empresas com marcas fortes, baseada no valor gasto em publicidade por um período longo (Eng e Keh, 2007; Lodish *et al.*, 1995). Karrh (2004), ao propor um modelo teórico a ser testado, avalia a experiência no dispêndio de publicidade e a magnitude da informação. O autor conclui que a publicidade cria visibilidade de produto, marca e serviço, tornando a empresa conhecida, traduzindo em qualidade de gerenciamento e otimismo.

Singh *et al.* (2005) verificaram entre as empresas norte-americanas que as despesas de publicidade são negativamente relacionadas com o custo de capital próprio e positivamente relacionada ao custo de endividamento. Essa proporção, em seu estudo, resultava num custo médio de capital mais baixo. McAlister *et al.* (2007) analisaram os gastos de publicidade e P&D em relação à receita e verificaram também que, de fato, quanto maior esta relação, menor o risco. Em outra análise, Bobinski e Ramírez (1994) sugerem que o efeito da publicidade, mesmo a propaganda corporativa, se concentra no volume de negociação das ações quando a avaliação do investidor é de curto prazo; o efeito no preço é mais de longo prazo.

O preço está associado com expectativa do mercado e volume está associado à expectativa individual do investidor. Ou seja, quando a expectativa é do investidor individual, o que altera positivamente com a publicidade, em alguns casos, é o volume de negociação das ações. Já Schonfeld e Boyd (1982) haviam verificado que a publicidade ou propaganda corporativa produz sim, um efeito positivo no valor das ações com dados em diferentes períodos de tempo e diferentes empresas. O entendimento do mercado pode ser controverso, dado que o aumento destes gastos não necessariamente atesta a geração de resultados positivos e sim, é uma consequência desses resultados positivos. Ou seja, o impacto de valor nas ações é devido à percepção do mercado em relação à rentabilidade da empresa, e, se a empresa gera resultado positivo, ela tende a gastar em publicidade (Erickson e Jacobson, 1992), ou mesmo tendo excedente de

fluxo de caixa, a tendência é gastar mais em publicidade (Fee *et al.*, 2007), discordando de Deal (1979). Para este último autor, esse efeito contrário é inexistente.

Schonfeld e Boyd (1982) defendem que para obter resultados consistentes, os modelos que atestam alteração no preço das ações devido aos gastos de publicidade devem ter variáveis que controlem a rentabilidade e o tamanho da empresa. No entanto, o quanto gastar em publicidade é um ponto a ser discutido, como verificado em Ackoff (1975), no estudo de caso *Anheuser-Bush*, pois altos dispêndios não trazem benefícios na mesma proporção. Berk *et al.* (1999) mostraram que o gasto ótimo tanto em P&D como em publicidade para empresas em crescimento é função do seu ciclo de vida. Se a empresa é madura, os ativos tangíveis são maiores e a possibilidade de grandes retornos é remota, portanto, dispêndios em publicidade devem ser bem menores. Em empresas com grande potencial de crescimento, esses dispêndios devem ser intensificados, no entanto, até um determinado patamar, ou mesmo reduzidos, sem prejudicar as vendas (Ackoff, 1975). Não somente a intensidade do gasto, mas também o tamanho da empresa e o setor que ela pertence deve ser considerado. Segundo análise de Chauvin e Hirschey (1993), os dispêndios em P&D e publicidade são mais bem avaliados em empresas grandes do que nas empresas de menor porte. Para empresas pequenas, por exemplo, o mercado reage bem quando a publicidade é concisa e atinge o público alvo de forma efetiva. Em relação ao setor, por exemplo, no setor de manufatura, os dispêndios são potencialmente efetivos.

Portanto, pela literatura, percebe-se que os dispêndios de publicidade ocupam uma parcela significativa das ações de marketing a ponto de serem estudados e testados empiricamente nos modelos que os associem ao valor da empresa.

2.2.3 Finanças sob a Perspectiva de Marketing

A literatura de marketing que lança um olhar sobre os aspectos financeiros incluem estudos que dispararam a discussão da importância de avaliar o impacto do marketing e definir métricas mais confiáveis.

Os trabalhos iniciais foram Day e Fahey (1988) e Srivastava *et al.* (1998)

que defenderam a importância da avaliação dos ativos, ações e orientação para marketing pela ótica financeira e não somente pela ótica do marketing. O primeiro levanta a necessidade de avaliar as estratégias de mercado além das medidas financeiras tradicionais como o *ROI (return over investment)*, crescimento de parcela de mercado (*market share*), de vendas e de lucro. Seria válido identificar medidas que, além de se comunicar com outras disciplinas, verifique a criação de valor final da empresa. Se o valor da empresa é criado quando os benefícios financeiros superam os custos das atividades, sejam de marketing ou qualquer outro dispêndio, vale analisar se esse benefício está de fato sendo verificado e medido corretamente.

Uma década depois, o trabalho de Srivastava *et al.* (1998) avança nesta linha, com referência mais específica aos ativos de marketing. O trabalho desenvolve um modelo conceitual que associa os ativos de marketing e a criação do valor para o acionista e inicia vários caminhos nos quais o valor das ações de marketing pode ser identificado. O modelo conceitual se baseia na evolução relacional e intelectual dos ativos de marketing que levará ao sucesso da empresa na sua interação com o ambiente. Comparando com ativos físicos (tangíveis), aqueles cujos valores são reportados em balanço, tais como equipamentos, estoques de matéria prima e estoques de produtos acabados; os ativos de marketing não possuem tais características a fim de poder definir facilmente seu custo. Se por um lado os ativos tangíveis trazem benefícios à empresa por (i) aumentar as receitas, reduzir os custos e aumentar a produtividade; (ii) gerar barreira de entrada devido ao valor do investimento; (iii) criar outros ativos valiosos e (iv) prover opção de compartilhar tais ativos entre produtos; por outro lado, os ativos de marketing podem (i) reduzir custos através do relacionamento e conhecimento de canais de distribuição e através de clientes, induzindo a mais baixo custo de serviços e de despesas de vendas; (ii) reter prêmio no preço pela percepção do maior valor da marca; (iii) gerar barreiras de entrada pela lealdade do cliente e alto custo de troca, levando os canais de distribuição e clientes a se tornarem menos suscetíveis aos competidores; (iv) tornar os recursos ainda mais produtivos, por exemplo, quando os dispêndios de marketing objetivam a satisfação do cliente e; (v) prover a opção de criar outras marcas associadas a uma marca de sucesso. Adicionado a isso, podem gerar efeitos de longo prazo por

potencializar os ativos tangíveis, manter-se por muito tempo dentro dessas cinco perspectivas acima e explorar os benefícios da cadeia organizacional. Os autores apresentam, na Figura 1, como ativos de marketing (o relacionamento da empresa com os clientes e parceiros) geram desempenho no mercado e contribuem para o valor ao acionista, pelo impacto no fluxo de caixa, no custo de capital e no valor residual.

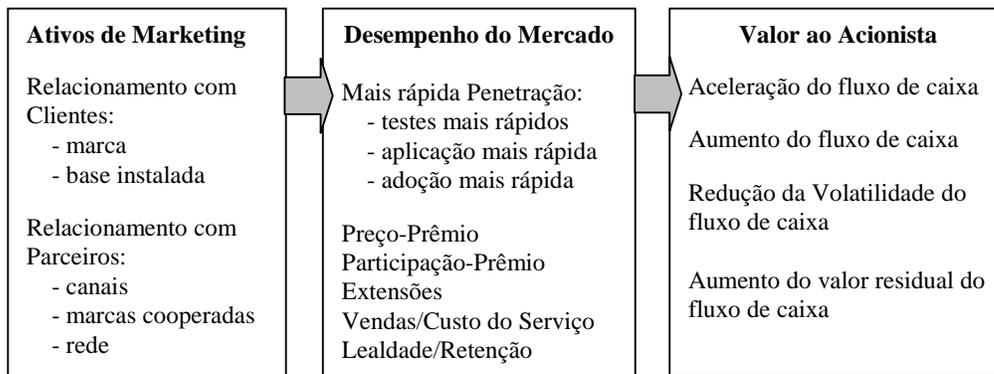


Figura 1 – Relação dos ativos de marketing e valor ao acionista

Fonte: Srivastava *et al.* (1998)

A primeira coluna representa os ativos de marketing que tem a característica de adicionar valor. As relações são formadas na base de valor entregue ao cliente através do desenvolvimento de produtos com qualidade superior, baixa percepção de risco, maior nível de confiança e melhor reputação da imagem. A satisfação é associada diretamente ao valor da marca e conseqüentemente, a marca é associada à base instalada de clientes. Se outros parceiros são os canais de distribuição, o mesmo raciocínio pode ser aplicado. Já a segunda coluna representa os resultados da satisfação do cliente ou valor da marca e as formas de se obter superior desempenho do mercado por uma mais rápida aceitação e penetração do produto e outros fatores como possibilidade de exercer um preço prêmio. A terceira coluna mostra como os ativos causam impacto na valorização da empresa: (i) acelerando o fluxo de caixa; (ii) aumentando o fluxo de caixa; (iii) reduzindo o risco e (v) aumentando o valor residual. A aceleração do fluxo de caixa pode ser justificada de algumas formas: (i) respostas mais rápidas dos esforços de marketing devido à divulgação de uma marca de valor; (ii) redução do tempo de aceitação de novos produtos, associados a uma marca de sucesso; (iii) alianças estratégicas de promoções cruzadas. O aumento do fluxo de caixa pode ser justificado pelo: (i)

geração de maiores receitas – marcas estabelecidas geram um prêmio no preço e marcas cooperadas abrem novos mercados; (ii) redução de custos – base de clientes estabelecida reduz a necessidade de capital de giro e investimentos fixos, tal como marcas cooperadas compartilham base de dados de clientes e investimentos em novas marcas. A redução do risco pode ser explicada pela menor volatilidade dos fluxos de caixa devido (i) à lealdade e à satisfação garantida dos clientes e aos programas de retenção; (ii) ao bom relacionamento com parceiros promovendo a estabilidade das operações; (iii) força da marca tornando a empresa menos vulnerável à competição. Por fim, o aumento do valor residual por ser justificado por: (i) base refinada de clientes rentáveis em detrimento a uma base maior e (ii) programas de retenção em detrimento a programas de aquisição.

Srivastava *et al.* (1999) estendem seu modelo conceitual analisando como marketing exerce influência nos processos da empresa a fim de obter valor ao acionista. A intenção é mostrar que os processos de uma empresa devem estar conectados com o reconhecimento do que é ativo de marketing. Dessa forma, desenham os três processos que, associados ao marketing, geram valor superior: (i) gerenciamento de desenvolvimento de produtos – processo que objetiva criar soluções voltadas ao cliente; (ii) gerenciamento da cadeia de distribuição – processo que incorpora as aquisições físicas que serão transformadas em soluções aos cliente; (iii) gerenciamento das relações com cliente – processo de identificação, criação de conhecimento e solidificação com o cliente. Os autores defendem que somente desta forma o marketing, tal como suas atividades ou ações, podem ser diretamente associadas às operações dentro de uma organização, tendo como consequência retornos financeiros. Os processos definidos contribuem de forma semelhante aos ativos, aumentando e/ou acelerando fluxos de caixa, reduzindo sua volatilidade e aumentando o valor residual.

Yamamoto (2002), ao testar empiricamente o modelo conceitual de Srivastava *et al.* (1999) para as empresas brasileiras em dois estudos de caso, conclui que há, de fato uma associação entre os ativos de marketing e a aceleração e desenvolvimento dos fluxos de caixa das empresas. No entanto, não obteve dados suficientes para afirmar que eles diminuem a volatilidade dos fluxos de caixa.

Com os estudos de Srivastava *et al.* (1998; 1999), relacionamento com cliente revela ser o ativo de marketing, que mais contribui para a criação de valor da empresa. Na literatura, são vastamente discutidas as estratégias de marketing identificam o cliente como o foco principal e a força que define o escopo e a proposta do negócio da empresa (Rust *et al.*, 2004). A razão por trás deste processo é simples. A premissa é que o cliente satisfeito está mais propenso a reincidir na compra (Yeung e Ennew, 2000). Essa lealdade reduz os custos e a sensibilidade a preço que, perfazendo num longo prazo, tem importante implicação na valorização da empresa. Além disso, a satisfação e lealdade do cliente representam um ativo de geração de receita que é custoso de desenvolver e manter. Por conseguinte, quando atingido, deveria fazer parte de um conjunto de informações a ser divulgado no mercado. Isso pode ser refletido nas práticas dos negócios direcionados a mercado (Szymanski e Henard, 2001), conclusões baseadas num estudo de meta-análise, associando satisfação do cliente e diversas métricas financeiras.

Anderson *et al.* (1994) já haviam identificado que implementar um programa de orientação a cliente significava alinhar os processos da empresa, os recursos, os resultados e a estrutura organizacional a fim de tratar clientes como ativos. A relação entre qualidade, satisfação do cliente e retornos financeiros parecia ser um bom exercício para entender o mercado, visto que seus primeiros resultados mostravam que a satisfação do cliente era inversamente proporcional ao aumento na participação do mercado. Isso é intuitivo, pois quanto maior a base de clientes, maior a variância da preferência e maior a distância do público alvo.

O entendimento dos benefícios financeiros em relação à satisfação do cliente foi elucidado ao avaliar o Retorno sobre Investimento (*ROI*) e o Retorno sobre Ativos (*ROA*) (Danaher e Rust, 1996; Hallowell, 1996). Aaker e Jacobson (2001) já defendiam que o *ROI* não era uma medida adequada para explicar o valor da empresa porque falha ao capturar os benefícios dos investimentos intangíveis. Num trabalho posterior, Anderson *et al.* (2004) tentam uma nova análise, agora em relação ao valor da empresa. Os resultados indicaram uma associação positiva, sendo que o valor da empresa foi analisado sob três formas: *Tobin's q*; preço de ação e relação entre valor da empresa e do patrimônio líquido. Isso significa a aplicação de medidas mais sofisticadas que seu estudo anterior (*ROI*).

Satisfação do cliente é fator importante na percepção do investidor e pode ser refletido no preço das ações ou valor da empresa (Ittner e Larcker, 1998; Lovett e MacDonald, 2005; Rao e Bharadwaj, 2008; Yeung e Ennew, 2000;). Gruca e Rego (2005), por conseguinte, avaliaram a geração e estabilidade dos fluxos de caixa, numa tentativa de mostrar empiricamente o modelo conceitual de Srivastava *et al.* (1998), obtendo resultados satisfatórios. Uma diferença importante a se destacar é que, de acordo com Gruca e Rego (2005), empresas que comandam alta participação no mercado parecem mais eficientes em converter a satisfação do cliente em maiores fluxos de caixa futuros e menor volatilidade. Portanto, para que a empresa atinja vantagem competitiva, é preciso criar superior valor para seus clientes. A discussão permanece com o estudo de Zinkin (2006) que se a concentração for somente no valor da empresa com pouco investimento no cliente, o valor pode ser destruído ao longo do tempo. No entanto, o marketing pode destruir valor da empresa se direcionar recursos demais no cliente e este não trazer retorno (Lovett e MacDonald, 2005). Ou seja, o cliente pode absorver investimentos substanciais antes de começar a gerar retornos financeiros, porém, se gerenciado adequadamente, tem efeito positivo por muitos anos (Ward, 2001). Resumindo, as ações de marketing criam vantagem competitiva através do cliente, aumentando as vendas, incentivando a recompra, a lealdade, incrementando o fluxo de caixa. Além disso, tentam maximizar o valor da empresa diretamente ou indiretamente pela boa imagem formada também aos investidores e analistas de mercado (Rao e Bharadwaj, 2008). Essa afirmação vai de acordo com Doyle (2000). Sua importância é refletida nos conceitos e métricas desenvolvidos pelo gerenciamento de marketing com associação ao valor da empresa, incluindo métricas de satisfação do cliente em relação a produto e serviço (Anderson *et al.*, 1997), valor do consumidor (Levett *et al.*, 1999), o valor da vida útil do cliente (*customer lifetime*) (Haenlein *et al.*, 2006; Rust *et al.* 2004; Ryals e Knox, 2005; Zinkin, 2006), satisfação e lealdade (Hallowell, 1996).

Recentes e mais sofisticadas metodologias aplicáveis à avaliação do desempenho financeiro de empresas que adotam estratégias de marketing voltadas a cliente foram sugeridas por Ward (2001), envolvendo: probabilidades condicionais, simulações e possivelmente opções reais. No Brasil, Rosa e Mazzon (2003) objetivaram a análise de um banco brasileiro, cujos resultados positivos

variaram significativamente conforme o perfil do grupo clientes. Ribeiro *et al.* (2005) aplicaram os conceitos de Rust *et al.* (2004) na verificação de atributos dos processos que são determinantes da retenção de clientes em hospitais brasileiros, não encontrando resultados significativos devido à limitação de métodos e amostra. Os mesmos conceitos foram aplicados no estudo de Yamamoto (2006) em operadoras de telefonia celular do estado de São Paulo, obtendo respostas de que as ações de marketing que geram valor agregado a cliente, trazem benefícios adicionais que superam os investimentos realizados. Alguns estudos ainda devem ser destacados: Brandão e Yamamoto (2006) e Bussab *et al.* (2007).

Marca está presente no modelo de Srivastava *et al.* (1998) como função do relacionamento com o cliente. Parece intuitivo que a marca é valiosa para a empresa, tanto pela perspectiva dos investidores (Doyle, 2001; Kerin e Sethuraman, 1998), quanto pela perspectiva dos consumidores (De Mortanges e Van Riel 2003; Doyle, 2000, Farquhar, 1989; Yeung e Ramasamy, 2008). Empresas com marcas fortes podem exercer um preço maior, chamado preço prêmio, gerando assim maiores receitas (Ailawadi *et al.*, 2003) e margens de lucro nos produtos, tendo papel crucial no desempenho (Herremans *et al.*, 2000) além de gerar vantagem competitiva (Aaker, 1996). Isso porque empresas com marcas fortes são percebidas com aquelas que oferecem qualidade, sendo um sinal universal (Kim *et al.*, 2003). Ao indicar confiança e qualidade, os riscos de aquisição de produtos nestas empresas são reduzidos. A marca possui quatro dimensões que podem influenciar o negócio (Aaker, 1992; 1996): percepção, associação, qualidade percebida e lealdade (Yeung e Ramasamy, 2008). No entanto, mesmo se tornando cada vez mais valiosa, seu valor e os efeitos nos resultados da empresa ainda são difíceis de mensurar. Principalmente porque marca é caracterizada como um ativo intangível (Aaker e Jacobson, 1994; De Mortanges e Van Riel, 2003; Herremans *et al.*, 2000). Simon e Sullivan (1993) tentaram estimar o efeito oposto: qual o valor da marca, dado o valor da empresa, visto que para eles, a marca cria fluxos de caixa adicionais quando comparados com fluxos de caixa de empresas que não possuem uma marca estabelecida. A metodologia proposta em seu trabalho extrai o valor da marca a partir do valor de mercado e o valor dos ativos da empresa. O trabalho demonstra que a marca compreende uma significativa parcela do valor total da empresa. Dessa forma,

defende que existe uma necessidade de se ter ações de marketing efetivas que preservem ou gerenciem bem tal marca a fim de obter maior benefício que será incorporado à rentabilidade futura. Outra dimensão pode ser observada no estudo de Lane e Jacobson (1995). Eles avaliaram a reação dos investidores à decisão de extensão da marca, pois marcas fortes tendem a transferir seu valor à outra linha de produtos, com isso reduz alguns custos de marketing (Smith e Park, 1992), além de aumentar a probabilidade de sucesso da nova categoria de produtos (Swaminathan, 2003) e reduzir os riscos (Madden *et al.*, 2006). Segundo Yeung e Ramasamy (2008) estabelecer uma associação entre o valor da marca e o desempenho da empresa é importante para prover argumentos concretos à justificativa de gastos adicionais. Em seu estudo, tentaram mostrar evidências de que a marca, de fato, gera valor de mercado à empresa, pela metodologia de dados de painel, não utilizada com frequência em outros estudos. Os resultados encontrados se mostraram satisfatórios para preços das ações. De Mortanges e Van Riel (2003) analisaram a relação entre o valor da marca com várias medidas que determinam o valor da empresa, tais como: retorno por ação, valor da empresa sobre o valor do patrimônio líquido, obtendo resultados positivos para tal relação. O valor da marca neste estudo assume o resultado obtido no modelo “*Brand Asset Valuator*” desenvolvido pelo Young & Rubicam com o objetivo de medir o valor obtido por dois componentes: diferenciação da marca e relevância percebida pelo consumidor.

A orientação para marketing (*market orientation*) também permeia o valor da empresa em vários estudos. Como influência de desempenho da empresa foi extensivamente estudada por Deshpandé *et al.* (1993), Deshpandé e Farley (2004:1; 2004:2), Kohli e Jaworski (1990;1993), McNaughton *et al.* (2001; 2002); Narver e Slater (1990), Slater e Narver (1994, 2000). A orientação para marketing pode ser descrita como uma cultura organizacional que enfatiza o entendimento do mercado, colabora para desenvolver estratégias, obtendo assim vantagem competitiva sem deixar de envolver os ativos de marketing (Han *et al.*, 1998; Harker, 1998; Morgan e Strong, 1998; 2003)). As definições variam e segundo Kohli *et al.*, (1993), orientação para marketing pode se referir também à geração de inteligência organizacional na busca de atingir as necessidades futuras e atuais dos clientes, à disseminação dessa inteligência e o comprometimento em aplicá-la.

Independente da definição, o objetivo final de empresas com orientação para marketing é obter desempenho superior e por fim, adicionar valor à empresa. Isso porque as empresas mantêm um tipo de cultura que enfatiza a competição, o foco no cliente a fim de obter superioridade no mercado (Deshpandé *et al.*, 1993; McNaughton *et al.* 2002). O estudo de McNaughton *et al.* (2001) propôs um modelo conceitual que se concentra na estratégia de valor do cliente, contribuindo para capturá-lo e mantê-lo, tal como defendia Szymanski e Henard (2001) como representação de orientação a mercado. Parte-se da idéia de que uma maior e mais rápida penetração de mercado, menor ciclo de venda e redução dos custos de vendas aumentam o fluxo de caixa livre das empresas, podendo ser reconhecida por avaliações mais altas do preço de suas ações, conforme mencionado por Srivastava *et al.* (1998). O modelo foi ainda testado empiricamente numa empresa de tecnologia, selecionando um departamento que antes era orientado a produto e passou a ser orientado a marketing. Os resultados mostraram que houve um aumento do valor da empresa atribuído à reformulação da estrutura organizacional do departamento de marketing. No Brasil, Souza (2004) encontrou resultados positivos dessa relação ao estudar empresas que atuam na Região Nordeste no período de 2001.

Mizik (2002) possui uma visão mais estratégica e afirma que os estudos exploram certas habilidades e ações isoladas de marketing e os efeitos no desempenho financeiro da empresa. Muitos autores avaliam mudanças anormais do preço das ações, em estudos de eventos relacionadas a ações de marketing. Seu estudo se concentra em dois processos fundamentais, considerados como estratégia de marketing para obter vantagem competitiva: criação de valor e apropriação de valor. O primeiro processo envolve criação de valor à empresa, influenciando a potencial magnitude de uma vantagem adquirida. O segundo, a apropriação de valor no mercado, envolve as vantagens que uma empresa é capaz de capturar. Como *proxy* de criação de valor, Mizik (2002) utiliza os gastos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) e como *proxy* de apropriação de valor, utiliza os dispêndios com publicidade, como um processo de diferenciação de suas ofertas. Os resultados mostram que a ênfase em apropriação de valor tem maior efeito no preço das ações do que a criação de valor. Em outras palavras, os dispêndios de publicidade provocam mais efeito no preço das ações do que gastos

em P&D. A publicidade gera um efeito persistente nos lucros e, maiores retornos diminuem lentamente.

Em relação aos conceitos de orientação a marketing e ativos de marketing, muita pesquisa ainda deve ser feita para entender seus componentes e o valor da empresa. Muito se conhece sobre o impacto do cliente e da marca, mas estudos como Rust *et al.* (2004) sugerem ainda uma análise sobre a competição.

2.2.4

Marketing (Publicidade) sob a Perspectiva de Finanças

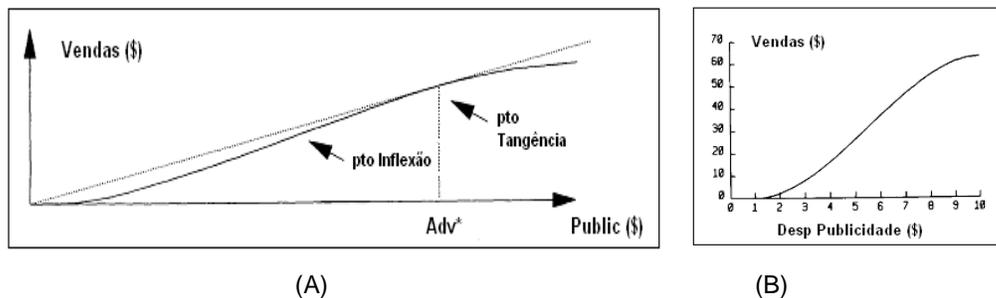
A literatura de finanças que aborda a contribuição do marketing dá ênfase às técnicas quantitativas que permitem uma investigação empírica de suas ações e atividades (Deal, 1979; Leeftang e Wittink, 2000; Ortega e González, 2007; Zinkhan e Verbrugge, 2000:1). Além dessa abordagem, algumas outras diferenças ajudam a entender o olhar de finanças sobre o marketing. Por exemplo, o estudo de Little (1979) apresenta uma análise abrangente dos conceitos e modelos. Enquanto que em marketing a atenção se concentra no cliente, marca e/ou produto, avaliados pela parcela de mercado e receita; em finanças, a ênfase é dada à concentração e eficiência desses ativos no capital de giro, estoques, preço de ações, valor ao acionista, entre outros (Dekimpe e Hanssens, 2000; Zinkhan e Verbrugge, 2000:1). Os dados também exercem influência nas duas disciplinas: em marketing a análise é comumente de uma determinada empresa, ou seja, dados internos (*firm-level*) em corte transversal; em finanças, os dados em estudos são agregados por setor e/ou atividades (*industry-level*) de forma longitudinal, formando séries temporais ou dados de painel. Em relação às variáveis de estudo, as pesquisas de finanças selecionam a publicidade como melhor representação das ações de marketing, ou seja, é a *proxy* adotada para definir tais atividades. Uma das razões (extensivamente mencionadas anteriormente) é que a publicidade é a dimensão mais tangível do marketing, além da divulgação dos dados nos relatórios anuais das empresas, portanto, são dados disponíveis (Graham e Frankenberg; 2000; Hozier e Schatzberg, 2000; Shah e Saeed, 2008; Zinkhan e Verbrugge, 2000:2). Em complemento, segundo Zinkhan e Verbrugge (2000:2), os métodos adotados em finanças são mais sofisticados e incluem estudo de eventos, regressões múltiplas, fluxo de caixa descontado, estudos analíticos, e os mais

recentes, modelos dinâmicos com processos estocásticos. Numa revisão concisa, Feichtinger *et al.* (1994) destacam seis categorias de pesquisa em finanças que estão ligadas a marketing, mais especificamente a publicidade, a partir do final da década de 70. A primeira reconhecia a contribuição gerada pela publicidade no mercado de capitais, considerando ainda preço e qualidade como variáveis adicionais. A segunda categoria se referia à resposta dos modelos dinâmicos de vendas-publicidade, seguida da chamada vendas acumuladas ou modelos de crescimento de mercado. A quarta categoria de pesquisa englobava modelos mais sofisticados por saltos nas vendas procedentes da publicidade. E as últimas categorias integravam a publicidade com outras áreas funcionais, levando em consideração outras variáveis micro e macroeconômicas e modelos de competitividade. O uso dessas diferentes visões e ferramentas nos estudos das duas disciplinas torna-as complementares, enfatizando que entre os acadêmicos de marketing e finanças o foco é diferente.

Feichtinger *et al.* (1994) e Leelflang e Wittink (2000) fortalecem a tendência da pesquisa empírica na disciplina de finanças com a utilização da técnica de programação dinâmica para integrar os modelos de marketing aos modelos corporativos. Segundo Richardson e Otto (2008), os estudos tendem a abranger conceitos como o lançamento e difusão de novos produtos, a eficácia da publicidade, o gerenciamento das tomadas de decisões gerenciais propostas pela área de marketing, projetos, inovações e lideranças com o emprego de sistemas dinâmicos. A abordagem dos sistemas dinâmicos, em detrimento dos modelos estáticos, mostra como as decisões e diversas políticas adotadas influenciam o crescimento e a estabilidade dos resultados das empresas (Howard, 1966). Segundo Morecroft (1988), Sterman (2001) e Marinelli (2007), os sistemas dinâmicos tentam analisar problemas complexos numa variedade de aplicações desde políticas públicas, estratégias corporativas e operações gerenciais, no entanto, em marketing, sua aplicação não é muito extensiva. Todavia, para Deal (1979), os modelos dinâmicos e processos estocásticos fornecem aos executivos e acadêmicos de marketing uma ferramenta eficiente para entender e estudar seus efeitos nas empresas e no mercado, tal como destacado, mais tarde, por Graham e Ariza (2003). Estes últimos mostram os avanços da tecnologia em facilitar a aplicação dos sistemas dinâmicos, cuja complexidade ajuda a resolver grande

número de variáveis num modelo, a funcionalidade das variáveis dinâmicas e a conectividade desses elementos, encaixando-se perfeitamente num cenário de tomada de decisões gerenciais em marketing (Leeflang e Wittink, 2000). Exemplos dessas decisões são as políticas de precificação, a alocação de recursos em publicidade, nível ótimo de dispêndios (Danaher e Rust, 1996) e a questão de se gastar de forma inadequada e ineficiente (Prasad e Sethi; 2004).

Portanto, a programação dinâmica é extensivamente empregada para a otimização dos dispêndios de publicidade e a discussão de sua utilização pode ser verificada em vários estudos. Por exemplo, Feinberg (1992) visava desenvolver um modelo de tempo contínuo para avaliar a prática ótima entre gastar continuamente e constantemente ou gastar pontualmente (*pulsing practice*) em publicidade. Bronnemberg (1998) também havia realizado uma análise da decisão ótima de gastar em publicidade constantemente ou concentrar tais gastos, só que em períodos discretos. A análise foi realizada sobre a função tradicionalmente assumida de que a resposta dos gastos de publicidade é uma curva S (*S-shaped*) ou côncava, encontrando pontos ótimos para este último.



Figuras 2 A e B – Curva Resposta de Vendas x Publicidade (*S-Shaped*)

Fonte: (A) Feinberg (1992); (B) Little (1979)

Vakrastas *et al.* (2004) empregaram uma visão diferente, mostrando que a resposta nas vendas não assume, necessariamente tal curva (*S* ou côncava), pois pode existir alguma região da função resposta de publicidade nas vendas cujo efeito seja zero. Isso significa que para os autores, a afirmação de que algum gasto em publicidade é sempre melhor que zero não é significativa. Mesak e Zhang (2001) também com o mesmo propósito de Bronnemberg (1998), concluíram que os dispêndios de publicidade são ótimos sob a curva *S* (*S-shaped*) em detrimento aos dispêndios constantes. A programação dinâmica tende a mostrar qual política

é melhor dentre as tradicionais (baseada nas curvas). Graham e Frankberg (2000) analisaram os impactos possíveis desses dispêndios no fluxo de caixa das empresas derivados das vendas, já que estas últimas são influenciadas pelos dispêndios de publicidade. Neste estudo, tendo como amostra 320 empresas em 10 anos consecutivos, o efeito dinâmico mostra que os dispêndios de publicidade impactam no lucro e no valor de mercado das empresas até quatro anos depois de terem sido gastos.

Kamrad *et al.* (2005), tal como Feichtinger *et al.* (1994), destacam que nos modelos dinâmicos, os efeitos estocásticos não são levados em consideração. No entanto, estudos como o de Tapiero (1979) já considerava a incerteza dos ciclos econômicos em seus modelos, além do efeito dinâmico. Estudos como de Nguyen (1985) já apontavam as limitações de estudos derivados da teoria tradicional de que incertezas de demanda deveriam ser consideradas, juntamente com o aspecto dinâmico. O autor compara respostas de um modelo estático e dinâmico introduzindo um elemento de incerteza, que considera como um erro aleatório, normalmente distribuído com média zero e variância conhecida. O objetivo deve ser sempre a otimização desses dispêndios, cuja função do erro se mostra de máxima importância. Du *et al.* (2004) mostraram que como as empresas enfrentam incertezas nas vendas, decidir qual o melhor nível de dispêndios em publicidade é fundamental para otimizar os resultados da empresa. Os dispêndios de publicidade se tornam tão incertos quanto às receitas esperadas. Para isso, desenvolveram um modelo estocástico aplicando o processo de Markov onde as vendas variam aleatoriamente e a partir dessa informação, definem o nível ótimo de dispêndios. Em muitos estudos, os modelos dinâmicos são avaliados entre as políticas de dispêndios com publicidade e precificação em ambientes de incertezas (Albright e Winston, 1979; Kamrad *et al.* 2005) ou mesmo não considerando ambiente de incerteza, mas inserindo outros fatores, tais como competição e lançamento de novos produtos, restrição orçamentária e risco (Gupta e Benedetto, 2007; Kalish, 1985; Marinelli, 2007; Prasad e Sethi, 2004; 2008; Rao, 1986; Tapiero, 1978; 1982; Thompson e Teng, 1984; Vilcassim *et al.*, 1999).

Os estudos de finanças também vêm como fundamental a avaliação do desempenho financeiro de empresas que alocam grande parte dos seus recursos em publicidade. Mais especificamente, o objetivo é avaliar a contribuição desses

dispêndios no valor da empresa.

Chauvin e Hirschey (1993) levantaram evidências de que as despesas de publicidade e P&D causam grande e positiva influência no valor da empresa. Na verdade, para os autores, apesar de publicidade ser uma despesa, os investidores vêem como um investimento em intangíveis que causará efeito positivo no fluxo de caixa projetado. Dessa forma, ajudam a norteá-lo em relação às expectativas referentes à magnitude e à volatilidade desses fluxos de caixa. Além disso, ao analisar dados agregados em corte transversal, o que é menos comum nos estudos de finanças neste assunto, obtiveram respostas adversas em relação ao tamanho da empresa e setor. Para empresas grandes, as despesas de publicidade e P&D dão mais retorno. Para empresas pequenas, os dispêndios trazem retorno, porém não tão significativos em comparação com as empresas grandes. O mesmo ocorre em relação aos setores. Setores tais como o de educação, alimentício, produtos infantis e tabaco gastam em publicidade de forma mais intensa, pois os benefícios são mais eficazes (Heiens *et al.*, 2007).

Outra abordagem financeira de aspectos de marketing foi a de Frieder e Subrahmanyam (2005). Eles investigaram o valor das ações individualmente a partir do reconhecimento da marca. O estudo é baseado na hipótese de que os investidores preferem aplicar seus recursos em ações cujas empresas são facilmente reconhecidas pelos seus produtos. Isso porque tais empresas normalmente divulgam informação de qualidade. A análise não suporta a hipótese de que os investidores confundem qualidade dos produtos com a relação risco-retorno da empresa. Grullon *et al.* (2004) compartilham dessa evidência de que a visibilidade proporcionada pela publicidade traz importantes conseqüências ao valor das ações de uma empresa. Quando os investidores são familiarizados com a empresa, compram mais suas ações, a base de acionista aumenta e a liquidez ajuda a reduzir o custo de capital, ou seja, o risco.

O fenômeno dos dispêndios de publicidade, segundo Molinari e Turino (2006), tem sido tradicionalmente analisado em microeconomia. Muitos estudos tendem a explicar o papel da publicidade no mercado competitivo e os efeitos no bem-estar social. Já na macroeconomia, a pesquisa é mais limitada, ainda segundo os autores, o que não a torna nula. Alguns aspectos foram destacados por Telser (1968): problemas de como explicar a diferença, ou intensidade dos dispêndios ao

longo do tempo e o comportamento entre os ciclos econômicos (*business cycles*); o histórico da publicidade; os determinantes dos dispêndios de publicidade (ex: tamanho da base de clientes; cliente em potencial; renda); a publicidade e o monopólio.

Estudos recentes mostram que a publicidade, de forma agregada e seus efeitos na demanda agregada e na economia, representada pelo produto interno bruto americano são avaliados nos modelos de ciclos econômicos (*business cycle*). Molinari e Turino (2007:1) concluíram que a publicidade afeta a demanda agregada e por apresentar um comportamento pró-cíclico e alta volatilidade, esta obedece tal movimento. Ou seja, a publicidade amplifica a flutuação da demanda agregada. Outro trabalho de Molinari e Turino (2007:2) mostra o impacto da publicidade agregada na economia agregada, seguindo Dixit e Norman (1978). Esses últimos defendem que a publicidade afeta os consumidores e aumenta as vendas. Dessa forma, a publicidade pode ser interpretada como a matriz para o consumismo, induzindo à intensidade da força de trabalho. Essa força de trabalho é impulsionada pela insatisfação no nível de consumo, quando a publicidade é intensificada. Para atingir um nível de consumo mais alto os consumidores tendem a trabalhar mais, a fim de poder consumir mais (Molinari e Turino, 2007:2).

Anteriormente Molinari e Turino (2006) observaram algumas estatísticas interessantes em relação aos dispêndios de publicidade: (i) são positivamente correlacionados com o Produto Interno Bruto; (ii) a volatilidade em relação ao Produto Interno Bruto é duas vezes maior; (iii) afeta as vendas de forma decrescente ao longo do tempo e (iv) o efeito no Produto Interno Bruto pode ser explicado pelo aumento no consumo, no entanto, o peso da publicidade como componente do Produto Interno Bruto é marginal. Sobre esta última sentença, Rehme e Weisser (2007) defendem que não há uma relação clara entre a publicidade, o consumo e o crescimento da economia. O objetivo dos autores era avaliar a relação causal entre a publicidade e o crescimento da economia alemã. Essa relação é complicada e para tentar resolvê-la, a sugestão seria avaliar a relação de longo prazo, baseada em uma teoria formal mais elaborada, defendiam os autores. Já O'Donovan *et al.* (2000), ao avaliar dados da Nova Zelândia, afirmam que a estrutura econômica é similar aos países desenvolvidos e que o consumo é que direciona a intensidade dos dispêndios de publicidade,

concordando com Ashley *et al.* (1980). Por outro lado, Chang e Olmsted (2005) encontraram evidências de que o Produto Interno Bruto é uma das variáveis determinantes dos dispêndios de publicidade, sendo que pode ter um efeito exclusivo, dependendo do tipo de mídia avaliada.

A literatura é vasta e controversa ao discutir a relação de causalidade entre a publicidade agregada, a demanda e economia agregada (Jung e Seldon, 1995) o que mostra que o debate ainda deve avançar. Nesse aspecto, o efeito da recessão econômica é destacado em diversos estudos, especialmente naqueles que investigam a relação dos dispêndios de publicidade com o Produto Interno Bruto. Picard (2001) verificou significativas reduções de dispêndios de publicidade durante períodos de recessão econômica. Além disso, a mídia impressa é ainda mais afetada que a mídia eletrônica neste período, o que parece ser intuitivo, visto que esta última requer menos dispêndios e possui maior abrangência. Já Kamer (2002) mostra que a tendência da maioria das empresas é cortar tais dispêndios de publicidade em períodos de recessão, no entanto, as que mantiveram ou aumentaram o nível de gasto neste período, experimentaram aumento nas vendas no curto prazo.

De acordo com a literatura, o debate está longe de ser esgotado. Dentre os estudos analisados, a metodologia é determinante nos resultados que avaliam as ações de marketing e o valor da empresa, principalmente os dispêndios de publicidade. Os aspectos econômicos também são levados em consideração nos modelos. O olhar sobre essa temática está se estendendo e, segundo Leeflang e Wittink (2000), essa década é caracterizada pela demanda de melhorias e sofisticação de modelos.

2.3 **Suposições/Hipóteses**

Frente à revisão de literatura, aos problemas destacados e aos objetivos desta pesquisa, as suposições/hipóteses são apresentadas a seguir.

Baseado no problema da dificuldade de mensurar e tornar justificáveis os dispêndios de marketing, preocupação atual entre os profissionais desta área, a primeira hipótese é que:

H1: os dispêndios de marketing, representados pelos dispêndios de publicidade são justificáveis quando realizados de forma efetiva, ou seja, quando há possibilidade de otimização.

Se há uma relação entre a publicidade, o consumo e o crescimento da economia, conforme muitos autores destacam, e que o produto interno bruto é um dos determinantes dos dispêndios de publicidade, a segunda hipótese é que:

H2: a racionalização dos dispêndios de publicidade é fruto da interação com os ciclos econômicos.

Se as medidas tradicionais de avaliar vendas sob o efeito dos dispêndios de publicidade não são mais suficientes e a contribuição do marketing avança na direção do valor da empresa, assim, a terceira suposição é de que:

H3: dispêndios de publicidade quando gastos de forma efetiva provocam impacto positivo no valor da empresa.