



Elaine Barbosa Couto Silveira

**A relação da satisfação do consumidor com o
valor da empresa e indicadores de rentabilidade**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação
em Administração de Empresas da PUC-Rio como
requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em
Administração de Empresas.

Orientadora: Prof^a. Graziela Xavier Fortunato

Rio de Janeiro

Abril de 2018



Elaine Barbosa Couto Silveira

**A relação da satisfação do consumidor com o
valor da empresa e indicadores de
rentabilidade**

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio.
Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Profa. Graziela Xavier Fortunato

Orientadora

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Luís Alexandre Grubits de Paula Pessoa

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Angilberto Sabino de Freitas

Unigranrio

Prof. Augusto Cesar Pinheiro da Silva

Vice-Decano de Pós-Graduação do Centro de
Ciências Sociais – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 25 de abril de 2018

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, da autora e da orientadora.

Elaine Barbosa Couto Silveira

Graduou-se em Administração e Contabilidade nos anos de 1997 e 2002, possui MBA nas áreas de gestão de projetos e finanças corporativas. Atua na área financeira, com foco em reestruturação de empresas e controladoria.

Ficha Catalográfica

Silveira, Elaine Barbosa Couto

A relação da satisfação do consumidor com o valor da empresa e indicadores de rentabilidade / Elaine Barbosa Couto Silveira ; orientadora: Graziela Xavier Fortunato. – 2018.

53 f. : il. color. ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2018.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Rentabilidade. 3. Marketing. 4. Satisfação do consumidor. 5. Acsi. I. Fortunato, Graziela Xavier. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Agradecimentos

À minha família, em especial a meu esposo Victor e a meus filhos Beatriz, Fernanda e Davi pelo apoio, compreensão e incentivo ao longo deste curso.

À orientadora deste trabalho, professora doutora Graziela Fortunato, por sua contribuição fundamental para a elaboração deste trabalho. Muito obrigada!

Resumo

Silveira, Elaine Barbosa Couto; Fortunato, Graziela Xavier. **A relação da satisfação do consumidor com o valor da empresa e indicadores de rentabilidade.** Rio de Janeiro, 2018. 53p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O objetivo deste trabalho é verificar qual a influencia do investimento em marketing e consequentemente da satisfação do consumidor, no valor economico-financeiro das organizações no que tange a sua rentabilidade e lucratividade. Existe muita divergencia quanto a efetividade das ações de marketing no resultado economico financeiro, constantemente discutida pelos administradores. Para abordar esta questão utilizou-se o ACSI, indice de satisfação do consumidor americano associados a indices de rentabilidade e performance usualmente utilizado nas avaliações das empresas. O campo de pesquisa foi delimitado as empresas de capital aberto em países em desenvolvimento pertencentes ao mercado discricionário. A análise da satisfação do consumidor apesar da sua importância é pouco medida em termos de retorno financeiro. De modo que, este trabalho permitirá demonstrar segundo modelo aplicado a relação da satisfação do consumidor versus a rentabilidade e performance dessas empresas haja vista uma expectativa no impacto positivo, reafirmando a lealdade do consumidor com o produto da empresa ou negativo sob a influencia das percepções de insatisfação do cliente.

Palavras-chave

Rentabilidade; marketing; satisfação do consumidor; ACSI Index.

Abstract

Silveira, Elaine Barbosa Couto; Fortunato, Graziela Xavier (Advisor). **Consumer Satisfaction related with firm value and profitability.** Rio de Janeiro, 2018. 53p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The objective of this study is to verify the influence of marketing investment spending and, consequently, consumer satisfaction with the economic-financial value of the companies in terms of their profitability and profitability. There are many disagreements as to the effectiveness of marketing actions in the economic-financial result, constantly discussed by managers. To address this issue, consumer satisfaction was used using the American Customer Satisfaction Index (ACSI), or American Consumer Satisfaction Index, associated with profitability indicators usually adopted in corporate valuations. As a research field, publicly traded companies in developed and developing countries belonging to the discretionary market were determined. The analysis of consumer satisfaction, despite its importance, is little measured in terms of financial return and is spared, so that, in this work, we try to demonstrate it according to the model applied to the relationship of consumer satisfaction with profitability of the companies, that is, with the generation of value to shareholders and investors of these. Let's see, an expectation not a positive impact reaffirming the impact of the consumer satisfaction index as a result of a marketing action that brings back to the company ACSI.

Keywords

Profitability; marketing; consumer satisfaction; ACSI Index.

Sumário

1. Introdução	12
1.1. Descrição do problema	12
1.2. Objetivo geral	14
1.3. Objetivos específicos	14
1.4. Relevância do estudo	14
1.5. Delimitações do estudo	15
1.6. Estrutura da dissertação	15
2. Referencial teórico	17
2.1. O desempenho do marketing e a relação com o valor das ações	17
2.2. Desempenho e rentabilidade das empresas	18
2.3. Índice de Satisfação do Consumidor Americano – ACSI	19
2.4. Satisfação do consumidor	22
2.5. Formulação das hipóteses	25
3. Metodologia	27
3.1. Amostra	27
3.2. Coleta e tratamento dos dados	30
3.3. Definição do modelo de pesquisa	31
3.4. Variáveis da pesquisa	32
4. Resultados	34
4.1. Análise de resultados	34
5. Conclusão	42
6. Referências bibliográficas	45

Lista de tabelas

Tabela 1 - Empresa por nacionalidade da amostra	29
Tabela 2 - Empresa por mercado discricionário	29
Tabela 3 - Resumo dos resultados dos modelos	41

Lista de quadros

Quadro 1 - Relação das empresas da amostra	28
Quadro 2 - Indicadores do modelo	30
Quadro 3 - Variáveis dependentes	33
Quadro 4 - Variáveis independentes	33

Lista de figuras

Figura 1 - Cadeia de produtividade em marketing	19
Figura 2 - Modelo do ACSI	20
Figura 3 - Modelo do ACSI por Fornell (1996)	22

Lista de siglas

ACSI - *American Customer Satisfaction Index*, Índice de Satisfação do Consumidor Americano

ADV - Advertising

Anpad - Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração

Ebitda - Earnings before interest, taxes, depreciation and Amortization

Enanpad - Encontro da Anpad

GRR - Crescimento das vendas

INT - Intensidade de capital

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

Lajida - Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização

LL - Lucro líquido

Nasdaq - National Association of Securities Dealers Automated Quotations

NM - Margem líquida

Nyse - The New York Stock Exchange

PIB - Produto Interno Bruto (as palavras nacionais não devem estar em itálico)

PL - Patrimônio líquido

ROA - Return on assets

ROE - Return on equity

RPL - Retorno do patrimônio líquido

RT - Receita total

STO - Retorno das ações das empresas.

1

Introdução

1.1.

Descrição do problema

A discussão sobre a satisfação do consumidor tornou-se uma preocupação no mercado empresarial (BHARADWAJ; MITRA, 2016; FORNELL; MORGESON; HULT, 2016; KUMAR; WERNER, 2016; SORESCU; SORESCU, 2016) bem como os esforços deste não só para melhorar a qualidade dos serviços e produtos, como também para manter a fidelidade do consumidor em um ambiente competitivo (FORNELL; RUST; DEKIMPE, 2010; RUST; ZAHORIK, 1993). Não surpreendentemente, as empresas vêm investindo recursos para aumentar e reter a satisfação do consumidor, e muitas estudam a relação da satisfação do consumidor com o seu crescimento (HULT et al, 2017).

Estudos apontam a relação entre a satisfação do consumidor e o desempenho financeiro das empresas e, conseqüentemente, o seu valor de mercado. Segundo Diether, Lee e Werner (2009), o movimento nas bolsas do *The New York Stock Exchange* (Nyse) e do *National Association Dealers Automated Quotations* (Nasdaq) reagem à divulgação do *American Customer Satisfaction Index* (ACSI), demonstrando que os operadores do mercado de ações respondem rapidamente ao anúncio do índice de satisfação do consumidor, diferentemente do que apontam Fornell, Mithas e Morgeson (2006) e Raithel et al (2012), que consideram que os investidores podem demorar a reagir à divulgação das pontuações do índice.

Gruca e Rego (2005) estudaram a relação de satisfação do consumidor com a geração de fluxo de caixa. A investigação dos autores fortalece a cadeia de efeitos que vinculam a satisfação do cliente ao valor do acionista, estabelecendo a ligação entre a satisfação e duas características dos fluxos de caixa futuros que determinam o valor da empresa para os acionistas: crescimento e estabilidade. Os autores constatarem que a satisfação gera valor ao acionista, aumentando o crescimento do fluxo de caixa futuro e reduzindo a sua variabilidade. Fortunato et al (2010) evidenciam que o efeito das despesas de marketing no fluxo de caixa das

empresas é influenciado pelo Produto Interno Bruto (PIB), de forma que quando este decresce, as empresas deveriam gastar mais em marketing..

Não é incomum que os executivos das empresas e seus gestores analisem se a satisfação do consumidor influencia a geração de valor das empresas e de seus indicadores de rentabilidade. Tuli e Bharadwaj (2009) apresentam um debate sobre o quanto e se a satisfação do consumidor fornece informações para os profissionais do mercado financeiro, incluindo analistas financeiros e investidores, além do que já é refletido nas informações contábeis.

Apesar da importância desses esforços, reconhecidos por gestores e acionistas, questões teóricas e operacionais das variáveis estudadas limitam a capacidade dos estudos de compreender como a satisfação do consumidor afeta o valor das empresas para os acionistas (GRUGA; REGO, 2005; RUST et al, 2004).

O marco pela busca em mensurar a satisfação do consumidor foi beneficiada com o surgimento do ACSI por Fornell et al (1996), índice utilizado em vários trabalhos com esse objetivo (GRUGA; REGO, 2005; GRONHOLDT; MARTENSEN; KRISTENSEN, 2000; SOWINSKI et al, 2008; RAO et al, 2004).

Neste trabalho, adotou-se como referencial teórico o estudo de Denizci e Xiang (2009), que teve como propósito melhorar a compreensão da interface marketing-financeiras através do desenvolvimento de um modelo que verifica a relação entre os esforços de marketing e a criação de riqueza para os acionistas, relacionados ao mercado de turismo e às indústrias de hospitalidade. Os autores obtiveram resultados positivos nessa análise. Assim, este estudo objetiva analisar a relação entre a satisfação do consumidor e o desempenho da empresa, bem como responder à seguinte pergunta: a satisfação do consumidor contribui para o desempenho econômico-financeiro da empresa e gera valor ao acionsita?

Dessa forma, este trabalho testa a relação do índice de satisfação do consumidor (ACSI) com os indicadores de rentabilidade de mercado das empresas do setor discricionário. O consumo discricionário pode ser definido como um consumo não planejado ou não necessário, usualmente associado ao mercado de lazer ou luxo (WOOD, 2005) sem frequência definida.

1.2.

Objetivo geral

Objetiva-se verificar se há relação entre a satisfação do consumidor e os resultados de rentabilidade das empresas do setor discricionário dos países desenvolvidos e em desenvolvimento, no sentido de gerar valor para os acionistas, seguindo o modelo de Denizci e Xiang (2009).

1.3.

Objetivos específicos

Pretende-se identificar a relação entre o índice de satisfação do consumidor, utilizando o ACSI como parâmetro para essa variável, na contribuição do desempenho econômico-financeiro das empresas do setor discricionário de capital aberto e listadas em bolsa de valores, no período de 2006 a 2016.

O referencial teórico adotado foi o estudo de de Denizci e Xiang (2009) para identificar se a satisfação do consumidor possui relação positiva com indicadores contábeis – *ROA*, *ROE*, retorno das ações, *Q* de Tobin e margem *Ebitda*.

1.4.

Relevância do estudo

Teoricamente, há a percepção de que um aumento na satisfação do consumidor gera um aumento no volume de vendas e, com isso, uma participação maior no mercado (ITTNER; LARCKER, 1996; MITTAL et al, 2005; SORESCU; SPANJOL, 2008). Essa percepção consiste em um método tradicional de avaliar o sucesso das estratégias de marketing, segundo Lehmann (2004).

Identificar e comprovar a relação direta da satisfação do consumidor com o impacto financeiro nas empresas tem sido objeto de estudo de diversos pesquisadores, tais como Borah e Tellis (2014), Currim, Lim e Kim (2012), Day e Fahey (1988), Fang, Lee e Yang (2015), Morgan e Hunt (1994) e Ittner, Larcker e Rajan (1997). Em estudo conduzido por Hansen, McDonald e Mitchell (2013), observou-se que os esforços de marketing estão significativamente relacionados com a produtividade financeira. Outros pesquisadores examinaram a relação entre a satisfação e o valor de mercado e concluíram que, quando se trata de influenciar o valor dos acionistas, a satisfação do consumidor é um componente de

fundamental importância para o mercado financeiro (FLIGSTEIN, 2002; SMIT; TRIGEORGIS, 2004).

Ao longo dos últimos anos, a área de marketing vem evoluindo com suas métricas de avaliação, e usualmente são utilizadas, por exemplo, métricas de preferência, intenção de compra, participação em carteira, taxa de lealdade e a própria satisfação do consumidor (FARRIS et al, 2006).

Tendo em vista a importância de mensurar a satisfação do consumidor voltando-se para a rentabilidade e para o valor das empresas, o presente trabalho contribui para reforçar as observações realizadas em estudos passados, adotando como amostra empresas do setor discricionário, ou seja, crítico quando se trata de satisfação do consumidor. Além disso, analisou-se o impacto desse fenômeno na margem operacional, não observado por outros estudos.

1.5.

Delimitações do estudo

Este estudo delimita-se à identificação da relação entre o índice de satisfação do consumidor e a geração de valor para os acionistas e para as empresas de capital aberto, isto é, negociadas em bolsa de valores, listadas no ACSI.

O modelo adotado foi aplicado nas empresas classificadas como empresas pertencentes ao setor discricionário. Em termos temporais, a aplicação restringiu-se aos anos de 2006 a 2016.

Cabe ressaltar que, no Brasil, não há divulgação de um índice de satisfação do consumidor das empresas brasileiras; por esse motivo, este trabalho não pôde ser feito com base na realidade brasileira.

1.6.

Estrutura da dissertação

O desenvolvimento deste trabalho obedece à seguinte sequência: no capítulo dois, é realizado o levantamento bibliográfico dos estudos, ao longo do tempo, sobre o desempenho do mercado econômico-financeiro face aos investimentos na área de marketing com relação ao valor de mercado das empresas, ao desempenho da lucratividade e a conceitos do comportamento do consumidor; além disso, discute-se o Índice de Satisfação do Consumidor Americano, o seu surgimento e a

sua importância. No capítulo três, é formulada a metodologia do trabalho, o universo pesquisado, e são apresentados os recursos adotados para a coleta de dados e a definição do modelo de pesquisa e suas variáveis. No capítulo quatro, aplicam-se os modelos propostos, e apresenta-se a análise de resultados. Por fim, o capítulo cinco consiste nas considerações finais do trabalho, nas limitações do estudo e nas indicações para futuras pesquisas.

2

Referencial teórico

2.1.

O desempenho do marketing e a relação com o valor das ações

No que se refere à relação do marketing com o desempenho das empresas, Rust et al (2004) destacam que a eficiência do marketing corresponde à ligação entre as atividades executadas por ele e o desempenho de curto e longo prazo da empresa. Nesse contexto, Blythe (2014) apresenta o conceito de marketing fundamentado no valor das ações, que implica que a satisfação do consumidor é o caminho para maximizar o valor para os acionistas. Por outro lado, as despesas de marketing passaram a ser questionadas, tendo em vista a carência de prestação de contas em relação aos valores empregados em suas atividades (RUST et al, 2004).

Há estudos que se concentram especificamente no desempenho do mercado financeiro, no que diz respeito à movimentação de compra e venda das ações negociadas em bolsa em decorrência da relação de satisfação do consumidor (SWAMINATHAN et al, 2013).

Malshe, Colicev e Mittal (2017) estudaram a relação de venda de ações a descoberto (*short selling*) nas bolsas americanas *Nasdaq* e *Nyse* e destacaram que, em 2005, as vendas representaram, em média, 23,9% da *Nyse* e 31,3% da *Nasdaq*; de acordo com a Autoridade Regulatória da Indústria Financeira (Finra), em 2017, o volume de vendas da primeira subiu para 38,4%, e o volume negociado na segunda, para 46,3%.

Os autores atribuem o fato do crescimento das vendas a descoberto à divulgação do Índice de Satisfação do Consumidor Americano, o ACSI, considerado um influenciador no comportamento dos operadores do mercado de ações.

Desse modo, no que tange à mensuração do desempenho do marketing, não somente estudos com enfoques teóricos foram realizados, como também foram desenvolvidas diversas pesquisas empíricas abrangendo a conexão entre os ativos de marketing e o desempenho das empresas (HEERDE; GIJSBRECHTS; PAUWELS, 2015).

O marketing, ao longo da sua evolução, incorporou várias estratégias que o fizeram perder a imagem de área de vendas e comercial para algo intimamente ligado aos objetivos estratégicos das empresas (HANSEN; MCDONALD; MITCHELL, 2013; XIONG; BHARADWAJ, 2013), principalmente em se tratando de trabalhar da melhor forma para que os serviços e produtos satisfizessem as necessidades dos consumidores (FENG; MORGAN; REGO, 2015).

2.2.

Desempenho e rentabilidade das empresas

O desempenho e a rentabilidade econômico-financeira das empresas são avaliados tradicionalmente pela análise das demonstrações contábeis, em especial os das empresas de capital aberto cujos dados estão disponíveis, obrigatoriamente, nas bolsas de valores onde possuem negociação. Esses dados permitem compreender a realidade econômico-financeira das empresas e avaliar o comportamento de seus resultados pelo viés econômico, ou seja, de maneira tangível. Outros aspectos podem ser analisados, como o setor em que a empresa está inserida e o contexto político econômico, e essas análises são realizadas tendo como base indicadores de liquidez, estrutura patrimonial, capital de giro, lucratividade e rentabilidade (MARTINS; MIRANDA; DINIZ, 2014; LEE; HOW, 2018).

A intangibilidade do desempenho empresarial, por sua vez, é pouco estudada. Bruni e Famá (2012) relatam que uma empresa consegue ser mais rentável quando possui maior participação de mercado e, mediante ganhos de escala e avanços na curva de aprendizagem, obtém menores custos. Porém, não se estabelece em nenhum momento um vínculo dessa participação de mercado a atividades de marketing. Já Cruz, Freitas e Sharland (2009) associam a vantagem competitiva efetiva a um desempenho melhor em relação ao segmento em que a empresa atua.

Ainda com relação ao desempenho, segundo Al-Matari, Al-Swidi e Fadzil (2014), ele é um dos conceitos mais importantes na estratégia de negócios e, por isso, é de extrema relevância saber como medi-lo. Nesse sentido, Rust et al (2004) mostram, na cadeia de produtividade em marketing (figura 1), que toda ação de

marketing tem impacto no desempenho financeiro da empresa, em especial o valor do consumidor (*customer equity*). De forma geral, o esquema demonstra como ocorre a relação entre finanças e marketing. Nela, são identificados os investimentos em ativos de marketing e como estes podem criar valor para a empresa.



Figura 1 – Cadeia de Produtividade em Marketing
Fonte: Adaptada de Rust et al. (2004)

2.3. Índice de Satisfação do Consumidor Americano – ACSI

Satisfazer as necessidades dos consumidores tornou-se um aspecto importante na estratégia de mercado, pois, quanto mais este for competitivo, mais será forte o poder do consumidor (TARASI et al, 2011). Nesse contexto, muitas empresas, estadunidenses ou não, utilizam o ACSI para medir a percepção de satisfação do consumidor.

Esse índice se baseia nas avaliações dos consumidores sobre a percepção da qualidade de bens e serviços das empresas e de seus produtos, abrangendo empresas nacionais e internacionais da economia americana. Surgiu em 1994, na Universidade de Michigan, em parceria com a *American Society for Quality* (Sociedade de Qualidade Americana) e com o grupo *Corporate Finance International* (CFI). O modelo americano do índice teve origem derivada de um

modelo utilizado da Suécia em 1989, chamado de *Swedish Customer Satisfaction Barometer (SCSB)*, ou Barômetro Sueco de Satisfação do Consumidor. Os dois índices foram desenvolvidos por Anderson, Fornell e Lehmann (1994). O ACSI abrange 43 indústrias e 10 setores econômicos e é atualizado a cada trimestre.

Segundo o primeiro estudo de Fornell et al (1996), conhecido como o “pai da satisfação do consumidor”, o modelo apresentado sumariza um índice de satisfação do consumidor americano com impacto positivo na lealdade do consumidor e negativo em suas reclamações. De acordo com os autores, a satisfação sofre influência da qualidade e do valor percebidos e da expectativa do consumidor.

De forma adaptada, diversos autores pautaram seus estudos estendendo e variando as relações obtidas no ACSI, ora acrescentando, ora retirando dimensões, mas utilizando como base as relações apontadas por Fornell et al (1996) para a qualidade, satisfação e lealdade (MANTOVANI, 2012).

A metodologia aplicada no construto do ACSI é quantitativa, via questionário estruturado, e utiliza o modelo da figura 2 como base para avaliação da satisfação. Os dados coletados são do consumidor final. Mais de 50 mil respondentes são consultados, através de entrevistas telefônicas assistidas por computador desde 1994. Os entrevistados são questionados em quinze variáveis, que são utilizadas para calcular seis construtos latentes, inclusive o índice geral de satisfação do consumidor. Todas as medidas são baseadas em experiências dos consumidores com o produto ou serviço, e a pesquisa compreende mais de 200 membros da *Fortune 500* (empresas públicas e privadas) (FORNELL et al, 1996).

[GF1] Comentário: Maiúsculo e Itálico!!!

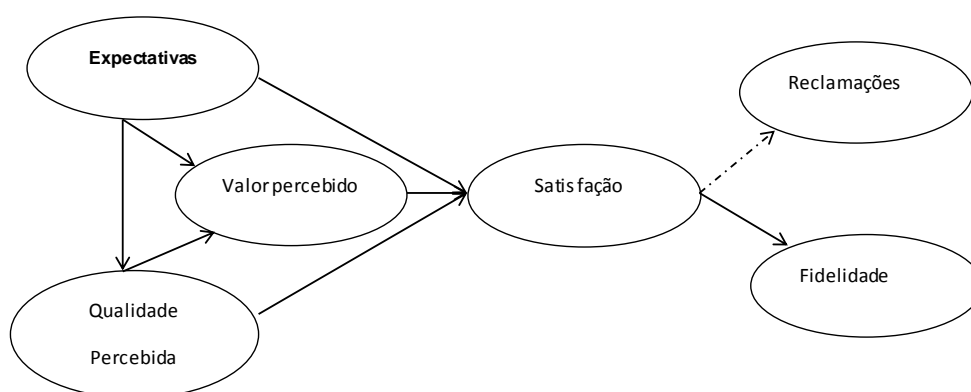


Figura 2 – Modelo do ACSI
Fonte: adaptado de FORNELL et al, 1996, p. 8.

A expectativa do cliente influencia a satisfação de duas maneiras: ou de forma direta, ou por meio da não confirmação das expectativas (SZYMANSKI; HENARD, 2001); o modelo ACSI aponta claramente a influência direta das expectativas de satisfação. Como mencionado, as expectativas são formadas pelas experiências passadas do consumidor (experiências anteriores de compra, informações recebidas via comunicação boca a boca e/ou via comunicações da empresa, como em propagandas), que levam o cliente a tentar prever como a empresa fornecedora performará no futuro. Nesse sentido, a expectativa funciona como um voto de confiança do cliente, e, portanto, quanto maior for a expectativa, maior será a satisfação (FORNELL et al, 1996).

No modelo ACSI, a qualidade é avaliada de acordo com três elementos: (i) avaliação geral da experiência; (ii) avaliação da customização (o quanto o produto se adapta às necessidades específicas do cliente); e (iii) frequência de ocorrência de erros do fornecedor. Analisando comparativamente vários setores por meio desse parâmetro, a customização se mostra mais representativa na formação da percepção de qualidade do que na ocorrência de erros (FORNELL et al, 1996).

A adequação do produto às necessidades específicas do consumidor é apontada como um dos elementos de avaliação da qualidade do produto no modelo ACSI (FORNELL et al, 1996). Embora haja linhas de pesquisa que entendam a satisfação como uma etapa anterior ao reconhecimento de qualidade, utiliza-se, neste trabalho, o mesmo conceito defendido por Fornell et al (1996).

A relação satisfação e fidelidade, no ACSI (FORNELL et al, 1996), é apontada de forma direta, e não mediada por outros fatores. Nesses modelos, a satisfação aparece como elemento mediador de avaliações racionais, como valor percebido e qualidade do produto. Tais modelos seguem a lógica de avaliação formal, avaliação afetiva (satisfação) e comportamento (fidelidade).

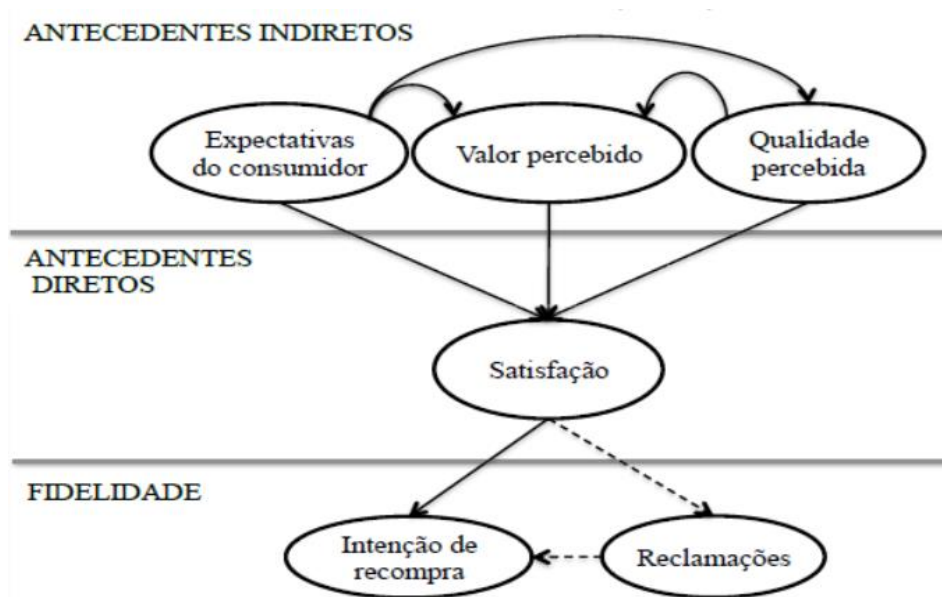


Figura 3 – Modelo do ACSI
Fonte: FORNELL et al, 1996.

2.4. Satisfação do consumidor

A utilização de métricas em marketing resultou da necessidade das empresas de justificar despesas com marketing que vão desde os níveis de satisfação do consumidor ao número de cliques únicos em sites específicos (GUPTA; ZEITHAML, 2006).

As métricas do consumidor incluem uma variedade de constructos categorizados em medidas observáveis ou comportamentais e em medidas não observáveis ou perceptuais. As medidas observáveis envolvem os comportamentos dos consumidores, que normalmente relacionam as decisões de quanto, o que, quando e onde comprar um produto. Do ponto de vista de uma empresa, isso se traduz em decisões sobre a conquista de consumidores, a retenção e a lealdade. As medidas não observáveis englobam as percepções dos consumidores quanto à qualidade do serviço, as atitudes em relação à satisfação e as intenções comportamentais de compra. Na nomenclatura dos economistas, constructos não observáveis indicam preferências, enquanto constructos observáveis sinalizam preferências, e ambos proporcionam ganhos financeiros: a satisfação do consumidor conduz ao comportamento de recompra e, conseqüentemente, ao aumento das vendas e da lucratividade (GUPTA; ZEITHAML, 2006).

A satisfação do consumidor já recebeu várias definições e tornou-se um conceito-chave para o campo de marketing. Uma das definições aceitas classifica-a como o julgamento avaliativo pós-escolha referente a uma seleção específica de compra (DAY, 1984). Segundo Oliver (1980), por sua vez, a satisfação do consumidor é definida como um estado afetivo gerado pela reação emocional em relação à experiência com um bem ou serviço. Já para Fornell (1992) e Anderson, Fornell e Mazvancheryl (2004), ela seria uma avaliação global com base na compra realizada pelo consumidor e na sua experiência de consumo com o produto ou serviço ao longo do tempo. Essa satisfação também pode ser compreendida como a avaliação feita pelo consumidor em relação a um produto ou serviço, com respeito ao atendimento das suas próprias necessidades e expectativas.

O não atendimento às necessidades e expectativas dos consumidores é o causador da insatisfação (ZEITHAML, 2003). Assim, Anderson, Fornell e Lehmann (1994) dividem a satisfação em satisfação da transação específica e satisfação cumulativa. A primeira é o “julgamento avaliativo pós-escolha em uma ocasião de compra específica” e é útil ao diagnóstico de bens e serviços específicos. A segunda é a “avaliação global baseada na experiência total de compra e consumo de uma mercadoria”. (ANDERSON; FORNELL; LEHMANN, 1994, p. 54).

Em Wilkie (1994, p. 541), verifica-se que “a satisfação e a insatisfação referem-se a uma resposta emocional para uma avaliação do consumo de um produto ou serviço”. Esse conceito se afasta um pouco do modelo da dissonância cognitiva, mas também não o contradiz. Para Howard e Sheth (apud Evrard, 2004, p.11), satisfação “é o estado de ser adequadamente recompensado em uma situação de compra pelos sacrifícios feitos”. Outra definição importante é atribuída a Morgan e Hunt (1994): “a avaliação feita é que a experiência foi no mínimo tão boa quanto se havia suposto que fosse”. Essas classificações compreendem três elementos característicos do conceito de satisfação: os estados psicológico, posterior à compra e o relativo.

Segundo Cadotte, Woodruff e Jenkins (1987), a satisfação do consumidor, do ponto de vista econômico, é entendida pelo binômio confirmação-desconfirmação¹: quanto mais as expectativas pré-compra forem excedidas pelas experiências pós-compra, maior será a satisfação do consumidor. É possível relacionar essa visão com a maximização da utilidade da economia, pois a satisfação pode ser considerada um *proxy* para o ponto em que essa maximização foi atingido.

De acordo com Szymanski e Henard (2001), no binômio da confirmação-desconfirmação das expectativas, os consumidores apresentam-se satisfeitos quando o resultado excede às expectativas (desconfirmação positiva); além disso, não se demonstram satisfeitos quando estas são maiores que o resultado (desconfirmação negativa). Quando o resultado apenas vai ao encontro das expectativas, eles se revelam simplesmente satisfeitos (*just satisfied*; não há desconfirmação).

A maioria das definições cita a satisfação do consumidor como resposta a um processo de avaliação. Essa satisfação é tema importante como um conceito de síntese – por exemplo, resposta avaliativa (DAY, 1984), avaliação global (FORNELL et al, 1996), resposta afetiva (HAISTEAD; HARTMAN; SCHMIDT, 1994), fenômeno de atributo sumário (OLIVER, 1995) ou juízo valorativo global (WESTBROOK, 2000). Entretanto, há discordância sobre a natureza dessa característica sintética: pesquisadores definem a satisfação do consumidor como uma resposta cognitiva, tal como Bolton e Drew (1991), ou como uma resposta afetiva (CADOTTE; WOODRUFF; JENKINS, 1987; HAISTEAD; HARTMAN; SCHMIDT, 1994).

A satisfação está relacionada à avaliação que o cliente faz sobre o serviço prestado pela empresa, com base em suas expectativas e percepções de qualidade (ZEITHAML; BITNER; GREMLER, 2014). Apesar de as empresas entenderem que a satisfação do consumidor é uma questão estratégica, a sua mensuração é tarefa complexa, devido às características inerentes ao serviço (LOVELOCK; WIRTZ; HEMZO, 2011).

¹ Esse termo foi traduzido do inglês “*paradigm of disconfirmation*” e do francês “*paradigme de disconfirmation*”. Os termos “desconfirmação” ou “disconfirmação” não existem na língua portuguesa.

Blythe (2014) traz o conceito de marketing fundamentado em valor, que implica ser a satisfação do consumidor não um fim em si mesma, e sim o caminho para maximizar o valor do acionista. Conforme Fornell et al (2006, p. 4), “clientes satisfeitos podem ser vistos como bens econômicos que produzem fluxos de caixa futuros”. A satisfação do consumidor proporciona resultados positivos, tais como a retenção de clientes, a compra cruzada (*cross-buying*), o boca a boca positivo e maior tolerância aos preços (ANDERSON; FORNELL; MAZVANCHERYL, 2004; FORNELL et al, 2006; GRUCA; REGO, 2005; LUO; HOMBURG, 2008; LUO; HOMBURG; WIESEKE, 2010), que ampliam o tamanho e crescimento dos fluxos de caixa futuros. Os resultados negativos – por exemplo, a perda de clientes, o boca a boca negativo – são menos propensos a altos níveis de satisfação do consumidor e, conseqüentemente, a fluxos de caixa negativos (LUO; HOMBURG, 2008; LUO; HOMBURG; WIESEKE, 2010).

Cabe ressaltar que a maior parte das pesquisas se concentra em decisões de marketing tático. Embora isso seja importante, não basta chamar a atenção para o gerenciamento com métricas equivalentes ao valor da empresa, como o caso do preço das ações. Para ter maior impacto, o marketing precisa ir além dos lucros da marca e mostrar o impacto das ações de campanha na lucratividade da empresa (GUPTA, 2009).

2.5.

Formulação das hipóteses

De acordo com as discussões apresentadas e com o objetivo desta pesquisa, foram elaboradas as hipóteses, baseadas principalmente na percepção de que os ativos de marketing têm influência no valor da empresa (PAYNE; FROW; EGGERT, 2017), e a satisfação do consumidor foi reconhecida como parte importante da estratégia corporativa (FORNELL et al, 2006), essencial no valor de mercado da empresa (GRUCA; REGO, 2005). Portanto, as hipóteses estão relacionadas ao elo entre a satisfação do consumidor e os indicadores contábeis e financeiros da empresa (DENIZCI; XIANG, 2009), na tentativa de avaliar desempenho e valor de mercado.

Este estudo testará as seguintes hipóteses:

- H₁: o retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*) é positivamente relacionado com ACSI.
- H₂: o retorno sobre os ativos – (*ROA*) é positivamente relacionado com ACSI.
- H₃: a Margem Líquida (NM) é positivamente relacionado com ACSI.
- H₄: a Margem *Ebitda* é positivamente relacionada com ACSI.
- H₅: o retorno das ações das empresas (*STO*) é positivamente relacionado com ACSI.
- H₆: o índice Q de Tobin é positivamente relacionado com ACSI.

3

Metodologia

O propósito deste estudo consiste em verificar a relação entre o índice de satisfação do consumidor americano do mercado discricionário e a sua relação com o desempenho econômico-financeiro das empresas. Para isso, adota-se o modelo estatístico de regressão linear múltipla em dados de painel.

Os resultados serão analisados a partir do impacto da satisfação do consumidor, por meio do ACSI, tendo-se em vista a rentabilidade e o valor de mercado das empresas, tal como postulam Anderson, Fornell e Mazvancheryl (2004), Denizci e Xiang (2009), Sun e Kim (2013), e Rostan e Rostan (2012).

3.1.

Amostra

Trabalha-se com empresas atuantes no mercado discricionário que (i) provenham de países desenvolvidos e em desenvolvimento, (ii) possuam capital aberto (ou seja, tenham suas ações negociadas em bolsa de valores), e (iii) registrem, no período estudado, dados referentes à satisfação do consumidor disponíveis para consulta do ACSI.

Assim, da amostra inicial de 194 empresas, foram alvo de estudo as com dados acessíveis no período de 2006 a 2016, totalizando 90 empresas; estas foram, então, correlacionadas com seus dados contábeis disponíveis, o que reduziu a amostra às 54 empresas do Quadro 1 organizadas em ordem alfabética.

Quadro 1 – Relação das empresas da amostra

Nome da Empresa	Símbolo na Bolsa	Produto/Serviço
1 Adidas	ADSGn.DE	Vestuário
2 Apple	AAPL.O	Computadores e equipamentos
3 AT&T Mobility	T	Provedor de Internet
4 Barnes & Noble	BKS	Livraria
5 Best Buy	BBY	Lojas de artigos em geral
6 Choice	CHH	Hotel e Resort
7 Clorox	CLX	Especialidades para o Lar
8 Colgate-Palmolive	CL	Especialidades para o Lar
9 Costco	COST.O	Vestuário
10 Dell	DVMT.K	Computadores e equipamentos
11 Dillard's	DDS	Lojas de artigos em geral
12 DISH Network	DISH.O	Serviços de T.V a cabo
13 Dollar General	DG	Lojas de artigos em geral
14 Electrolux	ELUXb.ST	Distribuidores /Supermercados
15 Fios (Verizon Communications)	VZ	Serviços de comunicação
16 Ford Motor Co	F	Veículos
17 Gap	GPS	Vestuário
18 GE Appliances	000651.SZ	Eletrodomésticos
19 Hanesbrands	HBI	Vestuário
20 Hilton	HLT	Hotel e Resort
21 Honda	7267.T	Veículos
22 HP	HPQ	Comp. e equipamentos
23 Hyatt	H	Hotel e Resort
24 Hyundai	005380.KS	Veículos
25 JCPenney	JCP	Distribuidores /Supermercados
26 Jeep (Fiat Chrysler)	FCHA.MI	Veículos
27 KOHLS	KSS	Lojas de artigos em geral
28 Kroger	KR	Distribuidores /Supermercados
29 Levi Strauss	9836.T	Vestuário
30 Lowe's	LOW	Lojas de artigos em geral
31 Macy's	M	Lojas de artigos em geral
32 Marriott	MAR.O	Hotel e Resort
33 Mazda	7261.T	Veículos
34 Nike	NKE	Calçados
35 Nissan	7201.T	Veículos
36 Nordstrom	JWN	Distribuidores /Supermercados
37 Office Depot	ODP.O	Lojas de artigos em geral
38 Procter & Gamble	PG	Especialidades para o Lar
39 Sears	SHLD.O	Distribuidores /Supermercados
40 Spectrum (Charter Communications)	CHTR.O	Serv. de T.V a cabo
41 Sprint	S	Serv. de comunicação
42 Subaru Corp	7270.T	Distribuidores /Supermercados
43 SUPERVALU	SVU	Distribuidores /Supermercados
44 Target	TGT	Lojas de artigos em geral
45 TJX	TJX.TH	Vestuário
46 T-Mobile	TMUS.O	Provedor de Internet
47 Toshiba	6502.T	Eletrodomésticos
48 Toyota	7203.T	Veículos
49 Unilever	UNc.AS	Especialidades para o Lar
50 VF	VFC	Vestuário
51 Volkswagen	VOWG.DE	Veículos
52 Walmart	WMT	Distribuidores /Supermercados
53 Whirlpool	WHR	Eletrodomésticos
54 Wyndham	WYN	Hotel e Resort

Fonte: elaboração própria

Com relação à composição da amostra, na Tabela 1 estão apresentados os percentuais de participação das empresas por países. Observa-se que a maior concentração está no mercado americano de consumo, com 78% do total.

Tabela 1 – Empresa por nacionalidade da amostra

Nacionalidade das Empresas	Nº de Empresas	% Empresas
Alemanha	2	4%
Brasil	2	4%
Coreia do Sul	1	2%
Irlanda	1	2%
Japão	5	9%
Londres	1	2%
USA	42	78%
Total	54	100%

Fonte: elaboração própria.

Ainda relacionado à amostra, demonstra-se, na Tabela 2, a participação das empresas pelo mercado discricionário, com destaque para os setores automotivo, e artigos em geral e de distribuição.

Tabela 2 – Empresa por mercado discricionário

Mercado Discricionário	Nº Empresas	% Empresas
Calçados	1	2%
Comp. e equipamentos	3	6%
Distribuidores /Supermercados	8	15%
Eletrodomésticos	3	6%
Especialidades para o Lar	4	7%
Hotel e Resort	5	9%
Livraria	1	2%
Lojas de artigos em geral	8	15%
Provedor de Internet	2	4%
Serviços de Comunicação	2	4%
Serviços de T.V. a Cabo	2	4%
Veículos	8	15%
Vestuário	7	13%
Total	54	100%

Fonte: elaboração própria.

3.2. Coleta e tratamento dos dados

Os dados da pesquisa foram coletados no período de 2006 a 2016, em frequência anual, a partir de duas fontes: (i) os índices do modelo ACSI, que é um dado secundário; e (ii) das informações contábeis, também dados secundários, em milhares de dólares, foram obtidas no banco de dados do *Investing.com* e da *Thomson Reuters*.

O ACSI foi utilizado como proxy de satisfação do consumidor. Assim como nos trabalhos de Dutta, Chauhan, R. e Chauhan, K. (2017), Hult et al (2017) e Ali e Kaur (2018), as pesquisas buscam a relação positiva entre a satisfação do consumidor e o desempenho da empresa, gerando efeitos financeiros positivos.

As informações contábeis adotadas como variáveis do modelo proposto foram identificadas em conformidade com os indicadores estabelecidos na literatura de finanças e marketing (CHAKRAVARTHY, 1986; DENIZCI; XIANG, 2009; RUST et al, 2004) apresentadas no quadro 2.

Quadro 2 – Indicadores do modelo

Indicador	Autores
Retorno sobre o patrimônio líquido (<i>ROE – Return on equity</i>)	Macedo, Silva e Santos (2006); Santos e Casa Nova (2005); Camargos e Barbosa (2005); Antunes, Corrar e Kato (2004); Anuatti-Neto et al (2005).
Retorno dos ativos total (<i>ROA – Return on assets</i>)	Bressan, Braga e Bressan (2003); Ferreira, Gonçalves e Braga (2007).
Margem líquida (<i>Net Margim</i>)	Anuatti-Neto et al (2005).
Margem <i>Ebitda</i> ou Lajida	Perez e Famá (2003); Pereira (2010).
STO – Retorno das ações das empresas.	Minardi, Sanvicente e Souza (1999); Camargos e Barbosa (2005).
Q de Tobin	Chung e Pruitt (1994); Lee e Tompkins (1999).
ADV – Despesas de marketing	Lavidge e Steiner (2000); Kevin, Lane e Keller (1993).
INT – Intensidade de capital	Harris e Raviv (1991); Mayer (1988, 1990).
GRR – Crescimento de vendas	Santos et al (2005).

Fonte: adaptado de BORTOLUZZI et al, 2011.

Para a correção dos valores nominais a valores reais das informações financeiras, foi utilizado o índice de preço ao consumidor norte-americano (*Consumer Price Index*, na categoria *All Urban Consumers*), obtido na base de dados *Bureau of Labor Statistics*. Os dados reais foram ajustados com base no ano de 2006.

3.3.

Definição do modelo de pesquisa

O modelo proposto para testar a relação da satisfação do consumidor com a rentabilidade das empresas e o seu valor de mercado teve como referencial teórico o estudo de Denizci e Xiang (2009). Espera-se encontrar uma relação positiva entre a satisfação do consumidor e os indicadores econômico-financeiros das empresas.

Em linha com o modelo da equação de regressão linear e com os trabalhos de referência, este estudo aplica o modelo 1 (um) para os indicadores *ROA*, *ROE*, *STO* e *Q* de Tobin para testar a relação de satisfação do consumidor com os indicadores econômico-financeiros de rentabilidade de curto e longo prazo e de performance do mercado. Aplica-se o modelo 2 (dois) para análise do impacto na margem *Ebitda* e na margem líquida (NM), ambos indicadores de curto prazo.

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ACSI_{it-n} + \alpha_2 ADV_{it-n} + \alpha_3 NM_{it-n} + \alpha_4 INT_{it-n} + \alpha_5 GRR_{it-n} + \varepsilon_t \quad (1)$$

onde:

- Y_{it} assume valores de ROE_{it} , ROA_{it} , STO_{it} e Q_{it} ;
- ROE_{it-n} – retorno sobre o patrimônio líquido da empresa i no período t ;
- ROA_{it-n} – retorno dos ativos total i no período t ;
- STO_{it-n} – retorno das ações das empresas i no período t ;
- Q_{it-n} – *Q* de Tobin da empresa i no período t ;
- $ACSI_{it-n}$ – índice de satisfação do consumidor no período t ;
- ADV_{it-n} – despesas de marketing da empresa i no período t ;
- NM_{it-n} – margem líquida da empresa i no período t ;
- INT_{it-n} – intensidade do capital da empresa i no período t ;
- GRR_{it-n} – crescimento de vendas da empresa i no período t ;
- ε_t – erro idiossincrático ou erro de variação temporal;
- n assume valores de 0 a 2.

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ACSI_{it-n} + \alpha_2 ADV_{it-n} + \alpha_3 INT_{it-n} + \alpha_4 GRR_{it-n} + \varepsilon_t \quad (2)$$

onde:

- Y_{it} – assume valores de NM_{it} e margem $Ebitda_{it}$;
- $ACSI_{it-n}$ – índice de satisfação do consumidor com a empresa i no período t ;
- ADV_{it-n} – despesas de marketing da empresa i no período t ;
- INT_{it-n} – intensidade do capital da empresa i no período t ;
- GRR_{it-n} – crescimento das vendas da empresa i no período t ;
- ε_t – erro idiossincrático ou erro de variação temporal;
- n assume valores de 0 a 2.

Para o teste com defasagem de 1 e 2 anos, as análises da relação de satisfação do consumidor, dos indicadores contábeis e do valor das empresas aconteceram em três etapas no que concerne ao tempo: (i) no período, (ii) com defasagem de 1 período e (iii) com defasagem de 2 períodos. O período está em frequência anual.

3.4. Variáveis da pesquisa

As variáveis apresentadas no modelo de Denizci e Xiang (2009) são definidas nos quadros 3 e 4.

Quadro 3 – Variáveis dependentes

Variável	Fórmula	Descrição
ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido. (ROE - <i>Return on Equity</i>)	$ROE = \frac{L.L.t}{P.L.t}$	Rentabilidade (LP) – Mede a capacidade de uma empresa de agregar valor a partir de seus próprios recursos.
ROA – Retorno dos ativos total. (ROA – <i>Return on assets</i>)	$ROA = \frac{L.L.t}{A.T.t}$	Rentabilidade (LP) – Representa a capacidade de uma empresa gerar <u>lucro</u> com os seus ativos.
STO - Retorno das ações das empresas.	$STO = \frac{P_{t-1}}{P_{t-1}} - 1$	Performance de mercado – Representa o valor de ganho no valor de cada ação. Crescimento nos lucros e dividendos.
Q de Tobin	$Q = \frac{Qtde. \text{ ações } \times P_{\text{c.}}}{A.T.t}$	Performance de mercado – É uma medida que relaciona o preço de mercado dividido pelo custo de reposição.
Margem <i>Ebitda</i> ou LAJIDA.	Margem <i>Ebitda</i> = $\frac{Ebitda}{R.L.t}$	Indicador de resultado operacional da empresa.
Margem líquida (<i>Net margim</i>)	ML = $\frac{M.L.t}{R.L.t}$	Indicador de resultado de resultado líquido da empresa.

Fonte: elaboração própria.

Quadro 4 – Variáveis independentes

Variável	Descrição
ACSI	Índice de satisfação do consumidor americano.
Despesas de marketing	Despesas disponibilizada na DRE.
Margem líquida	Razão entre o lucro líquido _t e a receita líquida total _t .
Intensidade de capital	Razão entre o ativo total _t e a receita líquida total _t .
Crescimento de vendas	Variação da receita líquida total entre os anos, ou seja, $Rec_t/Rec_{t-1} - 1$.

Fonte: elaboração própria.

4 Resultados

4.1. Análise de resultados

Neste trabalho buscou-se o objetivo geral de examinar se a satisfação do consumidor medida pelo ACSI influencia nos resultados financeiros das empresas estudadas levando em consideração a importância do tema para as disciplinas de finanças e marketing. A partir dos modelos analisados obteve-se alguns resultados significantes.

Para identificar o efeito fixo ou aleatório, bem como a sua adequação e aderência ao modelo pesquisado foi aplicado o teste *Hausman*. Para cada modelo, com e sem defasagem, um efeito correspondente foi representado e aplicado conforme indicação estatística.

Os resultados são apresentados e analisados em um nível de significância de 5%, e os *p-values* dos regressores estão abaixo de seus valores nas equações.

Ao testar a relação de satisfação do consumidor e o *ROE*, com e sem defasagem de 1 e 2 períodos, os resultados encontrados foram, respectivamente:

$$\text{ROE}_{it} = 38,708 - 0,335\text{ACSI} - 4,520\text{ADV} + 0,065\text{NM} - 0,062\text{INT} - 0,154\text{GRR} \quad (3)$$

(0.478) (0.632) (0.679) (0.909) (0.749) (0.295)

$$F_{\text{stat}} = 0,303; P_{\text{-value}} = 0,910$$

$$R^2_{\text{adj}} = 0,002$$

$$\text{ROE}_{it} = 71,377 - 0,760\text{ACSI} - 5,340\text{ADV} + 0,135\text{NM} - 0,051\text{INT} - 0,157\text{GRR} \quad (4)$$

(0.180) (0.268) (0.624) (0.815) (0.795) (0.284)

$$F_{\text{stat}} = 0,504; P_{\text{-value}} = 0,773$$

$$R^2_{\text{adj}} = 0,004$$

$$ROE_{it} = 30,413 - 0,271ACSI - 3,150ADV + 0,619NM - 0,067INT - 0,139GRR \quad (5)$$

(0.610) (0.723) (0.795) (0.327) (0.759) (0.381)

$$F_{stat} = 0,378; P_{-value} = 0,863$$

$$R^2_{adj} = 0,003$$

Nessa análise, o modelo *ROE* não se mostrou estatisticamente significativo; observa-se, na equação, que o *ACSI* não é estatisticamente significativo para o *ROE*, portanto não há evidências de que o *ACSI* contribua para a rentabilidade da empresa.

Para a análise, ainda quanto à rentabilidade, utilizou-se o *ROA* como variável dependente, cujos resultados são apresentados nos modelos 6, 7 e 8. O nível de significância adotado foi de 5%. Os resultados encontrados foram, respectivamente:

$$ROA_{it} = -212,344 + 3,032ACSI + 2,080ADV + 7,714NM - 0,942INT - 0,625GRR \quad (6)$$

(0.188) (0.142) (0.537) (0.000) (0.146) (0.040)

$$F_{stat} = 7,929; P_{-value} = 0,000$$

$$R^2_{adj} = 0,055$$

$$ROA_{it} = -111,67 + 1,742ACSI + 1,820ADV + 7,817NM - 0,920INT - 0,645GRR \quad (7)$$

(0.475) (0.386) (0.588) (0.000) (0.155) (0.033)

$$F_{stat} = 7,630 ; P_{-value} = 0,000$$

$$R^2_{adj} = 0,052$$

$$ROA_{it} = -201,08 + 2,88ACSI + 2,41ADV + 7,78NM - 0,06INT - 0,714GRR \quad (8)$$

(0.242) (0.191) (0.503) (0.327) (0.167) (0.035)

$$F_{stat} = 7,159; P_{-value} = 0,000$$

$$R^2_{adj} = 0,054$$

Verifica-se que o modelo é significativo em todas as equações analisadas (n de 0 a 2). Porém, o ACSI, variável de interesse principal deste trabalho, não é estatisticamente significativa ($P_{value} = 0,537$) para a análise no período, ($P_{value} = 0,386$) para a análise no t-1 e ($P_{value} = 0,191$) para a análise t-2. Portanto, não há evidências de que a satisfação do consumidor contribua para a rentabilidade da empresa, resultado que difere do estudo realizado por Denizci e Xiang (2009).

Os modelos seguintes são apresentados como indicadores de resultados de curto prazo, sendo apresentados os modelos NM e margem *Ebitda* como variáveis dependentes. Os resultados são exibidos nos modelos 12, 13 e 14. O nível de significância adotado foi de 5%. Os resultados encontrados foram, respectivamente:

$$NM_{it} = -9,128 + 0,173ACSI + 4,610ADV + 0,005INT - 0,000GRR \quad (12)$$

(0.114) (0.018) (0.723) (0.864) (0.982)

$$F_{stat} = 1,430; P_{-value} = 0,222$$

$$R^2_{adj} = 0,002$$

$$NM_{it} = -8,429 + 0,165ACSI + 4,690ADV + 0,005INT - 0,001GRR \quad (13)$$

(0.128) (0.019) (0.718) (0.872) (0.885)

$$F_{stat} = 1,402; P_{-value} = 0,231$$

$$R^2_{adj} = 0,002$$

$$NM_{it} = -12,08 + 0,213ACSI + 3,840ADV - 0,000INT - 0,000GRR \quad (14)$$

(0.043) (0.005) (0.772) (0.985) (0.941)

$$F_{stat} = 1,984; P_{-value} = 0,095$$

$$R^2_{adj} = 0,007$$

O modelo NM é relevante, e a variável ACSI se mostra significativa estatisticamente em todos os períodos analisados ($p_{\text{value}} = 0,019$; $p_{\text{value}} = 0,005$; $p_{\text{value}} = 0,018$), apresentando sinal positivo em seus regressores. Ou seja, um aumento no ACSI gera um aumento na NM, evidenciando, no modelo, que a satisfação do consumidor de fato gera resultados de curto prazo para as empresas. Esse modelo foi testado por Denizci e Xiang (2009), que não encontraram nele significância para o ACSI. Assim, esses resultados sugerem que a margem líquida passa a ser impactada pelo ACSI, vale observar que como o ACSI é um modelo dinâmico, não é incomum que os resultados das pesquisas se diferenciem, uma vez que, os períodos das pesquisas também são diferenciados e sofrem os efeitos da satisfação do consumidor apontada no ACSI.

Também é esperado que os resultados se aprimorem ao longo dos estudos, mostrando mais aderência entre o marketing e a satisfação do consumidor. Arruda et al (2004) apresentam a evolução dos estudos de marketing, desde a Escola de *Commodity* (COPELAND, 1923), passando pela Escola de Relacionamento, na década de 1980, (BERRY et al, 1983; JACOBSON; MIZIK, 2009), tratando justamente da evolução do relacionamento entre consumidores e fornecedores, até a recente Escola do Marketing Experimental de SCHMITT (1999).

Para a análise, ainda com relação a resultados de curto prazo, utilizou-se a margem *Ebitda* como variável dependente, cujos resultados são apresentados nos modelos 18, 19 e 20. O nível de significância adotado foi de 5%. Os resultados encontrados foram, respectivamente:

$$\begin{aligned} \text{M.Ebitda}_{it} = & 0,134 + 8,570\text{ACSI} - 1,440\text{ADV} + 0,000\text{INT} + 1,070\text{GRR} & (18) \\ & (0.0233) \quad (0.909) \quad (0.337) \quad (0.797) \quad (0.879) \end{aligned}$$

$$F_{\text{stat}} = 45.395; P_{\text{-value}} = 0,000$$

$$R^2_{\text{adj}} = 0,810$$

$$\begin{aligned} \text{M.Ebitda}_{it} = & 0,078 + 0,000\text{ACSI} - 1,760\text{ADV} + 2,790\text{INT} - 2,060\text{GRR} & (19) \\ & (0.217) \quad (0.315) \quad (0.246) \quad (0.972) \quad (0.782) \end{aligned}$$

$$F_{\text{stat}} = 44,544; P_{\text{-value}} = 0,000$$

$$R^2_{\text{adj}} = 0,821$$

$$M.Ebitda_{it} = -0,057 + 0,002ACSI - 1,432ADV + 0,000INT + 1,070GRR \quad (20)$$

(0.353) (0.001) (0.338) (0.671) (0.877)

$$F_{stat} = 46,463 ; P_{-value} = 0,000$$

$$R^2_{adj} = 0,813$$

Na análise do modelo margem *Ebitda*, nota-se que a equação aplicada apresenta significância para o período com defasagem de 2 anos para a variável ACSI ($p_{value} = 0,001$), relacionando-se significativa e positivamente (+0,002ACSI) com a margem *Ebitda*.

Esse resultado é satisfatório e indica que o ACSI provoca impacto positivo na geração de valor para as empresas, ou seja, há evidências de que o ACSI contribua para o aumento no resultado da empresa. Este resultado esta em consistência com o estudo realizado por Denizci e Xiang (2009).

Para a análise do modelo *STO*, cujos resultados são apresentados nos modelos 21, 22 e 23, o nível de significância adotado foi de 5%. Os resultados encontrados estão registrados a seguir, junto com os testes dos modelos de performance de mercado.

$$STO_{it} = -17,1 + 0,396ACSI + 4,18ADV - 0,247NM - 0,036INT - 0,038GRR \quad (21)$$

(0.729) (0.536) (0.681) (0.646) (0.839) (0.780)

$$F_{stat} = 0,151 ; P_{-value} = 0,958$$

$$R^2_{adj} = -0,007$$

$$STO_{it} = 1,48 + 0,144ACSI + 4,75ADV - 0,245NM - 0,025INT - 0,061GRR \quad (22)$$

(0.582) (0.414) (0.656) (0.628) (0.831) (0.805)

$$F_{stat} = 0,111 ; P_{-value} = 0,979$$

$$R^2_{adj} = -0,008$$

$$STO_{it} = -27,877 + 0,532ACSI + 4,530ADV - 0,260NM - 0,038INT - 0,033GRR \quad (23)$$

(0.978) (0.836) (0.665) (0.899) (0.686) (0.676)

$$F_{stat} = 0,208 ; P_{-value} = 0,863$$

$$R^2_{adj} = -0,006$$

Em relação aos resultados obtidos na análise dos modelos, observa-se, nas equações, que o ACSI não é estatisticamente significativo ($p_{value} = 0,536$) para o período, ($p_{value} = 0,414$) para 1 ano de defasagem, ($p_{value} = 0,836$) para 2 anos de defasagem para *STO*; portanto, não há evidências de que o ACSI contribua para a rentabilidade da empresa.

No que diz respeito à análise de resultado de performance, utilizou-se o Q de Tobin como variável dependente, cujos resultados são apresentados nos modelos 24, 25 e 26. O nível de significância adotado foi de 5%. Os resultados encontrados foram, respectivamente:

$$Q_{it} = 10,250 - 0,015ACSI - 4,480ADV + 40,16NM - 0,024INT - 0,000GRR \quad (24)$$

(0.193) (0.877) (0.810) (0.000) (0.622) (0.924)

$$F_{stat} = 7,043; P_{-value} = 0,000$$

$$R^2_{adj} = 0,048$$

$$Q_{it} = -4,376 + 0,184ACSI + 1,240ADV + 0,237NM - 0,181INT - 0,002GRR \quad (25)$$

(0.601) (0.084) (0.532) (0.000) (0.082) (0.817)

$$F_{stat} = 23,210; P_{-value} = 0,000$$

$$R^2_{adj} = 0,705$$

$$Q_{it} = 26,298 - 0,221ACSI - 6,290ADV + 0,348NM - 0,022INT - 0,001GRR \quad (26)$$

(0.001) (0.033) (0.735) (0.000) (0.650) (0.905)

$$F_{stat} = 7,971 P_{-value} = 0,000$$

$$R^2_{adj} = 0,055$$

O modelo é estatisticamente significativo, e, do conjunto de variáveis presentes no modelo Q de Tobin, a margem líquida é a única significativa e positiva.

Anderson, Fornell e Mazvancheryl (2004) encontraram nesse modelo resultados estatisticamente relevantes, mas para a variável ACSI. Neste trabalho, não foi possível confirmar essa significância. Rostan, P. e Rostan, A. (2012) afirmam em suas pesquisas que a significância do Q de Tobin é melhor representada com 1 ano de defasagem (t-1 ano) para o indicador de satisfação do consumidor. Porém, mesmo testando o modelo com defasagem de 1 e 2 períodos, esse indicativo não pôde ser observado neste estudo.

Em posse dos resultados apresentados, é possível identificar que a série de análises de regressão não apresentou significância para o ACSI nos modelos de longo prazo (*ROA* e *ROE*) e de performance de mercado (*STO* e Q de Tobin). Contudo, pôde-se encontrar significância em todos os períodos analisados (t, t-1 e t-2) no modelo de margem líquida (NM) e no de margem *Ebitda* para o período com defasagem de dois períodos (t-2).

Uma vez que a margem líquida é um indicador que apresenta o resultado da venda dos bens e serviços, é válido concluir que o aumento do ACSI leva a um aumento no lucro líquido ou na receita líquida das empresas.

Em relação à margem *Ebitda*, o indicador representa a rentabilidade da empresa em determinado período e também está relacionado ao seu lucro líquido, reafirmando a tendência do ACSI de impactar positivamente nos resultados da empresa.

A significância positiva para o ACSI apresentada, conforme a tabela 3, sugere que o aumento no índice gera acréscimo de valor para a empresa, corroborando os estudos de Fornell (1992), Anderson, Fornell e Lehmann (1994), Edvardsson et al (2000) e Gronholdt, Martensen e Kristensen (2000), que verificaram uma relação positiva entre a satisfação, a propensão do consumidor à lealdade e a relação econômico-financeira das empresas.

Tabela 3 – Resumo dos resultados dos modelos

Análise de Resultados	Coefficiente S/Defasagem	Coefficiente C/Defasagem 1 Período	Coefficiente C/Defasagem 2 Período
ROE - Retorno do Patrimônio Líquido	-0,335	-0,760	-0,271
ROA - Retorno dos Ativos	3,032	1,742	2,88
NM - Margem Líquida	0,165 *	0,213 *	0,173 *
Margem <i>Ebitda</i>	8,57	0,000	0,002 *
STO - Retorno das Ações	0,396	0,144	0,532
<i>Q de Tobin</i>	-0,015	0,184	-0,221

Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

Fonte: elaboração própria.

Segundo Denizci e Xiang (2009), esses resultados suportam parcialmente a crença de que os esforços de marketing contribuem positivamente no desempenho financeiro da empresa de curto prazo. Outros estudos, como o de Barth et al (1998), observaram que os valores das marcas estão significativa e positivamente relacionados aos preços e retornos das ações. Conchar, Crask e Zinkhan (2005) fornecem evidências significativas com relação positiva entre as despesas de marketing e o valor de mercado da empresa. Portanto, evidencia-se que as empresas empreenderam esforços proativos para iniciar, orientar, gerenciar e manter o envolvimento do consumidor (VERHOEF; REINARTZ; KRAFFT, 2010), gerando valor a si próprias.

5 Conclusão

Este trabalho teve como objetivo verificar se a relação de satisfação do consumidor contribui para o desempenho econômico-financeiro da empresa, com o propósito de gerar valor de mercado aos acionistas e investidores, e os resultados encontrados fornecem subsídios para fomentar essa discussão. Entretanto, como resposta da pesquisa, os resultados encontrados na análise dos modelos *ROE*, *ROA*, retorno das ações e *Q* de Tobin mostraram que o ACSI não se reflete significativamente nos índices de rentabilidade e performance da empresa, ou seja, não há indicação de que o efeito do ACSI possa ser utilizado para compreender a relação consumidor-valor da empresa.

Contudo, cabe ressaltar, como hipótese desse resultado, que a satisfação do consumidor, apesar de ser um direcionador importante para a gestão estratégica das empresas, pode não apontar ainda para o resultado significativo no modelo com o ACSI.

Ainda sobre os resultados não significativos, no caso do retorno das ações das empresas, uma segunda hipótese é de que o índice de satisfação já pode estar contemplado no preço das ações, já que a negociação no mercado acionário é dinâmica. Isso sugere que o indicador pode não ser sensível ao modelo aplicado, o que se assemelha às análises do trabalho de Denizci e Xiang (2009), que também não encontraram resultados significantes para o modelo de retorno das ações.

Quanto aos modelos estatisticamente significantes (retorno dos ativos, margem líquida, margem *Ebitda* e *Q* de Tobin), sugere-se que o assunto deve continuar a ser discutido para maiores elucidações, uma vez que os modelos atenderam parcialmente à resposta do problema de pesquisa, apontando alguma relação entre as variáveis dependentes do modelo, mas não evidenciando a significância estatística para o ACSI em todos os modelos aplicados.

No caso dos modelos significativos e do interesse principal deste trabalho, quanto à relação de satisfação do consumidor, os modelos margem *Ebitda* e margem líquida foram explicados pela variável ACSI positivamente, atendendo ao propósito do estudo. Observando os modelos individualmente, pôde-se identificar, para cada caso significativo aplicado à questão de pesquisa, significância para a equação aplicada à variável dependente margem *Ebitda* com relação à variável independente ACSI, que se relaciona positivamente ao modelo e mostra que um aumento no índice de satisfação do consumidor gera um aumento na margem *Ebitda*. Esse efeito foi confirmado somente no modelo com defasagem de 2 períodos. Nessa perspectiva, os achados evidenciam que o ACSI está relacionado ao indicador margem *Ebitda* e é caracterizado por um indicador de resultados de curto prazo.

Ainda nos resultados cuja variável dependente é a margem líquida também se apresentou relevante e positivo em todos os tempos testados para a variável ACSI. Assim, o aumento no índice de satisfação do consumidor parece gerar um acréscimo na margem líquida, o que significa que a empresa é impactada positivamente na sua rentabilidade.

Por conta das implicações apresentadas, os modelos estudados não permitem evidenciar plenamente que a relação de satisfação do consumidor é um precursor da valorização da empresa e, conseqüentemente, do aumento de seu valor de mercado. Contudo, Zeithmal (1988) considera que essas percepções mudam com o tempo, como resultado de mais informação, aumento de competição e mudança de expectativas.

Mesmo com toda a discussão sobre o assunto, é consenso que a informação do índice de satisfação do consumidor é relevante para a empresa e para o mercado financeiro, uma vez que o índice reflete o desempenho operacional e a imagem da empresa, na percepção de seus consumidores, tendo um valor intangível para as análises dos investidores.

Das limitações da pesquisa, destacam-se a dificuldade de obter os valores de despesas de marketing nos balanços patrimoniais e a falta de disponibilidade e regularidade das informações do índice ACSI das empresas para períodos longos de estudos, como mais de 5 anos.

Essas constatações sugerem que futuras pesquisas com novos critérios de temporalidade e de mercado, novos recortes, poderão ser úteis na evidência da tendência do impacto positivo do ACSI no valor das empresas. Outro fator que merece atenção em futuras pesquisas é a questão da variabilidade da amostra relativa aos valores unitários dos produtos e serviços em termos de faturamento e margens das empresas. Nos futuros estudos podem-se estudar empresas com valores de margens análogas (isso é impossível), homogeneizando-se a amostra para que não haja valores atípicos que possam distorcer os resultados dos modelos.

Tamanha a complexidade do assunto, neste trabalho não se esgotam as possibilidades de estudo. Logo, novas perspectivas podem ser investigadas no intuito de aproximar as áreas de finanças e marketing de um objetivo comum, que é a geração de valor para a empresa, seus acionistas e investidores.

Por fim, espera-se ter contribuído para a discussão sobre a geração de valor da empresa por meio de uma métrica não financeira – no caso, pelo indicador ACSI. Espera-se também que mais pesquisas sobre o tema tenham visibilidade nas empresas e que estas passem a perceber o marketing como um importante parceiro na geração de valor.

ALI, S. S.; KAUR, R. An Analysis of Satisfaction Level of 3PL Service Users with the Help of ACSI. *Benchmarking: An International Journal*, v. 25, n. 1, p. 24-46, 2018.

AL-MATARI, E. M.; AL-SWIDI, A. K.; FADZIL, F. H. B. The Measurements of Firm Performance's Dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting*, v. 6, n. 1, p. 24-49, 2014.

AMERICAN Customer Satisfaction Index. Disponível em: <<http://www.theACSI.org>>. Acesso em: 4 dez. 2017.

ANDERSON, E. W.; FORNELL, C.; LEHMANN, D. R. Customer Satisfaction, Market Share, and Profitability: Findings from Sweden. *Journal of Marketing*, v. 55, p. 53-66, July 1994.

_____; _____. MAZVANCHERYL, S. K. Customer Satisfaction and Shareholder Value. *Journal of Marketing*, v. 68, n. 4, p. 172-185, Oct. 2004.

ANDRADE, J.; MAZZON, J. A.; KATZ, S. Boca-a-boca eletrônico: explorando e integrando conceitos de marketing viral, buzz marketing e word-of-mouth. In: ENCONTRO DE MARKETING DA ANPAD, 2., 2006, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2006.

BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. S. *Administração estratégica e vantagem competitiva: conceitos e casos*. 3. ed. São Paulo: Pearson, 2011.

BARTH, M. E. et al. Brand Values and Capital Market Valuation. *Review of Accounting Studies*, v. 3, n. 1-2, p. 41-68, Mar. 1998.

BHARADWAJ, S. G.; MITRA, D. Satisfaction (Mis)pricing Revisited: Real? Really Big? *Journal of Marketing*, v. 80, n. 5, p. 116-121, Sept. 2016.

BLACKWELL, R. D.; MINIARD, P. W.; ENGEL, J. F. *Comportamento do consumidor*. Tradução: Eduardo Teixeira Ayrosa. 1. ed. 3. reimp. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

BLYTHE, J. *Principles and Practice of Marketing*. 3. ed. London: Sage, 2014.

BOLTON, R. N.; DREW, J. H. A Multi-Stage Model Customers' Assessments of Service Quality and Value. *Journal of Consumer Research*, v. 17, n. 4, p. 375-384, Mar. 1991.

BORAH, A.; TELLIS, G. J. Make, Buy, or Ally? Choice of and Payoff from Announcements of Alternate Strategies for Innovations. *Marketing Science*, v. 33, n. 1, p. 114-133, Jan./Feb. 2014.

BORTOLUZZI, S. C. et al. Avaliação de desempenho econômico-financeiro: uma proposta de integração de indicadores contábeis tradicionais por meio da metodologia Multicritério de Apoio à Decisão Construtivista (MCDA-C). *Alcance*, v. 18, n. 2, p. 200-218, abr./jun. 2011.

BRUNI, A. L.; FAMÁ, R. *Gestão de custos e formação de preços*. São Paulo: Atlas, 2012.

CADOTTE, E. R.; WOODRUFF, R. B.; JENKINS, R. L. Expectations and Norms in Models of Consumer Satisfaction. *Journal of Marketing Research*, v. 24, n. 3, p. 305-314, 1987.

CHAKRAVARTHY, B. S. Measuring Strategic Performance. *Strategic Management Journal*, v. 7, n. 5, p. 437-458, Sept./Oct. 1986.

CONCHAR, M. P.; CRASK, M. R.; ZINKHAN, G. M. Market Valuation Models of the Effect of Advertising and Promotional Spending: A Review and Meta-Analysis. *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 33, n. 4, p. 445-460, 2005.

COSTA, R. S.; FREITAS, H. Processo de compra de novas tecnologias da informação: um estudo exploratório dos aspectos que influenciam na decisão. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2007.

CRUZ, B. P. A.; FREITAS, A. A.; SHARLAND, E. M. R. Reputação como fonte de vantagem competitiva: uma análise exploratória para uma instituição de ensino superior. In: ENCONTRO NACIONAL DOS CURSOS DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 20., 2009, Joinville. *Anais...* Rio de Janeiro: Angrad, 2009.

CURRIM, I. S.; LIM, J.; KIM, J. W. You Get What You Pay For: The Effect of Top Executives' Compensation on Advertising and R&D Spending Decisions and Stock Market Return. *Journal of Marketing*, v. 76, n. 5, p. 33-48, Sept. 2012.

DAMODARAN, A. *Finanças corporativas: teoria e prática*. Tradução: Jorge Ritter. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DAY, G.; FAHEY, L. Valuing Market Strategies. *Journal of Marketing*, v. 52, n. 3, p. 45-57, July 1988.

DAY, R. L. Modeling Choice Among Alternative Responses to Dissatisfaction. In: KINNEAR, T. E. (Ed.). *Advances in Consumer Research*. Provo, UT: Association for Consumer Research, 1984, p. 496-499. v. 11.

DENIZCI, B.; LI, X. Linking Marketing Efforts to Financial Outcome: An Exploratory Study in Tourism and Hospitality Contexts. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, v. 33, n. 2, p. 211-226, May 2009.

DIETHER, K. B.; LEE, K.-H.; WERNER, I. M. It's SHO Time! Short-Sale Price Tests and Market Quality. *The Journal of Finance*, v. 64, n. 1, p. 37-73, Feb. 2009.

DUTTA, S.; CHAUHAN, R. K.; CHAUHAN, K. Factors Affecting Customer Satisfaction of Online Travel Agencies in India. *Tourism and Hospitality Management*, v. 23, n. 2, p. 267-277, 2017.

EDVARDSSON, B. et al. The Effects of Satisfaction and Loyalty on Profits and Growth: Products Versus Services. *Total Quality Management*, v. 11, n. 7, p. 917-927, 2000.

EVARD, Y. O Marketing da Experiência. In: *Administração do Milênio*. Porto Alegre, ano 3, n.6, 2004. 11p

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2000.

FANG, E.; LEE, J.; YANG; Z. The Timing of Codevelopment Alliances in New Product Development Processes: Returns for Upstream and Downstream Partners. *Journal of Marketing*, v. 79, n. 1, p. 64-82, jan. 2015.

FARRIS, P. W. et al. *Marketing Metrics*. New Jersey: Pearson, 2006.

FENG, H.; MORGAN, N. A.; REGO, L. L. Marketing Department Power and Firm Performance. *Journal of Marketing*, v. 79, n. 5, p. 1-20, Sept. 2015.

FERNANDES, B. H. F.; FLEURY, M. T. L.; MILLS, J. Construindo o diálogo entre competência, recursos e desempenho organizacional. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 46, n. 4, p. 48-65, out./dez. 2006.

FLIGSTEIN, N. *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*. Princeton: Princeton University Press, 2002.

FORNELL, C. A National Customer Satisfaction Barometer: The Swedish Experience. *Journal of Marketing*, v. 56, n. 1, p. 6-21, Jan. 1992.

_____.; MORGESON III, F. V.; HULT, G. T. M. Stock Returns on Customer Satisfaction do Beat the Market: Gauging the Effect of a Marketing Intangible. *Journal of Marketing*, v. 80, n. 5, p. 92-107, Sept. 2016.

_____.; RUST, R. T.; DEKIMPE, M. G. The Effect of Customer Satisfaction on Consumer Spending Growth. *Journal of Marketing Research*, v. 47, n. 1, p. 28-35, Feb. 2010.

_____. et al. Customer Satisfaction and Stock Prices: High Returns, Low Risk. *Journal of Marketing*, v. 70, n. 1, p. 3-14, Jan. 2006.

_____. et al. The American Customer Satisfaction Index: Nature, Purpose, and Findings. *Journal of Marketing*, v. 60, p. 7-18, Oct. 1996.

FORTUNATO, G. et al. Interação dos dispêndios de publicidade com ciclos econômicos e o valor da empresa: análise empírica das empresas norte-americanas do setor de bens de consumo. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 8, n. 3, p. 283-306, 2010.

GRONHOLDT, L.; MARTENSEN, A.; KRISTENSEN, K. The Relationship Between Customer Satisfaction and Loyalty: Cross-Industry Differences?. *Total Quality Management*, v. 11, n. 4-6, p. 509-514, 2000.

GRUCA, T. S.; REGO, L. L. Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value. *Journal of Marketing*, v. 69, n. 3, p. 115-130, July 2005.

GUO, C.; JIRAPORN, P. Customer Satisfaction, Net Income and Total Assets: An Exploratory Study. *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing*, v. 13, n. 4, p. 346-353, July 2005.

_____.; KUMAR, A.; JIRAPORN, P. Customer Satisfaction and Profitability: Is There a Lagged Effect? *Journal of Strategic Marketing*, v. 12, n. 3, p. 129-144, 2004.

GUPTA, S. Customer-Based Valuation. *Journal of Interactive Marketing*, v. 23, n. 2, p. 169-178, May 2009.

_____.; ZEITHAML, V. Customer Metrics and Their Impact on Financial Performance. *Marketing Science*, v. 25, n. 6, p. 718-739, 2006.

HAISTEAD, D.; HARTMAN, D.; SCHMIDT, S. L. Multisource Effects on the Satisfaction Formation Process. *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 22, n. 2, p. 114-129, 1994.

HANSEN, J. M.; MCDONALD, R. E.; MITCHELL, R. K. Competence Resource Specialization, Causal Ambiguity, and the Creation and Decay of Competitiveness: The Role of Marketing Strategy in New Product Performance and Shareholder Value. *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 41, n. 3, p. 300-319, May 2013.

HEERDE, H. J. V.; GIJSBRECHTS, E.; PAUWELS, K. Flanning the Flames? How Media Coverage of a Price War Affects Retailers, Consumers, and Investors. *Journal of Marketing Research*, v. 52, n. 5, p. 674-693, Oct. 2015.

HULT, G. T. M. et al. Do Managers Know What Their Customers Think and Why? *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 45, n. 1, p. 37-54, Jan. 2017.

ITTNER, C. D.; LARCKER, D. F. Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction. *Journal of Accounting Research*, v. 36, p. 1-35, 1998.

_____.; _____. Measuring the Impact of Quality Initiatives on Firm Financial Performance. *Advances in the Management of Organizational Quality*, v. 1 p. 1-37, 1996.

_____.; _____.; RAJAN, M. V. The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts. *The Accounting Review*, v. 72, n. 2, p. 231-255, Apr. 1997.

JACOBSON, R.; MIZIK, N. The Financial Markets and Customer Satisfaction: Reexamining Possible Financial Market Mispricing of Customer Satisfaction. *Marketing Science*, v. 28, n. 5, p. 810-819, Sept./Oct. 2009.

KOTLER, P.; ARMSTRONG, G. *Princípios de marketing*. 12. ed. São Paulo: Pearson, 2007.

_____.; KELLER, K. L. *Administração de marketing*. 12. ed. São Paulo: Pearson, 2006.

KUMAR, V.; REINARTZ, W. Creating Enduring Customer Value. *Journal of Marketing*, v. 80, n. 6, p. 36-68, Nov. 2016.

LAM, S. Y. et al. Customer Value, Satisfaction, Loyalty, and Switching Costs: An Illustration from a Business-to-Business Service Context. *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 32, n. 3, p. 293-311, 2004.

LAVIDGE, R. J.; STEINER, G. A. A Model for Predictive Measurements of Advertising Effectiveness. *Advertising & Society Review*, v. 1, n. 1, p. 137-143, 2000.

LEE, C. G.; HOW, S.-M. Long-Run Causality Between Customer Satisfaction and Financial Performance: The Case of Marriott. *Current Issues in Tourism*, 2018. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/13683500.2018.1453788>>.

LEE, D. E.; TOMPKINS, J. G. A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's Q. *Financial Management*, v. 28, n. 1, p. 20-31, 1999.

LEHMANN, D. R. Metrics for Making Marketing Matter. *Journal of Marketing*, v. 68, n. 4, p. 73-75, Oct. 2004.

LOVELOCK, C.; WIRTZ, J.; HEMZO, M. A. *Marketing de serviços: pessoas, tecnologia e estratégia*. 7. ed. São Paulo: Pearson, 2011.

MALSHE, A.; COLICEV, A.; MITTAL, V. How Main Street Drives Wall Street: Customer Satisfaction, Short Sellers, Shareholder Value, and Risk. SSRN, p. 1-67, 2017. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3021327>>.

LUO, X.; HOMBURG, C. Satisfaction, Complaint, and the Stock Value Gap. *Journal of Marketing*, v. 72, n. 4, p. 29-43, July 2008.

_____.; _____.; WIESEKE, J. Customer Satisfaction, Analyst Stock Recommendations, and Firm Value. *Journal of Marketing Research*, v. 47, n. 6, p. 1.041-1.058, Dec. 2010.

MACEDO, M. A. da S.; SANTOS, R. M.; SILVA, F. de F. da. Desempenho organizacional no setor bancário brasileiro: uma aplicação da análise envoltória de dados. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 7, n. 1, p. 11-44, 2006.

MANTOVANI, D. M. N. *Distance Education on the Stakeholders' Perspectives: Student's, Instructor's and Administrator's Perceptions*. 2012. 273p. Tese (Doutorado)–Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

MARTINS, E.; MIRANDA, G. J.; DINIZ, J. A. *Análise didática das demonstrações contábeis*. São Paulo: Atlas, 2014.

MAYER, C. New Issues in Corporate Finance. *European Economic Review*, v. 32, n. 5, p. 1.167-1.183, June 1988.

MILOUD, T.; ASPELUND, A.; CABROL, M. Startup Valuation by Venture Capitalists: An Empirical Study. *Venture Capital*, v. 14, n. 2-3, p. 151-174, 2012.

MINARDI, A. M. A. F.; SANVICENTE, A. Z.; SOUZA, L. S. *Métricas de criação de valor na empresa e a capitalização de gastos com pesquisa e desenvolvimento*. Insper Working Paper, p. 1-16, 2008. Disponível em: <https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2013/12/2008_wpe161.pdf>.

MITTAL, V. et al. Dual Emphasis and the Long-Term Financial Impact of Customer Satisfaction. *Marketing Science*, v. 24, n. 4, p. 544-555, 2005.

MONKEN, S. F. et al. Influência do marketing social na imagem corporativa. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, v. 14, n. 4, p. 119-134, out./dez. 2015.

MORGAN, G. *Imagens da organização*. São Paulo: Atlas, 1996.

MORGAN, R. M.; HUNT, S. D. The Commitment-Trust Theory of Relationship Marketing. *Journal of Marketing*, v. 58, n. 3, p. 20-38, July 1994.

MOWEN, J. C.; MINOR, M. S. *Comportamento do consumidor*. São Paulo: Pearson, 2003.

OLIVEIRA, M. R. G.; MEDEIROS NETO, L. B. de. Simulação de Monte Carlo e valuation: uma abordagem estocástica. *Revista de Gestão*, São Paulo, v. 19, n. 3, p. 449-466, jul./set. 2012.

OLIVEIRA, T. B. P.; OLIVEIRA, M. R. G. Abordagem estocástica na avaliação econômico-financeira do processo de fusões & aquisições – F&A: estudo de caso da Totvs S/A. *CONTEXTUS*, v. 13, n. 3, p. 32-56, set./dez. 2015.

OLIVER, R. L. A Cognitive Model of the Antecedents and Consequences of Satisfaction Decisions. *Journal of Marketing Research*, v. 17, n. 4, p. 460-469, Nov. 1980.

_____. Attribute Need Fulfillment in Product Usage Satisfaction. *Psychology & Marketing*, v. 12, n. 1, p. 1-17, Jan. 1995.

OSNABRUGGE, M. V.; ROBINSON, R. J. *Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies – The Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalists*. San Francisco: Jossey-Bass, 2000.

PAYNE, A.; FROW, P.; EGGERT, A. The Customer Value Proposition: Evolution, Development, and Application in Marketing. *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 45, n. 4, p. 467-489, July 2017.

PRADO, M. F.; TEIXEIRA, B. R.; RIBEIRO, K. C. S. Estudo de caso de empresa familiar: um comparativo dos métodos de *valuation*. *Revista de Administração da Unimep*, v. 9, n. 2, p. 47-67, maio/ago. 2011.

RAITHEL, S. et al. On the Value Relevance of Customer Satisfaction: Multiple Drivers and Multiple Markets. *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 40, n. 4, p. 509-525, July 2012.

RAO, V. R.; AGARWAL, M. K.; DAHLHOFF, D. How Is Manifest Branding Strategy Related to the Intangible Value of a Corporation. *Journal of Marketing*, v. 68, n. 4, p. 126-141, Oct. 2004.

ROCHA, A.; FERREIRA, J. B.; SILVA, J. F. *Administração de marketing*. São Paulo: Atlas, 2012.

ROSTAN, P.; ROSTAN, A. Assessing the Predictive Power of Customer Satisfaction for Financial and Market Performances: Price-to-Earnings Ratio is a Better Predictor Overall. *International Review of Management and Marketing*, v. 2, n. 1, p. 59-74, 2012.

RUST, R. T.; ZAHORIK, A. J. Customer Satisfaction, Customer Retention, and Market Share. *Journal of Retailing*, v. 69, n. 2, p. 193-215, 1993.

_____. et al. Measuring Marketing Productivity: Current Knowledge and Future Directions. *Journal of Marketing*, v. 68, n. 4, p. 76-89, Oct. 2004.

RYZIN, G. G. V. et al. Drivers and Consequences of Citizen Satisfaction: An Application of the American Customer Satisfaction Index Model to New York City. *Public Administration Review*, v. 64, n. 3, p. 331-341, May 2004.

SALIBY, P. E. O marketing de relacionamento: o novo marketing da nova era competitiva. *Revista de Administração de Empresas Light*, São Paulo, v. 4, n. 3, p. 6-12, 1997.

SALOVEY, P.; MAYER, J. D. Emotional Intelligence. *Imagination, Cognition and Personality*, v. 9, n. 3, p. 185-211, Mar. 1990.

SCHMITT, B. H. *Experiential Marketing*. New York: The Free Press, 1999.

SCHNEIDER, B. et al. Organizational Service Climate Drivers of the American Customer Satisfaction Index (ACSI) and Financial and Market Performance. *Journal of Service Research*, v. 12, n. 1, p. 3-14, July 2009.

SILVEIRA, R. A. *Michel Foucault: poder e análise das organizações*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2005.

SMIT, H. T. J.; TRIGEORGIS, L. *Strategic Investment: Real Options and Games*. Princeton: Princeton University Press, 2004.

SOLOMON, M. R. *O comportamento do consumidor: comprando, possuindo e sendo*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

SORESCU, A.; SORESCU, S. M. Customer Satisfaction and Long-Term Stock Returns. *Journal of Marketing*, v. 80, n. 5 p. 110-115, Sept. 2016.

_____.; SPANJOL, J. Innovation's Effect on Firm Value and Risk: Insights from Consumer Packaged Goods. *Journal of Marketing*, v. 72, n. 2, p. 114-132, Mar. 2008.

SOUZA, B. B. P.; GOSLING, M. M.; GONÇALVES, C. A. Mensuração do mix de marketing de serviços, da satisfação e da lealdade em clientes de um banco de varejo. *Revista Brasileira de Marketing*, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 108-132, abr./jun. 2013.

SPERB, N. C. Redes sociais e a comunicação organizacional – o caso do Instituto Federal Catarinense. *Bibliocom*, São Paulo, ano 4, n. 2, p. 51-63, dez. 2012.

SRIVASTAVA, R.; REIBSTEIN, D. J. Metrics for Linking Marketing to Financial Performance. Report n. 5-200e. Cambridge: Marketing Science Institute, 2005.

_____.; TASADDUQ, A. S.; FAHEY, L. Marketing, Business Processes, and Shareholder Value: An Organizationally Embedded View of Marketing Activities and the Discipline of Marketing. *Journal of Marketing*, v. 63, p. 168-179. 1999.

SUN, K.-A.; KIM, D.-Y. Does Customer Satisfaction Increase Firm Performance? An Application of American Customer Satisfaction Index (ACSI). *International Journal of Hospitality Management*, v. 35, p. 68-77, Dec. 2013.

SWAMINATHAN, V. et al. How Achieving the Dual Goal of Customer Satisfaction and Efficiency in Mergers Affects a Firm's Long-Term Financial Performance. *Journal of Service Research*, v. 17, n. 2, p. 182-194, 2013.

SZYMANSKI, D. M.; HENARD, D. H. Customer Satisfaction: A Meta-Analysis of the Empirical Evidence. *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 29, n. 1, p. 16-35, 2001.

TARASI, C. O. et al. Balancing Risk and Return in a Customer Portfolio. *Journal of Marketing*, v. 75, n. 3, p. 1-17, May 2011.

TORRES, L.; FERRAZ, C. Comunicação integrada na era das mídias sociais. In: CONGRESSO INTERNACIONAL EM COMUNICAÇÃO E CONSUMO, 2013, São Paulo. *Anais...* São Paulo: ESPM, 2013.

TULI, K. R.; BHARADWAJ, S. G. Customer Satisfaction and Stock Returns Risk. *Journal of Marketing*, v. 73, n. 6, p. 184-197, Nov. 2009.

VERHOEF, P. C.; REINARTZ, W. J.; KRAFFT, M. Customer Engagement as a New Perspective in Customer Management. *Journal of Service Research*, v. 13, n. 3, p. 247-252, 2010.

WESTBROOK, J. L. A Global Solution to Multinational Default. *Michigan Law Review*, v. 98, p. 1-47, June 2000.

WOOD, M. Discretionary Unplanned Buying in Consumer Society. *Journal of Consumer Behaviour*, v. 4, n. 4, p. 268-281, June 2005.

XIONG, G.; BHARADWAJ, S. Asymmetric Roles of Advertising and Marketing Capability in Financial Returns to News: Turning Bad into Good and Good into Great. *Journal of Marketing Research*, v. 50, n. 6, p. 706-724, Dec. 2013.

ZEITHAML, V. A. Consumer Perceptions of Price, Quality, and Value: A Means-End Model and Synthesis of Evidence. *Journal of Marketing*, v. 52, n. 3, p. 2-22, July 1988.

_____.; BITNER, M. J.; GREMLER, D. D. *Marketing de serviços: a empresa com foco no cliente*. Tradução: Felix Nonnenmacher. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2014.