

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

Ricardo Scherer Perlin

O MARKETING E A ABERTURA DE CAPITAL

Porto Alegre

2010

Ricardo Scherer Perlin

O MARKETING E A ABERTURA DE CAPITAL

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração/Marketing.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Bins Luce

Porto Alegre

2010

RICARDO SCHERER PERLIN

O MARKETING E A ABERTURA DE CAPITAL

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração/Marketing.

Conceito final:

Aprovado emdede.....

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Carlos Alberto Vargas Rossi / UFRGS

Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner / UFRGS

Prof. Dr. Paulo Henrique Muller Prado / UFPR

Orientador – Prof. Dr. Fernando Bins Luce / UFRGS

AGRADECIMENTO

À minha família pelo apoio fornecido. Agradeço à Helga pelo amor e carinho de sempre, ao Marcelo pelo exemplo acadêmico, ao Tarcizio Perlin pelo prazer da convivência diária em nosso tempo juntos em Porto Alegre, e ao Tarcizio Antônio pelos incentivos, desde cedo, aos rumos acadêmicos.

Aos amigos de mestrado pelo excelente tempo que passamos juntos e, principalmente, pelas grandes amizades encontradas e seladas no PPGA/UFRGS. Agradeço também aos amigos de forma geral, e peço desculpas pelas constantes ausências nos programas sociais em função do período final da dissertação.

Aos professores do PPGA/UFRGS e, principalmente, ao meu orientador Prof. Dr. Fernando Bins Luce, pelo exemplo acadêmico, pelas orientações no trabalho, e, pelo apoio irrestrito e fundamental em minha jornada profissional que se iniciou em 2009.

Um agradecimento especial a todos aqueles que conviveram estes dois anos durante o mestrado e que são diretamente responsáveis pela minha satisfação e orgulho em ter escolhido o mestrado da UFRGS.

À CAPES, pelo apoio financeiro recebido durante o mestrado.

A todos, o meu muito obrigado.

Ricardo Scherer Perlin

RESUMO

No atual contexto da economia brasileira a competição exige das empresas o conhecimento sobre o retorno de seus investimentos. Neste panorama o marketing historicamente encontrou dificuldades para se adequar à linguagem financeira e auferir o resultado de seus esforços. A discrepância entre métodos de mensuração afeta a credibilidade do marketing enquanto área de alocação de recursos dentro da companhia (RUST et al., 2004). Assim, presentemente, os gestores estão sob uma intensa pressão para justificarem seus gastos com marketing em uma economia de redução de custos (AMBLER; PUNTONI, 2003). Dessa forma, este estudo procura verificar o impacto dos investimentos de marketing no mercado acionário, viabilizado através da análise da oferta pública inicial (*Inicial Public Offer- IPO*), sob a ótica do *underpricing* (subprecificação) e do índice de demanda. O estudo faz uso de técnicas multivariadas como regressão linear, regressão logística e análise de variância (*One way ANOVA*). Os resultados sugerem que não há evidências empíricas do impacto dos investimentos de marketing, tanto no valor da subprecificação como no índice de demanda. Ademais, verifica-se que há influência significativa da atividade de estabilização do *underwriter* na subprecificação, bem como da reputação do *underwriter* e do financiamento anterior da companhia no indicador de demanda da oferta pública inicial.

Palavras-Chave: Marketing, Métricas em Marketing, IPO, subprecificação

ABSTRACT

In the current context of the Brazilian economy, competition requires that companies recognize the return on your investment. In this panorama, marketing historically found it difficult to fit the language of finance and obtain the result of you own efforts. This discrepancy between methods of measurement affects the credibility of marketing as an area of resource allocation within the company (RUST et al., 2004). Thus, at present, managers are under intense pressure to justify their marketing spending in an economy of cost reduction (AMBLER; PUNTONI, 2003). Thus this study seeks to verify the impact of marketing investments in the stock market, specifically at Initial Public Offer (IPO), in the perspective of underpricing and the index of demand. The study makes use of techniques such as multivariate linear regression, logistic regression and analysis of variance (One way ANOVA). The results suggest that there is no empirical evidence of the impact of marketing investments, both in the value of underpricing and in the demand's index. Moreover, it appears that there is significant influence of the stabilization's activity in underpricing, and underwriter's reputation and company's previous funding in the demand's index.

Key Words: Marketing, *Marketing Metrics*, IPO, underpricing

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 - Premissas sobre a interface entre marketing e finanças	16
Quadro 2 - Ativos <i>versus</i> Ativos Baseados no Mercado	18
Figura 1 - <i>Market Based Assets</i> e o valor para o acionista	19
Figura 2 - Esquema teórico de Gronholdt e Martesen (2006)	22
Figura 3 - Cadeia de Produtividade de Marketing	23
Figura 4 - Retorno Sobre o investimento em Marketing	29
Figura 5 - Modelo de LUO (2008)	43
Quadro 3 - Variáveis de controle	51
Quadro 4 - Empresas excluídas do estudo	54
Quadro 5 - Estrutura da fonte de dados	55
Figura 6 - Valor dos IPOS segmentada por ano	56
Tabela 1 - Estatísticas descritivas	57
Tabela 2 - Estatísticas descritivas variáveis binárias	58
Tabela 3 - Matriz de correlações	59
Tabela 4 - Resultados modelo simples	60
Tabela 5 - Modelo agregado com NHI	61
Tabela 6 - Modelo agregado com ERC	62
Tabela 7 - Modelo agregado com ERC e NHI	63
Tabela 8 - Diferenças de média Atividade de Estabilização	64
Tabela 9 - Diferença de média PE/VC	65
Tabela 10 - Comportamento das ações com alta demanda pós IPO	65

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	8
1.1 DELIMITAÇÕES DO TEMA, DEFINIÇÃO DO PROBLEMA E JUSTIFICATIVA.....	11
1.2 OBJETIVOS.....	13
1.2.1 Objetivo Geral.....	14
1.2.2 Objetivos Específicos.....	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	15
2.1 ATIVOS BASEADOS NO MERCADO E O VALOR PARA O ACIONISTA.....	15
2.2 PRODUTIVIDADE EM MARKETING.....	20
2.2.1 Cadeia de produtividade de marketing.....	21
2.2.2 Retornos sobre os investimentos em marketing.....	28
2.3 MÉTRICAS EM MARKETING (<i>MARKETING METRICS</i>).....	30
2.4 O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO E A OFERTA PÚBLICA INICIAL.....	33
2.4.1 Abertura de capital no Brasil.....	36
2.5 O TRABALHO DE LUO (2008).....	39
3 HIPÓTESES.....	40
4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	43
4.1 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	44
4.1.1 Variáveis de resultado do IPO.....	44
4.1.1.1 Índice de demanda.....	44
4.1.1.2 Índice de subprecificação.....	45
4.1.2 Investimentos de marketing anteriores ao IPO.....	45
4.1.3 Eficiência da redução de custo (ERC).....	47
4.1.4 Nível histórico de IPOs.....	49
4.1.5 Variáveis de controle.....	50
4.2 Amostra, estrutura, fonte e coleta de dados.....	53
5. RESULTADOS.....	56
5.1 Estatísticas descritivas.....	56
5.2 Análise Bivariada.....	58
5.3 Análise Multivariada.....	59
5.3.1 Aplicação do modelo simples.....	60
5.3.2 Aplicação dos modelos agregados.....	61
5.4 Discussão dos resultados.....	66
6 CONCLUSÕES.....	69
6.1 Limitações.....	70
6.2 Sugestões para pesquisas futuras.....	71
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	73
ANEXOS.....	85
ANEXO A - Empresas excluídas da amostra.....	86
ANEXO B - Gráficos dos resíduos das regressões.....	87

1 INTRODUÇÃO

As práticas de marketing, hoje amplamente difundidas, representam um grande avanço na forma pela quais as companhias tratam seus clientes e ajudam as empresas a adotarem uma postura estratégica adequada aos seus objetivos. Desde a década de 1990, o marketing tem procurado mudar o seu papel dentro das empresas (GRONHOLDT; MARTENSEN, 2006). O que se visualizava anteriormente àquele período eram decisões estratégicas voltadas para a análise financeira, nas quais os desembolsos em marketing eram compreendidos como uma despesa. O avanço dos anos demonstrou que aquela abordagem não condizia com as necessidades dos clientes.

A natural evolução do ambiente empresarial exige que a área de marketing se adapte às novas demandas das empresas, percepção segundo a qual a gestão, focada em uma crescente redução de custos, faz com que se desenvolva a necessidade de que a alocação de recursos com marketing dentro da companhia seja justificada (AMBLER; PUNTONI, 2003). Diante dos usuais desafios operacionais de aumento de performance, os gestores necessitam entender para onde os seus recursos estão sendo destinados e, principalmente, qual é o retorno destas aplicações (VOGEL; EVANSCHITZKY; RAMASESHAN, 2008). Há um crescente reconhecimento, entre os profissionais de marketing, para que a área seja mais responsável financeiramente pelo gerenciamento dos seus processos e de seus recursos, a fim de atingir ganhos mensuráveis enquanto adiciona valor à companhia (LEHMANN, 2004; RUST; ZAHORIK; KEININGHAM, 1995; SRIVASTAVA; SHERVANI; FAHEY, 1997).

O paradigma vigente nas empresas de capital aberto é voltado para a satisfação daqueles que fornecem o capital, ou seja, os acionistas. A cobrança, cada vez mais, é feita através indicadores financeiros (DOYLE, 2000) e, especificamente no caso brasileiro, as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) devem fornecer, trimestralmente, demonstrativos financeiros de resultados.

Em décadas mais recentes, pouca atenção havia sido dada às mensurações financeiras destinadas ao desempenho do marketing (AMBLER; PUNTONI, 2003). Segundo Lehmann (2004), a disciplina tem focado em métricas essencialmente não financeiras, com especial ênfase nos consumidores e em resultados que relacionam o produto com o seu mercado (*e.g.*,

indicadores de vendas, ou de *market-share*). Esta insistência já criava preocupação, em um período no qual Lehmann (1996) postulava que, se o marketing continuasse a focar nas mensurações até então mais aceitas e se acomodasse com esta situação, este iria perder espaço para outras áreas, e se tornaria apenas um departamento de propaganda e de cupons.

A linguagem utilizada no marketing é diferente daquela que os analistas usam. Tal discrepância entre métodos de mensuração afeta a credibilidade do marketing enquanto área de alocação de recursos dentro da companhia (RUST *et al.*, 2004). A influência do marketing, como disciplina e como função, foi diminuída devido à falta de conceitos e de linguagem específica que permitissem ao marketing dialogar com a área de finanças e com os executivos das empresas (ANDERSON, 1982; BARWISE; MARSH; WENSLEY, 1989; SRIVASTAVA; SHERVANI; FAHEY, 1998). Para haver uma melhora nesta comunicação, a área necessita justificar seus investimentos através de uma relação com o desempenho total da companhia, transformando seus esforços em resultados financeiros (SRIVASTAVA; REIBSTEIN, 2005). Dessa forma, a área estaria viabilizando um diálogo com os aspectos financeiros da companhia e, por consequência, tornaria as relações com a área de finanças mais próximas.

Nos anos mais recentes, a área de marketing tem buscado um esforço adicional para “conseguir um lugar na mesa nas decisões importantes”, nas palavras de Donald R. Lehmann, o diretor executivo do *Marketing Science Institute* (MSI), que estimulou, em 2004, os profissionais desta área para submeter às ações de marketing a uma apreciação voltada para um desempenho financeiro.

Tal preocupação tem sido objeto da atenção no *Marketing Science Institute* (MSI), entidade que define para a área acadêmica de marketing quais são os tópicos considerados prioridades no ambiente gerencial, e que apresenta para a comunidade acadêmica de marketing os tópicos considerados prioritários para a pesquisa. Nas últimas quatro versões deste documento (de 2000 até 2008), o texto trouxe entre os principais tópicos o tema de métricas em marketing com foco em retorno sobre o investimento (ROI).

O amadurecimento da disciplina em direção à sua metrificacão é essencial para o seu desenvolvimento (LEHMANN, 2004). Segundo Srivastava, Shervani e Fahey (1998), a disciplina de marketing historicamente achou difícil, ou mesmo quase impossível, a identificação, metrificacão e comunicacão do valor financeiro criado pelas atividades de

marketing para as demais disciplinas e para os gestores. Uma vez relacionado o impacto financeiro da área de marketing, poder-se-á estabelecer uma relação direta entre investimento em ações deste gênero e o respectivo retorno para a empresa. Em aspectos gerenciais, se trata de um avanço em direção à identificação e defesa do sucesso do marketing perante as demais áreas.

Para que tal estágio seja alcançado, a literatura de marketing vem engajando-se em diversos estudos visando alcançar um maior detalhamento do impacto das ações de marketing no desempenho global da empresa. Lehmann (2004, p. 96) destaca: “a tarefa não é fácil, entretanto a recompensa é ótima”¹.

O avanço e desenvolvimento do tema trazem consigo as dúvidas em relação às quais indicadores utilizar e o que mensurar. O mercado acionário tem sido frequentemente utilizado como índice de resultado devido a sua importância dentro do ambiente financeiro e por ser, em última instância, objeto de análise de investidores para a escolha de seus investimentos.

Em relação ao mercado acionário brasileiro, a recente integração entre a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), em 2008, criou uma nova companhia, a qual se tornou a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado, a segunda das Américas e a líder no continente latino-americano. As empresas interessadas em abrir o seu capital e participar deste mercado através da negociação dos papéis da sua empresa devem possuir uma estrutura voltada para as legislações pertinentes e devem também proceder à abertura do seu capital. No ato de abertura de capital da empresa, a companhia deve realizar a oferta pública inicial de ações (*Inicial Public Offer – IPO*). No mercado brasileiro, entre 2004 e 2009, este tipo de oferta movimentou R\$ 112 bilhões (23,8 bilhões somente neste último ano).

Para muitas empresas, a oferta inicial, é um ponto crucial da sua expansão pois, através dela, a empresa tem a capacidade de captar um volume elevado de recursos, o qual viabilizará o financiamento de seus projetos (LUO, 2008). Tal oferta representa o encontro do público com a empresa, no qual o mercado dará uma resposta aos esforços da empresa.

Dentro desta linha de criação de métricas, a oferta pública inicial (*Inicial Public Offer – IPO*) foi algumas vezes objeto de análise pelos acadêmicos de marketing. Por se tratar de um encontro inicial entre acionistas e empresa, a abertura de capital é um momento onde os

¹ Tradução livre: The task is not easy, but the reward is great (LEHMANN, 2004)

índices refletem a resposta do mercado. Assim, a oferta pública inicial (IPO) é analisada, no estudo aqui apresentado, como fornecedora de indicadores de desempenho, ou seja, de variáveis de resultado para os investimentos em marketing.

Desta forma, o presente estudo segue as constantes recomendações do *MSI* de desenvolver métricas voltadas para o desempenho da área. O ensejo é voltado para uma investigação no mercado nacional sobre a influência dos investimentos de marketing no desempenho da companhia na oferta pública inicial.

1.1 DELIMITAÇÕES DO TEMA, DEFINIÇÃO DO PROBLEMA E JUSTIFICATIVA

O número de trabalhos relacionando as atividades de marketing com desempenhos financeiros têm crescido e evoluído nos últimos anos (KUMAR; SHAH, 2009). A academia tem deixado de utilizar as usuais métricas para voltar-se a indicadores que reflitam o desempenho financeiro das ações de marketing. Para tanto têm sido utilizadas metodologias que foquem nos “números” utilizados pelos executivos da alta gerência, como os de valor para o acionista, lucratividade de vendas e margens, e crescimento via novos produtos (SRIVASTAVA; REIBSTEIN, 2005).

Srivastava, Shervani e Fahey (1998) publicaram um trabalho no *Journal of Marketing* com o objetivo voltado para o entendimento de como o marketing constrói valor para o acionista. Os autores argumentam que os profissionais de marketing não podem confiar no fato de que resultados positivos em níveis de produto-mercado serão automaticamente convertidos em bons resultados financeiros. Como consequência, os profissionais estão adotando a perspectiva de que clientes e canais de distribuição não são apenas resultados de ações de marketing, mas sim ativos intangíveis que devem ser cultivados pela companhia (HUNT; MORGAN, 1995).

De acordo com a proposição de ativos baseados no mercado (*Market Based Asset*), a criação de valor para o acionista requer investimentos de marketing em uma série de atividades como comunicação, pesquisa de mercado, propaganda e outros esforços (SRIVASTAVA; SHERVANI; FAHEY, 1998). Segundo os autores, os ativos intangíveis de

mercado podem aumentar o fluxo de caixa da empresa e tornar o recebimento deste mais breve, adicionando, assim, valor para os acionistas. Sendo assim, a análise dos ativos intangíveis pode ajudar o gestor na busca pela compreensão do comportamento dos fluxos de caixa futuros.

O valor para o acionista tornou-se um dos tópicos considerados relevantes após a convocação de Lehmann em 2004. Desde então, um grande número de trabalhos vem relacionando ações de marketing com números voltados para os resultados da empresa. Os temas abordados são os mais variados: satisfação do consumidor (ANDERSON, FORNELL, e MAZVANCHERYL, 2004; GRUCA e REGO, 2005; FORNELL *et al.*, 2006; AKSOY *et al.*, 2008), criação e apropriação de valor (MIZIK e JACOBSON, 2003), respostas estratégicas às inovações (LEE e GREWAL, 2004), inovação (BAYUS, ERICKSON e JACOBSON, 2003; SRINIVASAN *et al.*, 2009), novos produtos (PAUWELS *et al.*, 2004, SORESCU *et al.*, 2007), habilidade em construir métricas (O’SULLIVAN e ABELA, 2007), entre outros.

A busca por esta conexão se faz importante dada a forma com que a economia se organiza em torno dos mercados de capitais. A pressão por redução de custos faz com que os gestores da empresa repensem cada área dentro da organização (SRIVASTAVA; REIBSTEIN, 2004). A razão por trás do estabelecimento de ligações entre as atividades de marketing, medidas financeiras e ativos intangíveis é formar uma comunicação com o *Chief Executive Officer (CEO)* sobre o impacto e a importância do marketing (SRIVASTAVA; REIBSTEIN; JOSHI, 2006).

As pesquisas recentes neste campo, que relacionam o marketing com a disciplina de finanças, demonstraram que os investimentos de marketing – em comunicação, segundo Joshi e Hanssens (2008), e Luo (2008); em propaganda, conforme Mcalister, Srinivasan e Kim (2007); e em pesquisa de mercado, na opinião de Mizik e Jacobson (2008) – importam para o desempenho das ações. No Brasil, este tipo de ensejo foi precariamente abordado. Não há estudos, no país, que relacionem ações de marketing com a abertura de capital, representando assim uma relevante oportunidade para avançar na literatura nacional.

Além disto, o presente estudo objetiva contribuir com a gama de informações disponíveis aos gestores para a tomada de decisões diante da abertura de capital, de forma a aumentar o volume de investimento levantado pela IPO e reduzir a subprecificação do papel.

De forma semelhante, este estudo procura ampliar a gama de informações disponíveis para os acionistas, visando desenvolver uma ferramenta de análise.

Este estudo examina uma nova maneira de se avaliar os impactos de marketing, recentemente utilizada por Luo (2008) em artigo intitulado “*When Marketing Strategy First Meets Wall Street: Marketing Spendings and Firm’s Initial Public Offerings*”, no qual este autor examinou 1891 IPOs, entre 1996 e 2005, e relacionou os indicadores destas aberturas com os investimentos em marketing das empresas anteriores ao IPO.

De modo a analisar os impactos das ações de marketing na criação de valor para o acionista, sob a ótica do IPO, o presente estudo procura averiguar a relação entre os investimentos em marketing, anteriores à abertura de capital da companhia, e o seu efetivo resultado no IPO, procurando estabelecer uma relação entre ativos baseados no mercado e o valor para o acionista, via desempenho da empresa no IPO. Aliado a esta análise o estudo prevê também uma investigação acerca dos itens apontados na literatura de finanças como pertinentes no IPO e que demonstraram ter impacto significativo neste tipo de evento.

Sendo assim, a pesquisa aqui apresentada se propõe a responder à seguinte pergunta:

“Qual é o impacto dos investimentos em marketing anteriores à abertura de capital na BOVESPA afetam o desempenho do IPO?”

1.2 OBJETIVOS

Abaixo são apresentados o objetivo geral e os específicos que norteiam esta pesquisa.

1.2.1 Objetivo Geral

Verificar o impacto dos investimentos com marketing, anteriores à oferta pública inicial (IPO), na resposta dos investidores ao IPO.

1.2.2 Objetivos Específicos

1. Verificar a relação entre o investimento em marketing antes do IPO e o índice de demanda do mesmo;
2. Verificar a relação entre os investimentos de marketing antes do IPO e a subprecificação (*underpricing*) do mesmo;
3. Verificar o impacto das variáveis de controle nesta relação;

Após terem sido apresentadas estas definições, no capítulo seguinte, são abordadas as bases teóricas do estudo, abarcando as teorias pertinentes à investigação. A seguir, as hipóteses advindas da literatura e os aspectos metodológicos são apresentados. E, por fim, os resultados provenientes deste estudo juntamente com a discussão dos mesmos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo são introduzidas as principais bases teóricas desta dissertação, onde são abordados alguns achados da literatura, definições, pesquisas na área e um maior detalhamento das teorias aqui utilizadas. Os tópicos tratados são os seguintes: inicialmente, são revisados conceitos inerentes à teoria dos ativos baseados no mercado e da produtividade de marketing; a seguir, são tratados os tópicos alusivos às métricas em marketing; e, por fim, são desenvolvidos os tópicos referentes ao mercado acionário brasileiro e à abertura de capital.

Apesar da quantidade de trabalhos que relacionam o marketing ao valor para o acionista, um dos trabalhos essenciais para o crescimento deste corpo teórico foi aquele que introduziu o conceito de ativos baseados no mercado.

2.1 ATIVOS BASEADOS NO MERCADO E O VALOR PARA O ACIONISTA

Um importante trabalho para a literatura de marketing foi o de Srivastava, Shervani e Fahey (1998), publicado no *Journal of Marketing*, o qual versava sobre uma nova forma de ver o campo de marketing e de refletir sobre seus resultados. O propósito do artigo era o de “desenvolver um esquema teórico que faz explícita a contribuição do marketing para o valor ao acionista” (SRIVASTAVA; SHERVANI; FAHEY, 1998, p. 3). Apesar de entender que processos internos também podem gerar valor para o acionista, o foco do trabalho é essencialmente externo. Assim, os autores avançam na ideia de Day e Fahey (1988), os quais foram pioneiros no que tange à discussão sobre a necessidade de se ter valor para aquele que fornecem o capital (acionista), através da mudança de mentalidade com relação aos processos e às ações de marketing. A seguir, no quadro 1, segue uma comparação entre as premissas tradicionais e as advogadas por Srivastava, Shervani e Fahey (1998).

	Premissas tradicionais	Premissas emergentes
Propósito do marketing	Criar valor para os clientes; ganhar o mercado do produto	Criar e gerir ativos baseados no mercado para entregar valor ao acionista
Relação entre marketing e finanças	Resultados positivos no mercado do produto se traduzem em resultados financeiros positivos	A interface entre marketing e finanças deve ser gerenciada sistematicamente
Perspectiva sobre consumidores e canais	O objeto das ações de marketing	Um ativo relacional que deve ser cultivado e estimulado
Objeto de análise de marketing	Entendimento do mercado e da organização	Consequências financeiras de ações de marketing
Concepção de ativos	Específico para a organização	Resultados da combinação entre empresa e ambiente
Participantes da tomada de decisão em marketing: internos	Principalmente profissionais de marketing; outros, se forem realmente necessários	Todos os gestores relevantes, independente de suas funções ou posições
<i>Stakeholders</i> de marketing	Clientes, competidores, canais, regulamentadores	Acionistas, investidores potenciais
O que é mensurado	Resultado de produto-mercado; índices de clientes, canais, e competidores	Resultado financeiros, configuração de ativos baseados no mercado
Medidas operacionais	Volume de vendas, participação de mercado, satisfação do consumidor, retorno sobre vendas, ativos e lucro	Valor presente líquido de fluxo de caixa, valor para o acionista

Quadro 1 - Premissas sobre a interface entre marketing e finanças

Fonte: Adaptado de Srivastava, Shervani e Fahey (1998).

Verifica-se em atenção ao Quadro 1 que as premissas emergentes prevêm uma maior interface entre marketing e finanças e que nesta relação há um percentual intangível que deve ser observado. A mudança de perspectiva é baseada no argumento de que o marketing tem de estar relacionado não só aos clientes, mas também aos resultados financeiros da empresa, e, por último, aos acionistas.

Os ativos que nascem da relação entre a companhia e as entidades externas (clientes, canais, fornecedores) foram denominados, por Srivastava, Shervani e Fahey (1998), como Ativos Baseados no Mercado (*Market Based Assets*). Esta abordagem prevê que clientes e canais não sejam meramente objetos das ações de marketing, e sim ativos que devem ser estimulados e desenvolvidos. O crescimento destes ativos exige que a área de marketing vá além das premissas tradicionais apresentadas e que tenha uma postura de acordo com as premissas emergentes, voltadas para os clientes e com uma orientação voltada para as finanças da companhia.

Os resultado provenientes da relação entre uma empresa e suas entidades externas (canais e clientes) deve ser vista sob uma perspectiva comparativa, ou seja, a organização

deve ter um diferencial em relação aos seus concorrentes no mercado para que esta relação lhe seja vantajosa. Mas afinal, o que torna valioso um ativo baseado no mercado? A resposta para tal pergunta é proveniente da literatura sob a perspectiva baseada em recursos (BARNEY, 1991), a qual sugere que um ativo deve ter quatro características essenciais para contribuir com a criação de valor:

- a) ser raro: Ter algo que as outras empresas possuem não configura uma diferenciação. Assim, para criar um valor diferenciado, é necessário que o ativo seja de difícil alcance para a concorrência;
- b) ser valioso: O ativo em si deve trazer vantagens para a empresa na relação com as entidades externas;
- c) ser incopiável: A concorrência não deve ter a capacidade de copiá-lo perfeitamente;
- d) não ter substitutos: A falta de substitutos diretos faz com que a concorrência não tenha acesso aos benefícios do ativo.

Para que um ativo possa ser considerado como um benefício para a empresa, é necessário que ele atenda aos quatro requisitos apresentados acima.

Em comparação com os ativos físicos do balanço patrimonial, este novo ativo tem um caráter intangível preponderante e é voltado para o longo prazo. Abaixo, no quadro 2, é apresentado um comparativo entre ambos.

Verifica-se, com base no exposto, a diferença na maneira como os novos ativos, de Srivastava, Shervani e Fahey (1998), atuam para fins semelhantes, porém de formas divergentes. É possível visualizar que as ações perpassam o âmbito do cliente e das relações externas da companhia, de modo que estes ativos são os agentes da mudança que direcionam os resultados. Tal enfoque privilegia a área de marketing, à medida que dá maior relevância às suas ações.

	Ativos	Ativos Baseados no Mercado
Aparecem no balanço patrimonial?	Sim	Não
Tipo de ativo	Predominantemente Tangível	Predominantemente Intangível
Exemplos	Fábricas e Máquinas	Relação com fornecedores e clientes e desenvolvimento da marca
Podem ser comprados e vendidos?	Sim, propriedades tangíveis possuem valor residual	Sim
Podem conduzir a custos menores?	Sim, via aumento da produtividade	Sim, através de um melhor conhecimento de clientes e canais
Podem conduzir a preços maiores?	Sim, produtos de qualidade superior podem justificar preços maiores	Sim, o desenvolvimento de clientes, fornecedores e marca podem gerar valor percebido maior, o que pode se traduzir em preços maiores
Podem gerar barreiras de entrada?	Sim, a competição deve fazer investimentos semelhantes para se igualar	Sim, custos de troca para o cliente e a lealdade reduzem a vulnerabilidade em relação à concorrência
Podem gerar melhora na competitividade?	Sim, os ativos podem atuar no aumento da produtividade de outros ativos, como por exemplo, o dos empregados.	Sim, podem atuar aumentando a produtividade de outros ativos (Ex: compradores satisfeitos respondem melhor a esforços de marketing)
Podem criar opções para os gestores?	Sim, se a fábrica (e seus equipamentos) pode ser compartilhada entre produtos	Sim, clientes satisfeitos estão mais propensos a experimentar marcas e extensões de produtos
O custo de aquisição é transformado em capital?	Sim, equipamentos e fábricas podem ser pagos ao longo dos anos	Não, custos de marketing são despesas e devem ser justificados no curto prazo

Quadro 2 - Ativos versus Ativos Baseados no Mercado

Fonte: Adaptado de Srivastava *et al.* (2008).

Segundo Srivastava *et al.* (1998) os ativos baseados no mercado podem ser de dois tipos: os de relacionamento, que são os configurados por aqueles ativos criados através de uma relação de longo prazo com o seu mercado; e os intelectuais, referentes aos ativos intangíveis de qualidade informacional, de conhecimento e de aproximação com o mercado.

Em 1999, Srivastava, Shervani e Fahey estabeleceram uma visão complementar à que eles haviam apresentado em 1998, dissertando que o marketing é o responsável pelo desenvolvimento dos clientes (atração e retenção) e, por conseguinte, dos fluxos de caixa futuros da empresa. Tal ação é efetiva se a companhia consegue diferenciar-se das rivais através de diversas ações internas, mais conhecidas como “processos operacionais ou de negócio²” (DAVENPORT, 1993). Tais processos demandam uma integração interfuncional, a

² Do original: *Business or operating processes* (tradução livre).

qual, para ser efetiva, necessita estar alinhada com o cliente. Assim, cabe ao marketing o balizamento desta união. Webster (1992) dá especial relevância para três “macro ações” centrais:

- a) processo de gestão do desenvolvimento de novos produtos: Pertinente ao desenvolvimento de produtos/serviços que irão suprir desejos e necessidades dos clientes;
- b) processo de gestão da cadeia de suprimentos: Pertinente ao modo como os insumos (*inputs*) são transformados em soluções para os consumidores;
- c) processo de gestão de relacionamento com clientes: Pertinente à identificação de clientes, criação de conhecimentos sobre os produtos, retenção de clientes, administração da percepção dos mesmos, entre outros.

Segundo Srivastava, Shervani e Fahey (1998, 1999), o valor para os acionistas é influenciado por três direcionadores: Aceleração dos fluxos de caixa, aumento do fluxo de caixa e redução do risco (através da redução de vulnerabilidade e volatilidade dos fluxos de caixa).

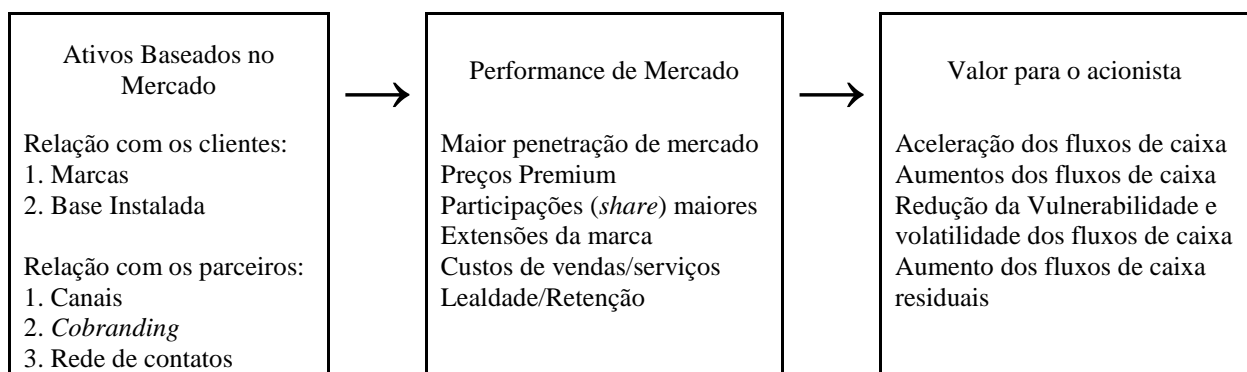


Figura 1 - Market Based Assets e o valor para o acionista

Fonte: Srivastava, Shervani e Fahey (1998).

A aceleração do fluxo de caixa é proveniente de um desenvolvimento mais ágil de novos produtos, o qual, em consonância com os desejos dos consumidores e com a velocidade dos canais, oferece uma resposta mais rápida ao mercado, aumentando, assim, a velocidade dos fluxos de caixa. O aumento dos fluxos de caixa é proveniente de uma otimização dos

recursos em busca da diferenciação nos mercados, que, por sua vez, é viabilizada através do conhecimento de seus consumidores. A redução da vulnerabilidade e da volatilidade do fluxo de caixa são consequências de uma estabilização na demanda, de modo a aumentar o poder de previsão da empresa.

Assim, relacionam-se os processos externos, abordados no artigo de Srivastava *et al.* de 1998, e os processos internos de marketing, abordados no artigo de Srivastava *et al.* de 1999. Segundo Luo (2008) a análise da postura destes autores fornece um instrumento de referência para a apreciação das atividades de marketing voltada ao valor para o acionista.

A pressão que o marketing sofre atualmente é no sentido de mostrar o seu valor para os *Chief Executive Officers (CEOs)*. Auferir a rentabilidade do marketing é fornecer informações essenciais para o gestor, de modo a justificar a continuidade de investimentos na área e, desta forma, melhorar a alocação de recursos e eficácia departamental (*CMO Council*, 2004). Para tanto, a produtividade em marketing surge como um fator decisivo nesta justificativa.

2.2 PRODUTIVIDADE EM MARKETING

O termo produtividade, usual no âmbito da área de produção, relaciona a quantidade de resultado que se obtém, dado o uso de uma determinada quantidade de insumos (*inputs*). O que se procura obter dentro desta ótica é a chamada “maximização dos recursos”, ou seja, se busca conseguir extrair do ambiente corporativo um melhor resultado com um menor uso de *inputs*.

Produtividade, em marketing, refere-se às ações de identificação dos chamados “investimentos em marketing”, que envolve o entendimento de como os ativos de marketing contribuem para os lucros no curto prazo e como produzem um potencial para o crescimento sustentável no longo prazo (RUST *et al.*, 2004). Estes mesmo autores salientam o cuidado que se deve ter para distinguir a eficiência da eficácia nestes casos. Bons resultados no curto prazo podem levar o gestor a crer que está tomando decisões corretas; entretanto, ele pode estar

equivocado, quando é considerado um horizonte de tempo maior (RUST *et al.*, 2004). A produtividade não se dá de forma direta, ou seja, existem tarefas e atividades que compõem uma cadeia, ou fluxo, onde tais etapas cumprem passos fundamentais para que seja auferido o seu o resultado. Assim, é necessário compreender como isto ocorre, no caso específico das ações de marketing.

2.2.1 Cadeia de produtividade de marketing

A cadeia de produtividade de marketing (Quadro 3), elaborada por Lehmann (2004) serve como um guia para a introdução ao tema e estabelece sua pertinência dentro do ambiente gerencial.

Ponto de vista da Companhia	Nível	A quem interessa
Nós agimos	Ações de Marketing	Consumidores
Os consumidores agem	Reações dos consumidores	Especialistas de promoção e propaganda
Coisas acontecem ³	Impacto do produto no mercado	Gestores de produtos e <i>Chief Marketing Officer</i>
Receitas acontecem	Resultados financeiros	<i>Chief Marketing Officer</i> e <i>Chief Financial Officer</i>
Saúde financeira é afetada	Valor da firma	<i>Chief financial officer</i> e <i>Chief Executive Officer</i>

Quadro 3 - Cadeia de produtividade de marketing

Fonte: Adaptado de Lehmann (2004).

O quadro elaborado por Lehmann (2004) estabelece um raciocínio simplificado, unindo as ações de marketing (de interesse dos clientes), com o valor final (de interesse da área financeira e dos acionistas). A cadeia de produtividade de marketing de Gronholdt e Martesen (2006), representada abaixo na Figura 2, faz um esquema teórico bastante semelhante à forma pela qual acontece esta ligação.

³ Do original *things happen* – tradução livre

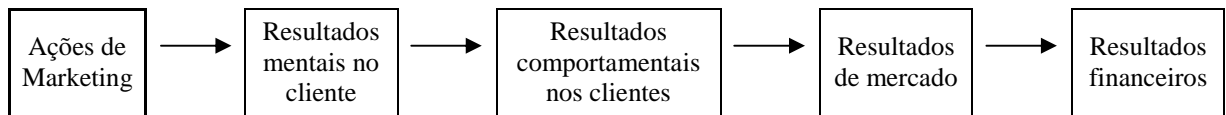


Figura 2 - Esquema teórico de Gronholdt e Martesen (2006)

Fonte: Adaptado de Gronholdt e Martesen (2006).

Visualiza-se, nos esquemas acima, que as ações de marketing possuem um impacto nos consumidores, em suas crenças e no seu posicionamento em relação ao produto, marca ou empresa. Este posicionamento, por sua vez, traduz-se em comportamentos de compra que afetam os resultados da empresa. Assim, o consumidor, através de seu comportamento de compra, é o agente que irá contribuir para os resultados financeiros da companhia. Ambos os esquemas teóricos, apesar da divergência existente entre alguns de seus termos, procuram relacionar o marketing com finanças, de forma a estabelecer uma conexão entre os investimentos em marketing e o retorno destes para a companhia.

Uma das mais reconhecidas e aceitas cadeias da produtividade em marketing é a criada por Rust *et al.* (2004) e publicada no *Journal of Marketing*, a qual segue abaixo, na Figura 3.

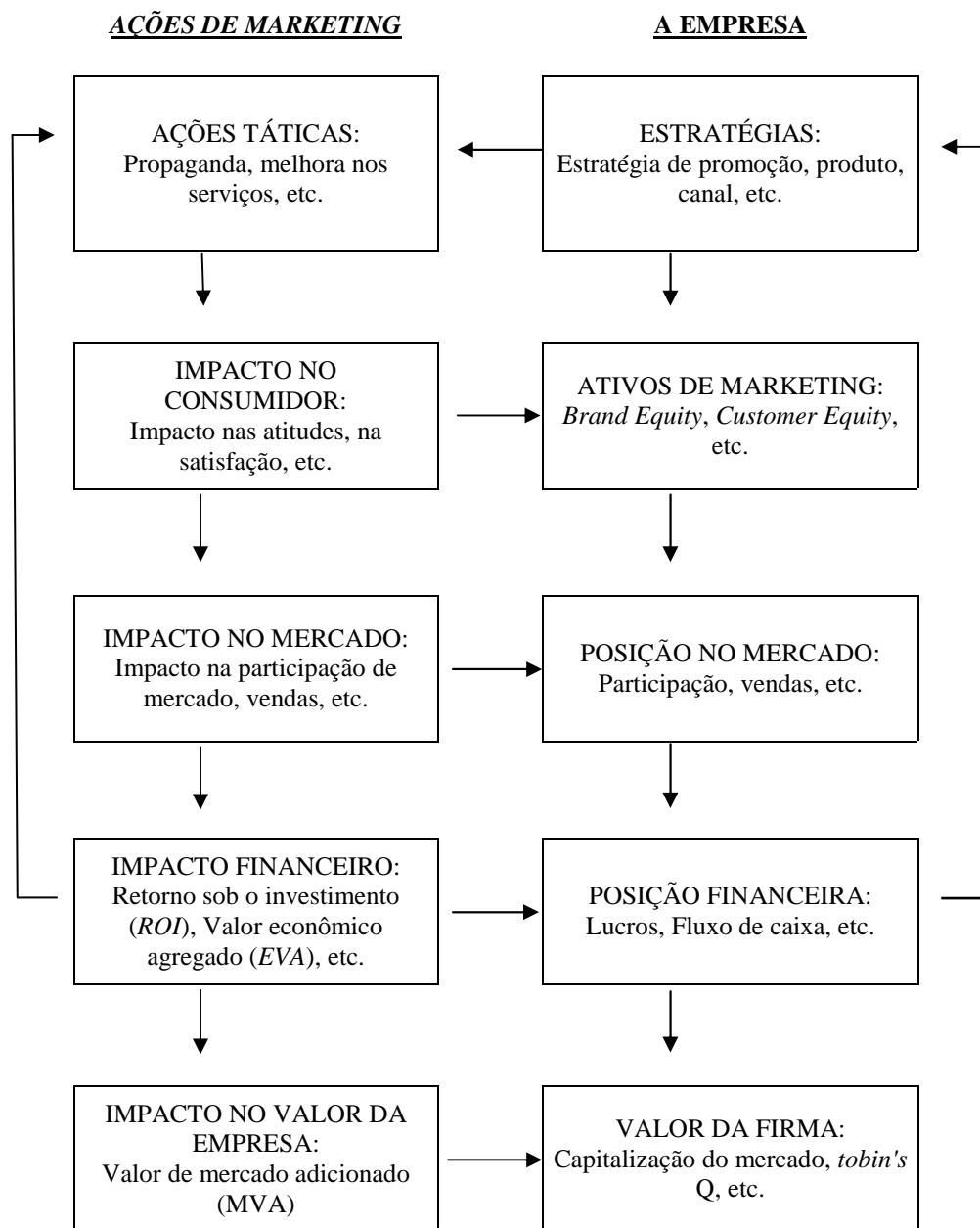


Figura 3 - Cadeia de Produtividade de Marketing

Fonte: Adaptado de Rust *et al.* (2004).

Dada a pertinência deste esquema dentro do ambiente acadêmico e por ser central nesta revisão de literatura, cada item da cadeia de produtividade de marketing de Rust *et al.* (2004) é tratado individualmente, abaixo.

Estratégia e Táticas: A estratégia de marketing tem um papel central no ganho ou perda de clientes, de modo a influenciar diretamente no crescimento da empresa, tendo como objetivo construir vantagens competitivas e, assim, ser um dos direcionadores da performance

financeira (SRIVASTAVA; SHERVANI; FAHEY, 1999). Já no nível tático, os gestores implementam iniciativas de marketing para aumentar a rentabilidade no curto prazo (RUST *et al.*, 2004). Em seu artigo original, Rust e seus colegas demonstram a necessidade das mensurações de marketing serem feitas no plano tático, de forma a definir quais tipos de estratégias e táticas são mais eficazes para o aumento do valor da empresa (*e.g.*, quantidade *versus* qualidade dos clientes, aumento da qualidade do serviço ou investimento em promoção, entre outros).

Impacto no consumidor: Tais estratégias somente surtem resultado se percebidas positivamente pelos clientes, conduzindo-os a uma maior cooperação com a companhia. Este impacto se dá, principalmente, através do comportamento de compra dos clientes (RUST *et al.* (2004).

Ativos de Marketing: Os ativos de marketing são mensurados com base em métricas provenientes da qualidade da marca, satisfação do consumidor, e no valor de seus clientes (RUST *et al.*, 2004). Estes mesmos autores elencam duas principais linhas de pesquisa dentro de ativos de marketing, sendo eles: *Brand Equity*, referente à avaliação subjetiva e intangível da marca pelo cliente, além e acima do seu valor percebido de forma objetiva (RUST, ZEITHAML e LEMON, 2000); e *Customer Equity*, o qual define os clientes como ativos intangíveis (KUMAR e GEORGE, 2007).

O *Brand Equity* é um conceito central de marketing, surgido na década de 1980, segundo o qual as marcas são vistas como ativos que geram fluxos de caixa futuros (AAKER; JACOBSON, 1994; RAO; AGARWAL; DAHLHOFF, 2004). De uma forma geral, *Brand Equity* é definido como o valor agregado que uma marca fornece a um produto (FARQUHAR, 1989). Keller (1998) argumenta que esta visão estabelece o valor da marca (*Brand Value*)⁴ como proveniente da associação que o consumidor faz entre a marca e o produto (ou serviço), a qual gera um fluxo de caixa incremental para a empresa.

⁴ O *Brand Equity* deve ser diferenciado do *Brand Value* (valor da marca), que é referente ao valor da marca em si. Para Raggio e Leone (2007), o *Brand Equity* é pertinente aos impactos de marketing que, por sua vez, afetam o valor da marca (*Brand Value*). Assim, o *Brand Equity* é estabelecido na visão do consumidor, enquanto que o *Brand Value* estabelece o valor de um ativo da companhia. Alguns autores adotam a terminologia “*brand equity*” para designar também *brand value*. Apesar disto, este trabalho usará o termo em consonância com os trabalhos anteriores de Keller (1998) e de Rust *et al.* (2004), ou seja, o conceito de *brand equity* representa o valor presente líquido (VPL) dos fluxos de caixa incrementais, sejam estes atribuídos para um nome de marca sejam para uma empresa que possua a marca em seu(s) produto(s) e serviço(s). Tal definição é feita comparando-se produtos idênticos, porém sem qualquer nome de marca ou esforços de construção de marca a eles associados.

A pesquisa nesta área tem desenvolvido estudos no sentido de entender como se dá esta relação. Gestores têm procurado compreender os elementos do *Brand Equity*, a forma pela qual este afeta o comportamento do comprador e, principalmente, como mensurar tal impacto (KELLER, 2002). Os resultados vêm mudando a forma pela qual as pessoas administram e pensam sobre marcas (RUST *et al.*, 2004).

Segundo Keller e Lehmann (2006), existem três perspectivas para o *Brand Equity*:

- a) baseada no consumidor: Para esta visão, *Brand Equity* é proveniente da atração, ou repulsão, de um produto de uma empresa pela parcela “não-objetiva” da oferta (KELLER; LEHMANN, 2006). Apesar da marca, no início, confundir-se com o produto, com o tempo, a companhia pode desenvolver, através de propaganda, experiência de uso, bem como outras atividades e influências, uma série de complementos e associações que perpassam o produto físico em si (KELLER; LEHMANN, 2006).
- b) baseada na empresa: Para esta vertente, uma marca forte, segundo Hoeffler e Keller (2003), serve para muitos propósitos: aumentar a eficácia de propagandas; assegurar a distribuição do produto; isolar o produto da competição; e facilitar o crescimento e expansão em outras categorias de produtos. Assim, *Brand Equity*, do ponto de vista da companhia, é o valor adicionado para a empresa em função da presença do nome da marca, em relação à ausência deste (KELLER; LEHMANN, 2006);
- c) baseada no aspecto financeiro: Sob esta visão, marcas são como ativos, assim como fábricas e equipamentos, que podem ser compradas e vendidas. O valor financeiro de uma marca é o preço que ela leva ou pode levar ao mercado acionário (KELLER; LEHMANN, 2006).

O método de mensuração do *Brand Equity* ainda não encontrou um consenso na literatura internacional, de modo que existem diversos trabalhos neste sentido. Dado o seu alto caráter intangível associado, o cálculo desta associação é bastante complexo, de forma a exigir dos pesquisadores o uso simultâneo de técnicas quantitativas e qualitativas.

O termo *Customer Equity* é definido por Rust, Zeithaml e Lemon (2004, p. 4) como sendo “o total, descontado, dos valores provenientes do consumo dos clientes ao longo de sua vida de consumo com a empresa”. Ou seja, o cliente é considerado não só nas transações

atuais, como também no diagnóstico futuro de suas transações comerciais com a companhia. Posteriormente estes mesmo autores incluíram neste conceito os clientes potenciais, de modo a abarcar também os clientes futuros da organização.

O *Customer Equity* reconhece os clientes como fonte primária dos fluxos de caixa atual e futuro (VILLANUEVA; HANSSSENS, 2007). Nesta visão, a empresa interessa-se pelo desenvolvimento do valor dos clientes (*Customer Lifetime Value*), atuais e futuros, para que seja incrementado o valor da empresa, haja vista que este modelo prevê uma *Proxy* para o valor da companhia (GUPTA *et al.*, 2002). Esta vertente da literatura prevê uma ligação direta entre as ações de marketing e o desempenho da empresa, uma vez que tais ações têm como objeto final os clientes. Sendo assim, o *Customer Equity* surge como um direcionador dos orçamentos da área de marketing, de modo a nortear o desenvolvimento do portfólio de clientes (BLATTBERG; DEIGHTON, 1996, RUST *et al.*, 2004, REINARTZ, THOMAS; KUMAR, 2005).

Ambos os conceitos possuem direcionadores voltados para as ações de marketing. O objeto de estudo do *Brand Equity* é o produto, enquanto que o *Customer Equity* foca nos clientes (VILLANUEVA; HANSSSENS, 2007).

Impacto no mercado: A eficácia das estratégias e táticas de marketing se manifesta através dos clientes, os quais, por sua vez, afetam o mercado, em termos de participação e de volume de vendas. Assim, a posição em relação aos concorrentes é afetada de modo a alterar a posição da companhia no seu mercado.

A literatura a respeito de *Brand Equity* já encontrou importantes resultados a favor da importância da marca: consumidores que são fiéis a uma marca ou empresa em particular são mais propensos a pagar preços superiores (AMBLER *et al.*, 2002); há um retorno positivo das ações na bolsa valores, relacionado com a valoração da marca (BARTH *et al.*, 1998); uma parcela substancial da avaliação do consumidor é baseada no *Brand Equity* (SIMON; SULLIVAN, 1993); marcas “fortes” conduzem a desempenhos superiores no mercado acionário, com um menor risco associado (MADDEN; FEHLE; FOURNIER, 2006); mudanças na valoração da marca estão associadas às mudanças na valoração no mercado acionário (MIZIK; JACOBSON, 2007). De modo geral, melhoras no *Brand Equity* possuem impactos positivos e significativos na valoração da firma (SRINIVASAN; HANSSSENS, 2008).

Já a literatura a respeito de *Customer Equity* traz à luz uma série de importantes resultados: as consequências da satisfação do consumidor aumentam a sua disposição de pagar um preço mais alto, de prover referências sobre o produto e de usar mais o produto (HOGAN; LEMON; RUST, 2002), bem como maiores participação de mercado (TAYLOR, 2002) e lucratividade (VENKATESAN; KUMAR, 2004); é viável dar valor a uma empresa através da valoração dos seus clientes (GUPTA; LEHMANN; STUART, 2004); a lucratividade por cliente pode permitir à firma uma redução de clientes não lucrativos e servir aos clientes lucrativos com menores custos (ZEITHAML; RUST; LEMON, 2001).

Impacto financeiro: O impacto financeiro de determinadas ações de marketing pode ser avaliado de diversas maneiras. Uma maneira tradicional é através do retorno sobre o investimento (*ROI*). Entretanto, este modo de avaliação encontra dificuldade para ser adaptado ao marketing, uma vez que considerada um curto prazo de tempo, enquanto que as ações geralmente têm objetivos de prazo maior. O correto uso desta ferramenta deve levar em conta os fluxos de caixa futuros (LARRÉCHÉ; SRINIVASAN, 1981). A taxa interna de retorno (TIR) também pode aplicada a este contexto, sendo definida por Keynes (1936) como sendo a taxa de desconto que iguala os fluxos futuros ao valor presente do investimento. Outro indicador financeiro é o Valor Presente Líquido (VPL), o qual representa a soma dos valores futuros descontados com o valor presente do investimento. E, por fim, há o Valor Econômico Agregado (EVA), que representa a diferença entre o lucro líquido operacional e o custo de capital (EHRBAR, 1998).

Impacto no valor da firma: As diferentes formas pelas quais as ações de marketing se relaciona com o valor da empresa foram objeto de estudo. Dentre estes, são os principais: a satisfação dos consumidores (ANDERSON; FORNELL; MAZVANCHERYL, 2004; FORNELL *et al.*, 2006), a marca (KERIN; SETHURAMAN, 1998; MIZIK; JACOBSON 2008; RAO; GARWAL; DAHLOFF, 2004), a propaganda (JOSHI; HANSSSENS, 2009), e o anúncio de novos produtos (SORESCU; SHANKAR; KUSHWAHA, 2007)⁵.

Cabe salientar que os fatores elencados acima estão inseridos em um conjunto de elementos do ambiente competitivo, de tal forma que a eficiência de uma empresa ao transformar suas estratégias e táticas em resultados concretos depende das turbulências do mercado e da estabilidade econômica à qual o mercado está sujeito.

⁵ Para uma revisão completa, consulte Srinivasan e Hanssens - *Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings, and Future Directions*. Publicado em janeiro de 2008 no *Journal of Marketing Research*.

Resumidamente, a cadeia de Rust *et al.* (2004) inicia com a formulação de uma estratégia específica que resulta em uma série de ações táticas. Estas ações influenciam cada cliente individualmente, e as ações destes, em conjunto, impactam nos ativos de marketing. Tais ações induzem mudanças na participação de mercado que, aliadas aos ativos de marketing, influenciam a posição da empresa no mercado. Tal posição é fruto de um comportamento de compra diferenciado de seus clientes, e este, por sua vez, reflete na posição financeira da empresa, a qual tem grande influência no valor da mesma. Aumentando a sua produtividade, o marketing pode aumentar a competitividade da empresa e, por consequência, também a sua viabilidade no longo prazo (RAO; BHARADWAJ, 2008).

Dado o entendimento do curso que a área de marketing faz até atingir o resultado financeiro, é necessário aprofundar-se em como a disciplina trata o retorno sobre seus investimentos.

2.2.2 Retornos sobre os investimentos em marketing

Os investimentos em marketing vêm sendo estudados desde a década de 1990, com especial ênfase na valoração das atividades da disciplina em relação aos resultados da empresa. Rust *et al.* (2004) elaboraram uma revisão sobre este tema e propuseram ao meio acadêmico um modelo considerado mais completo na avaliação dos retornos sobre os investimentos em marketing, como segue abaixo, na Figura 4.

O modelo de Rust *et al.* (2004) tem como conceito central o *Customer Equity* (englobando o *Brand Equity* como direcionador). Tendo o *Customer Equity* como a soma do valor dos seus clientes, tem-se que maximização deste valor pode ser decomposta em frações menores, através da otimização das aquisições de clientes, da retenção⁶ e do processo de “vendas suplementares” (do original *add-on selling processes*⁷) (BLATTBERG; BLATTBERG; THOMAS, 2001). Dada a diversidade de fatores e a amplitude das variáveis

⁶ Para uma análise sobre a relação ótima entre retenção e aquisição de clientes, ver Fiorioli (2009).

⁷ O termo *add-on selling*, usado por Blattberg *et al.* (2003), é definido por Vilanueva e Hanssens (2007) como resultado de um crescimento geral nas vendas, através dos seguintes incrementos: *cross-selling*, venda de produtos complementares; *up-selling* venda de adicionais ao produto; e aumento da quantidade de vendas do mesmo produto por cliente.

que influenciam no processo de compra, outros pontos são apontados pela literatura como relevantes na consideração do impacto das ações de marketing nos clientes, como por exemplo comportamento “boca-a-boca” (ANDERSON, 1998) e duração do período lucrativo dos clientes (REINARTZ; KUMAR, 2003).

Através da identificação dos condutores da percepção dos consumidores, é possível melhorá-los e estabelecer um aumento na retenção e aquisição de clientes. Desta forma, o valor do cliente no tempo é incrementado, conduzindo, assim, a empresa a um maior retorno sobre seus investimentos em marketing. Este raciocínio é ilustrado abaixo na figura 4.

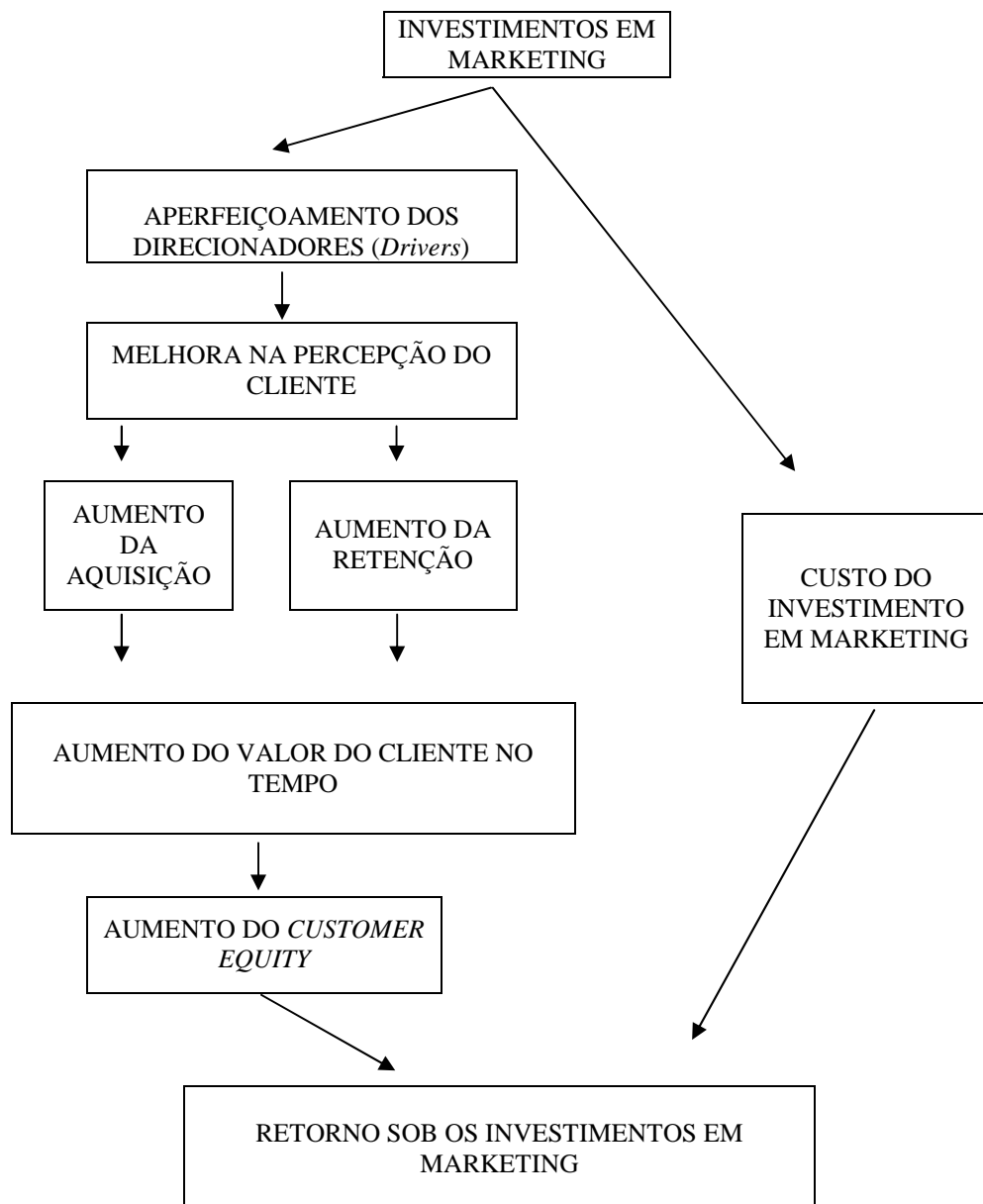


Figura 4 - Retorno Sobre o investimento em Marketing

Fonte: Adaptado de Rust *et al.* (2004).

Para que a produtividade seja auferida em termos objetivos, o meio acadêmico voltou-se para a elaboração e estudo das métricas em marketing, ou seja, de métodos para mensurar os esforços de marketing e seus resultados para a empresa e os acionistas. Visando entender um pouco o modo pelo qual esta relação é entendida, faz-se necessária a discussão de alguns elementos de métricas em marketing (*marketing metrics*).

2.3 MÉTRICAS EM MARKETING (*MARKETING METRICS*)

A questão não é a de que não existem medições em marketing, pois elas sempre existiram (SRIVASTAVA; REIBSTEIN, 2004). Entretanto, as medições usuais (satisfação, conhecimentos de marca, lealdade, reclamações, entre outros) não abrangem o impacto financeiro das ações de marketing. As métricas atuais geralmente refletem o impacto no consumidor ou no canal, tais como: percepção; preferência; intenção de compra; satisfação do consumidor; lealdade; entre outros (SRIVASTAVA; REIBSTEIN, 2004). Apesar de modificar as atitudes, percepções e intenções do consumidor, o alcance de aumentos nas receitas de vendas e na participação de mercado é importante para qualquer esforço de marketing. Assim, muitos gestores consideram o impacto financeiro como a mensuração de sucesso mais crucial para qualquer esforço de marketing (RUST *et al.*, 2004). Em um sistema capitalista de mercados abertos, a mensuração do sucesso é estabelecida em moeda corrente e, dessa forma, as ações gerenciais são naturalmente avaliadas em termos monetários (LEHMANN, 2004).

As métricas financeiras em marketing foram inicialmente alvo de discussão pelos acadêmicos em 1988, em decorrência da evolução das técnicas de análise de desempenho e a necessidade de comprovar e medir o impacto dos esforços de marketing no desempenho final da firma (DOYLE, 2000). Sua criação foi resultado da necessidade de se justificar os gastos/investimentos em marketing e de “encontrar os números” dentro da empresa (LEHMANN, 2004).

Avaliar a produtividade do marketing não é uma tarefa simples para os pesquisadores. Segundo Rust *et al.* (2004), existem três desafios principais para a metrificação da produtividade de marketing. São eles: relacionamento das atividades de marketing com efeitos de longo prazo (DEKIMPE; HANSSSENS, 1995); separação das atividades de marketing do restante das outras áreas (BONOMA; CLARK, 1988); e, por último, as métricas essencialmente financeiras unicamente já provaram ser inadequadas para justificar os investimentos em marketing, e, portanto, são necessárias métricas não financeiras (CLARK, 1999; MARKETING SCIENCE INSTITUTE, 2000). Já Srivastava e Reibstein (2004) propõem que um ensejo deste tipo deve incluir vários aspectos, tais como: demonstrar produtividade de marketing; relacionar medidas internas de marketing com medidas externas de finanças; valoração de clientes; valoração de marcas; valoração da inovação; medições de curto e longo prazo; e também métricas internacionais de desempenho.

O'Sullivan e Abela (2007) empreenderam um estudo que vislumbrou avaliar se a habilidade da empresa em construir métricas em marketing é pertinente para os *CEOs* e se esta pertinência se reflete em resultados financeiros. A magnitude da habilidade na construção das métricas foi separada em quatro subáreas: marketing direto; marketing gerencial e analítico; relações públicas; e marca. Seus resultados reforçam a direção que o marketing tem assumido na posição da criação de métricas para mensurar financeiramente os impactos de suas ações e também estimulam tais estudos através de achados favoráveis.

O desenvolvimento da literatura com ênfase no consumidor fez com que o conceito de valor do cliente no tempo ganhasse notoriedade. O apelo deste conceito está na sua habilidade de viabilizar relações lucrativas com os clientes através de intervenções apropriadas do marketing (VILLANUEVA; HANSSSENS, 2007). A metodologia de cálculo do valor do cliente tem sido objeto de intensa investigação acadêmica, tendo como principais trabalhos: Reinartz e Kumar (2000); Gupta, Lehmann, e Stuart (2004); Kumar, Luo, e Rao (2008); Lewis (2004); Rust, Lemon, e Zeithaml (2004); Venkatesan e Kumar (2004); Fader, Hardie, e Lee (2005); Venkatesan, Kumar, e Bohling (2007); e Kumar e Shah (2009), sendo este último considerado por Dominique M. Hanssens, Roland T. Rust, e Rajendra K. Srivastava como o estudo mais robusto sobre a conexão entre marketing e o valor da firma. Coletivamente, estes estudos contribuem para um crescente e animador campo de pesquisa, no qual se demonstra o poder das métricas baseadas nos clientes na formação do valor da empresa (KUMAR; SHAH, 2009).

Os ensejos voltados para a relação entre o marketing e o desempenho financeiro nas bolsas de valores, em complemento aos já citados referentes à *Brand Equity* e *Customer Equity*, são volumosos, tendo como principais campos teóricos: satisfação do consumidor como mediação entre responsabilidade social e performance (LUO; BHATTACHARYA, 2006); satisfação do consumidor e performance financeira (REICHHELD, 1996; REINARTZ; KUMAR, 2000; TAYLOR, 2002; HOGAN; LEMON; RUST, 2002; VENKATESAN; KUMAR, 2004; ANDERSON; FORNELL; MAZVANCHERYL, 2004; GRUCA; REGO, 2005; FORNELL *et al.* 2006; AKSOY *et al.* 2008; LUO; HOMBURG, 2008); lançamento de novos produtos e performance (MIZIK; JACOBSON, 2003); escolhas estratégicas em marketing e desempenho acionário (LEE; GREWAL, 2004); inovação em produtos (SRINIVASAN; PAUWELSSILVA-RISSO; HANSSSENS, 2009); ações de marketing e valor para os acionistas (RAO; BHARADWA, 2008), entre outros.

Na ocasião em que é abordado o chamado valor para o acionista, a forma utilizada na literatura para representar, ou para agregar tal valor, envolve o uso de metodologias que relacionem algum item ou ação de marketing à volatilidade dos fluxos de caixa (GRUCA; REGO, 2005, FISCHER; SHIN; HANSSSENS, 2009), ao risco sistemático (FORNELL *et al.*, 2006, MCALISTER *et al.*, 2007, AKSOY *et al.*, 2008), ao desempenho das ações (AKSOY *et al.*, 2008, FORNELL *et al.*, 2006), ao Tobin's q ⁸ (RAO *et al.*, 2004, LEE; GREWAL, 2004, LUO; BHATTACHARYA, 2006), à abertura de capital (SONG; RHEE; ADAMS, 2001; DEMERS; LEWELLEN, 2003; COOK; ROBERT; VAN, 2006; LUO, 2008), entre outros.

Em especial os trabalhos que utilizaram a abertura de capital corroboram com os preceitos deste trabalho de usar como variável de resultado os números provenientes da oferta pública inicial (IPO). Dado que tais análises baseiam-se em indicadores do mercado acionário de cada país, faz-se necessária uma apresentação dos números e aspectos referentes ao mercado brasileiro, com representação principal na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), e uma ênfase na oferta pública inicial.

⁸ Tobin's q é uma medida financeira que relaciona o valor total das ações negociadas em bolsa de valores com o valor contábil da companhia

2.4 O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO E A OFERTA PÚBLICA INICIAL

O mercado acionário brasileiro representa um pano de fundo bastante robusto para esta análise: seus números, relativos ao ano de 2009, apontam para uma movimentação total de R\$ 1,3 trilhão. No período entre 2004 e 2009, 120 empresas brasileiras fizeram ofertas públicas primárias (com emissão de novas ações) e 54 empresas ofertas públicas secundárias (ações já emitidas, em posse de investidores), captando 117 bilhões e 94 bilhões de reais, respectivamente.

As empresas de capital aberto utilizam-se da bolsa para captar recursos dos investidores com o objetivo de financiar seus projetos de investimento e se tornarem mais competitivas (BM&FBOVESPA, 2010), dentre os benefícios de tornar-se uma empresa de capital aberto, segundo o folheto de instrução ao público da BM&FBOVESPA, estão:

- a) acesso ao capital: Elencado como principal motivo das empresas, na medida em que o IPO proporciona prospecção de um elevado capital para a empresa investir em seus projetos.
- b) liquidez do patrimônio: Ter ações negociadas em bolsa de valores significa ter também liquidez patrimonial. Opção esta que pode permitir aos sócios a diversificação do seu capital.
- c) utilização das ações em pagamentos de aquisições: A utilização de ações neste caso pode prevenir a empresa de ter de descapitalizar-se em função de aquisições.
- d) aumento de projeção e melhoria da imagem institucional: Há um aumento na projeção e um possível fortalecimento com os seus públicos advindo da abertura de capital.
- e) criação de um referencial para avaliação do negócio: A cotação subsequente da empresa no mercado secundário é um indicador da avaliação que o mercado faz das decisões estratégicas da companhia.

Entretanto, a abertura de capital enseja também custos associados ao processo de abertura de capital, à remuneração do capital dos novos acionistas (política de dividendos) e à

administração de um sistema de informações específico para o controle da propriedade da empresa (CVM, 2010). Da mesma forma, existe a necessidade de atendimento às normas mais específicas e rigorosas, no que tange aos procedimentos contábeis e de divulgação de demonstrações financeiras (CVM, 2010).

Assim, a decisão de abrir o capital deve se subordinar a uma análise de sua viabilidade, demonstrando, para um dado nível de atividade da empresa, ser mais conveniente incidir nos custos relativos à abertura do capital do que buscar estes recursos através de endividamento (CVM, 2010).

Segundo Ross Westerfield e Jaffe (2002) para que os títulos possam ser negociados no mercado, eles precisam ser primeiramente vendidos ao público, sendo a primeira oferta pública de ações chamada de “oferta pública inicial” (IPO) ou de “emissão de títulos novos não amadurecidos”. A literatura nacional e internacional sobre os IPOs é bastante vasta, e é composta por um corpo teórico bastante sólido, voltado, em grande maioria, para a asserção e entendimento das principais causas que indicam um desempenho satisfatório de um IPO (SAITO; PEREIRA, 2006; PINHEIRO; PROCIANOY; CIGERZA, 2007; CARVALHO, 2008; TOLENTINO, 2009; FRANCIS *et al.*, 2010, MOORE *et al.*, 2010, entre outros).

A oferta é organizada e viabilizada através de um *underwriter*, o qual representa a instituição financeira que realiza operações de lançamento de ações no mercado primário. São instituições autorizadas para estas operações: bancos múltiplos ou bancos de investimento, sociedades corretoras e distribuidoras (BOVESPA, 2010).

A abertura de capital consiste no primeiro contato das companhias abertas com o mercado, no qual se deve realizar a precificação de ações, sendo que esta é a tarefa mais difícil a ser realizada por um banco de investimento em uma oferta pública inicial (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002). Na ocasião em que o preço de fechamento da ação, no seu primeiro dia de negociação, fica acima de seu preço inicial ocorre a subprecificação. Na média, IPOs são precificadas abaixo do preço de fechamento do primeiro dia de mercado, sendo que este tópico talvez seja o mais pesquisado dentro da literatura a respeito dos IPOs (BRAU; FAWCETT, 2006). Quando a subprecificação acontece, uma remuneração adicional é perdida pela empresa, de forma que este é um risco, na forma de preço descontado, para compensar a incerteza no real valor da empresa na opinião dos investidores (BRAU; FAWCETT, 2006)

Segundo Ljungqvist (2006), existem quatro linhas teóricas que justificam a subprecificação. Estas são: assimetria informacional, a qual assume que alguns investidores são melhores informados que outros (BARON, 1982; WELCH, 1989; ROCK, 1986; BENVENISTE; SPINDT, 1989); razões institucionais, a qual assume que as empresas colocam o preço abaixo visando minimizar os processos judiciais que poderiam ser ativados por conta de desempenho insatisfatórios após a abertura de capital (ALLEN; FAULHABER, 1989; GRINBLATT E HWANG, 1989; WELCH, 1989); considerações de controle, a qual assume que a abertura de capital tem a função de diminuir o conflito entre administrador e proprietário através do aumento da monitoração (JENSEN; MECKLING, 1976; BRENNAN; FRANKS, 1997; STOUGHTON; ZECHNER, 1998); e abordagens comportamentais, a qual presume o comportamento irracional de investidores na oferta (WELCH, 1992, LJUNGQVIST; NANDA; SINGH, 2006; LOUGHRAN; RITTER, 2002).

A literatura a respeito de IPOs está bastante madura, os seus principais achados já foram estabelecidos e as teorias já foram submetidas a rigorosos testes empíricos (LJUNGQVIST, 2006). Sendo que, das quatro abordagens, a mais amplamente aceita é a da assimetria informacional (LJUNGQVIST, 2006), ou seja, aquela que entende que há uma diferença de nível informacional entre os acionistas, onde alguns possuem melhor nível de informação do que outros (ROCK, 1986).

Song, Rhee e Adams (2001) abordaram o IPO de forma diferenciada, no qual consideraram a abertura de capital do ponto de vista de marketing. Os autores argumentam que o prospecto de apresentação da companhia contém informações valiosas para os clientes e acionistas, na medida em que comunica a sua diferenciação com relação às demais companhias do setor. Ser proprietário de ações fornece incentivo adicional ao acionista para divulgar a empresa e se tornar consumidor dos seus produtos (SONG *et al.*, 2001). Partindo destas premissas os autores examinaram se o IPO, e o seu sistema de apresentação da empresa para a comunidade de investidores, possuem influência no nível de vendas da companhia. Através de regressão linear entre a quantidade de despesas e volume de vendas, com análise entre trimestres, os autores evidenciaram a influência da oferta pública inicial nas receitas da companhia. Ao fim do estudo, os autores concluem que é importante, especialmente para pequenas empresas, reconhecer o IPO como um evento informativo, para consumidores e investidores em potenciais, sobre os produtos e serviços da companhia.

Em argumentação semelhante, Demers e Lewellen (2003) assumem o IPO e o desempenho da empresa no primeiro dia de pregão (em razão da veiculação dos indicadores na mídia) como fontes de publicidade para a empresa. Em sua amostra de empresas da internet os autores procuraram mensurar o efeito do IPO nas movimentações (visitas) aos sites destas empresas. O uso de tais indicadores foi proveniente da literatura de empresas da internet que relacionam o movimento do site como associadas ao valor futuro das vendas (TRUEMAN *et al.*, 2001), e valor de mercado (HAND, 2000; DEMERS; LEV, 2001). Além disso, Demers e Lewellen (2003) reforçam a pertinência deste indicador para vendas e relatam que se trata de um índice comumente usado na contratação de *links* patrocinadores para o site. Os achados destes autores apontam para ganhos de promoção na abertura de capital e no *underpricing* da companhia.

Já Cook, Robert e Van (2006) empreenderam um estudo na busca de evidências de que a propaganda do *underwriter* antes do IPO poderia ser determinante para o desempenho do mesmo. Assim, estes autores, através de análise de bases de dados jornalísticas, relacionaram a quantidade de informações veiculadas em período anterior ao IPO, encontrando relações positivas entre a propaganda pré-IPO e o desempenho da empresa no mesmo.

Os poucos trabalhos nesta linha de averiguação evidenciam este campo como ainda pouco explorado dentro da disciplina de marketing no exterior. Na literatura brasileira, não foram localizados trabalhos que utilizassem uma abordagem voltada para os aspectos de marketing da oferta pública inicial. Dado que este estudo procura suprir esta lacuna teórica, faz-se necessária a apresentação deste tipo de evento no mercado financeiro brasileiro.

2.4.1 Abertura de capital no Brasil

Apesar de serem movimentos semelhantes em sua essência, a abertura de capital no Brasil tem peculiaridades que devem ser observadas. No Brasil, a abertura de capital é regulamentada pela Instrução nº 400 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2003), de 29 de dezembro de 2003, segundo a qual para uma emissão de ações deve-se publicar, além da ata de deliberação sobre a emissão, em jornal de grande circulação, um aviso ao mercado,

o anúncio de início de distribuição e o anúncio de encerramento de distribuição. Tais documentos têm por objetivo prezar pela transparência da abertura de capital e pelo zelo na disponibilidade irrestrita de informações para o público.

Para que a oferta em si esteja de acordo com as premissas da CVM em relação à transparência do processo, inicialmente é elaborado um aviso ao mercado, no qual deve constar os detalhes e as regras da oferta que será realizada. Em ato contínuo, a empresa disponibiliza um prospecto preliminar no qual apresenta a companhia para os investidores, explanando seus planos para o futuro e estratégias de crescimento. Tal documento geralmente é extenso, podendo chegar a 800 páginas e tem a finalidade de explicitar todos os indicadores da empresa, planos e estrutura contábil. A seguir, a empresa engaja-se em um processo denominado *roadshow*, no qual os executivos promovem a oferta pública aos investidores através de apresentações institucionais da companhia.

Paralelamente dá-se o começo da formação de preços através do processo de *bookbuilding*, um processo de formação de preços, normalmente através de um leilão de oferta, que auxilia na definição da remuneração e outras características de títulos e valores mobiliários, de forma a refletir as condições de mercado por ocasião de sua efetiva colocação à venda (BM&FBOVESPA, 2010). Segundo Saito e Pereira (2005) o *bookbuilding* obedece à seguinte lógica:

(...) uma instituição financeira (banco de investimentos coordenador líder) coleta intenções de compra de investidores institucionais diretamente ou por meio de outros membros dos consórcios de intermediários, a fim de, antes da oferta, traçar a curva de demanda do título. No início do processo, o coordenador, em concordância com a companhia emissora, define uma faixa indicativa de preços e convida as instituições a postarem suas ordens de compra – cada ordem de compra inclui a quantidade desejada de ações para vários níveis de preço. (SAITO; PEREIRA, 2005, p. 32)

Uma vez encerrado tal processo, a ação é colocada pelo preço, definido no *bookbuilding*, no mercado acionário. Ao fim destes eventos deve a empresa finalizar o processo com um anúncio de encerramento da oferta, no qual devem constar os detalhes do numerário auferido, bem como os detalhes da operação (nº de investidores, exercício de lote suplementar, tipo de investidores, entre outros).

O regime de colocação dos ativos no mercado pelo *underwriter* pode ser via garantia firme, na qual o *underwriter* é responsável pela colocação da totalidade de ativos no mercado, responsabilizando-se pela compra em caso de falta de demanda, ou via “melhores esforços”, na qual não há obrigação de compra para o *underwriter* em caso de carência de procura. No

mercado brasileiro, e particularmente na amostra estudada, houve apenas um caso de abertura de capital segundo o método “melhores esforços”.

Outra característica importante do lançamento de novos títulos no mercado é o exercício, por parte do *underwriter*, do lote suplementar de títulos (limitado a 15% da oferta inicial, de acordo com regras da CVM). Caso haja demanda para tal. O art. 24 da Instrução CVM nº 400 prevê:

Art. 24 - O ofertante poderá outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, que preveja a possibilidade de, caso a procura dos valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição assim justifique, ser aumentada a quantidade de valores a distribuir junto ao público, nas mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados, até um montante pré-determinado que constará obrigatoriamente do Prospecto e que não poderá ultrapassar a 15% da quantidade inicialmente ofertada (CVM, 2003, p. 10).

No mercado brasileiro, verifica-se que há poucas empresas com uso parcial desta opção, ou seja, grande parte das companhias, ou não exercem o lote suplementar ou o fazem de maneira integral (uso de 15% da oferta inicial). Fator este que norteou a metodologia deste estudo na confecção do indicador de demanda.

Ademais, durante os primeiros dias de negociação do papel, é facultada (mediante registro e aprovação prévia na CVM) ao *underwriter* a recompra do papel com objetivo de estabilização dos preços. Tal processo foi estudado por Pinheiro (2008) no contexto brasileiro, uma vez que, diferentemente do mercado acionário dos Estados Unidos, em nosso país a divulgação da atividade de estabilização é obrigatória na ocasião do encerramento da oferta pública (anúncio de encerramento). Dado que o intenso processo de venda ocorre no primeiro dia de negociação devido principalmente à ação dos *flippers*⁹ (AGGARWAL, 2003) é possível admitir que a estabilização, quando realizada, também tenha ocorrido no primeiro dia (PINHEIRO, 2008).

⁹ Referente a acionistas que subscrevem o papel e o vendem logo no primeiro dia de negociação, podendo, assim, influenciar negativamente no preço da ação (FISHE, 2002)

2.5 O TRABALHO DE LUO (2008)

Recentemente, Luo (2008) elaborou uma abordagem diferenciada em relação aos demais, a qual serviu de referência para o presente trabalho. Seu objetivo foi o de analisar o marketing como área sob a ótica da oferta pública inicial (IPO). O autor mensurou os investimentos de marketing antes da abertura do capital e relacionou tais informações com duas métricas utilizadas pela literatura de finanças para avaliar os IPOs: a subprecificação, referente ao capital que “fica sobre a mesa”, relativo ao volume de capital que a empresa “deixou de ganhar” com a abertura de capital; e o índice de negociação, referente à porcentagem das ações transacionadas, em relação ao total, durante o primeiro dia de negociação do papel. Dada a pertinência deste estudo para o presente trabalho, seus resultados serão oportunamente apreciados nas etapas conclusivas.

A seguir, são desenvolvidas as relações hipotetizadas neste estudo, advindas da literatura, as quais norteiam a investigação aqui apresentada.

3 HIPÓTESES

Nas décadas mais recentes, houve uma mudança na valoração das companhias, os aspectos intangíveis ganharam espaço, e hoje quase a metade do valor das empresas é baseada em ativos intangíveis (IP, 2004).

A abordagem de Srivastava, Shervani e Fahey (1998), de ativos baseados no mercado, argumenta que a construção de ativos de longo prazo requer investimentos com ações de marketing. O impacto destes ativos provenientes das ações de marketing fornece uma ajuda no momento de avaliar o valor de mercado de uma companhia (LUO, 2008). Desta forma, é esperado que companhias que possuem melhores ativos baseados no mercado, também possuam uma maior vantagem, a qual se traduza no valor da empresa.

Segundo a literatura de *customer equity* (RUST *et al.*, 2004; GUPTA; LEHMANN; STUART; 2004), empresas que possuem consumidores mais satisfeitos também têm um impacto positivo no desempenho dos seus fluxos de caixa (ANDERSON; FORNELL; MAZVANCHERYL, 2004; GRUCA; REGO, 2005; LUO, 2008). Gupta e Zeithaml (2006) demonstraram uma ligação entre satisfação do consumidor e lucratividade da companhia, onde mudanças na satisfação aumentam os retornos anormais da empresa (ITTNER; LARCKER, 1998) e o tobin's Q (ANDERSON; FORNELL; MAZVANCHERYL, 2004). De maneira contrária, porém de forma semelhante, quedas nos índices de satisfação prejudicam os retornos futuro das ações da companhia (LUO, 2007).

Segundo Keller e Lehman (2006), os investimentos em marketing podem gerar valoração da marca (*brand equity*). Assim, as empresas dotadas de uma forte *brand equity* possuem mais vantagens no ambiente competitivo (MCALISTER; SRINIVASAN; KIM, 2007), as quais reduzem o risco e a volatilidade dos fluxos de caixa da companhia (SRIVASTAVA; SHERVANI; FAHEY, 1998; LUO, 2008). Segundo McAlister, Srinivasan, e Kim (2007, p. 38) “*brand equity* pode funcionar com um contrato de segurança quando entra em novos mercados, agindo como barreira para os concorrentes, e proporcionando referência de qualidade que conduz a uma maior liquidez e estímulo aos investidores”. De forma semelhante, Madden, Fehle e Fournier (2006) detectaram que empresas com um maior valor de marca obtiveram um impacto relevante e positivo no desempenho acionário da

companhia, quando comparado com aquelas destituídas de um alto valor de *brand equity*. Dentro das linhas de explicação do fenômeno de subprecificação, a teoria da assimetria informacional advoga que um aumento nas informações sobre o real valor da companhia, antes do IPO, conduz a uma menor subprecificação do ativo e um aumento na procura do papel (ROCK, 1986).

Dessa forma, investimentos em marketing anteriores ao IPO podem prover informações sobre o real valor da companhia e, por conseguinte, reduzir a assimetria informacional a respeito desta na abertura de capital (LUO, 2008). Da mesma forma, em atenção às implicações financeiras das ações de marketing, à luz das teorias de ativos baseados em mercados, *brand equity* e *customer equity*, tem-se que estas podem ajudar na melhor avaliação do valor da empresa e, simultaneamente, tornar a empresa mais interessante aos olhos dos mercados, aumentando, assim, a procura pelos seus ativos.

Dessa forma, pretende-se testar a teoria dos ativos de mercado sobre dois indicadores de abertura de capital, quais sejam, o índice de subprecificação e o índice de demanda, através das seguintes hipóteses:

H1: O valor investido em marketing no ano anterior ao IPO afeta positivamente o índice de demanda do IPO.

H2: O valor investido em marketing no ano anterior ao IPO afeta negativamente a subprecificação do IPO.

Assumindo que os investimentos de marketing não sejam aplicados da mesma maneira, se distingue a aplicação dos recursos, de modo a avaliar o poder de aplicação do capital, ou seja, a sua eficiência na redução de custos (LUO, 2008). Assim, é esperado que empresas que tiveram uma maior eficiência na aplicação dos seus recursos de marketing, e, por consequência, obtiveram redução de custos, também possuam um desempenho superior.

O nível de eficiência na redução de custo foi abordado no modelo de Luo (2008), e procura estabelecer um indicador de eficiência para os investimentos de marketing atuando como moderador na relação representada pelas hipóteses H1 e H2, acima. Tal ênfase foi apresentada no trabalho de Mitall *et al.* (2005) no qual foi abordada a ênfase dupla da satisfação do consumidor, seja pelo lado da criação de receita (através do marketing) ou da redução de custo (através da eficiência no uso dos recursos). Tal abordagem visa viabilizar uma análise não somente de eficácia, mas também de eficiência, ou seja, a capacidade da

empresa de empregar corretamente os recursos financeiros. Sendo assim, tal raciocínio conduz o estudo às hipóteses H3a e H3b:

H3a: O nível de eficiência na redução de custo afeta positivamente o impacto dos investimentos de marketing anteriores ao IPO no índice de demanda do IPO.

H3b: O nível de eficiência na redução de custo afeta positivamente o impacto dos investimentos de marketing anteriores ao IPO na subprecificação do IPO.

Outro importante moderador a ser considerado é a maturidade do mercado, aspecto este que remete a um mercado mais ou menos “aquecido”. O nível histórico de IPOs serve para “introduzir heterogeneidades no impacto dos investimentos de marketing anteriores ao IPO no desempenho do mesmo” (LUO, 2008, p. 101). Mercados “aquecidos” possuem uma alta demanda de compradores; já mercados “frios”, por outro lado, sofrem com a falta de demanda (DERRIEN; WOMACK, 2003) e baseiam-se mais em aspectos intangíveis da oferta criados pelos investimentos em marketing, tais como marcas e relacionamentos (LUO, 2008). Esta maturidade é avaliada via número histórico de IPOs no setor, sendo que as hipóteses se configuram da seguinte maneira:

H4a: O baixo nível histórico de IPOs no setor afeta positivamente o impacto dos investimentos de marketing anteriores ao IPO no índice de demanda do IPO.

H4b: O baixo nível histórico de IPOs afeta positivamente o impacto dos investimentos de marketing anteriores ao IPO na subprecificação do IPO.

Com as hipóteses supracitadas o presente estudo investiga o seu tema e explora seus objetivos, tanto o geral como os específicos. Nos próximo capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos, resultados dos cálculos e discussão dos achados.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta etapa do trabalho é composta por uma abordagem quantitativa voltada para a consecução dos objetivos supracitados. Através de uma pesquisa conclusiva espera-se testar hipóteses específicas e examinar relações. Dentro desta abordagem as informações necessárias são claramente definidas e o processo de pesquisa é formal e estruturado (MALHOTRA, 2001, p. 106). A forma com que tal relação é investigada se dá através de análise de regressão múltipla. Segundo Hair *et al.* (1998) esta análise consiste em uma técnica estatística que pode ser usada para analisar a relação entre uma única variável dependente e várias variáveis independentes (preditoras).

Esta dissertação procura replicar o modelo de Luo (2008) de modo a ratificar ou rejeitar seus achados e extrapolar sua teoria, além de tentar corroborar com o fortalecimento da teoria dos ativos baseado no mercado de Srivastava, Shervani e Fahey (1998). Segue abaixo, na Figura 5 o esquema das proposições de Luo (2008).

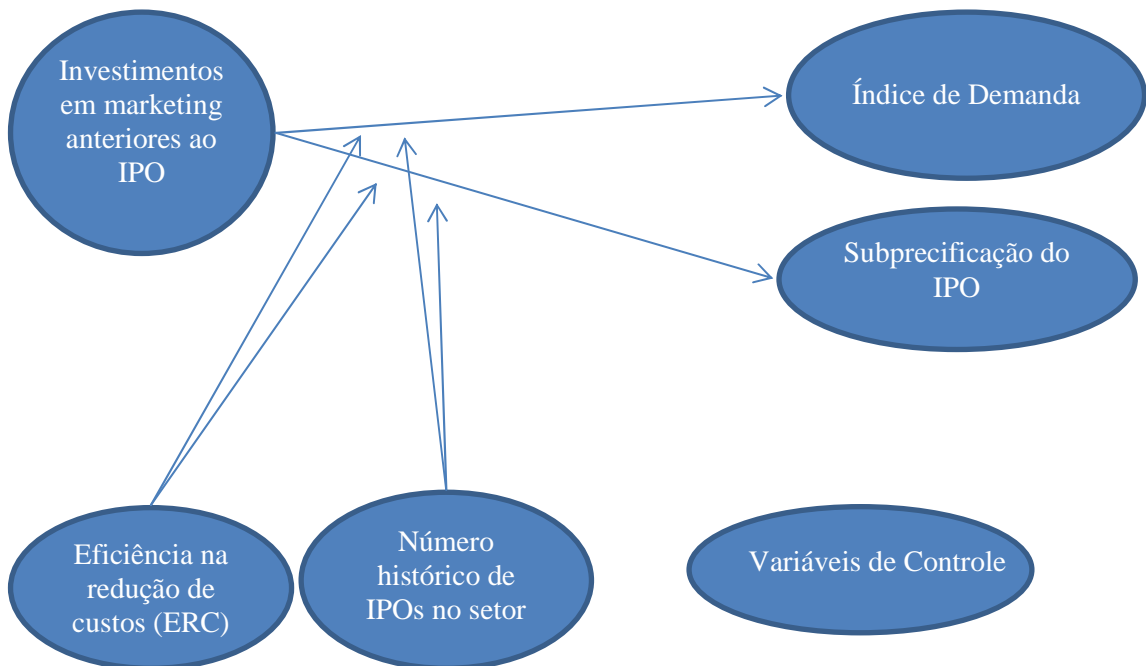


Figura 5 – Modelo de LUO (2008)

Fonte: Elaborado pelo autor.

O modelo (Figura 5) hipotetiza uma relação direta entre os investimentos de marketing no ano anterior a abertura de capital e considera a eficiência na redução de custos e o número histórico de IPOs como fatores que moderam esta relação. Luo (2008) encontrou relações positivas entre os investimentos de marketing e indicadores de subprecificação, sugerindo que maiores investimentos em marketing no ano anterior à abertura de capital podem afetar o desempenho da oferta inicial. De forma semelhante o autor confirmou, neste estudo, suas hipóteses referentes à influência dos investimentos em marketing no índice de transações do IPO (referente à quantidade negociada em relação ao total ofertado).

4.1 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Abaixo são relacionadas as equações utilizadas para operacionalizar os indicadores que são objetos de análise nesta dissertação.

4.1.1 Variáveis de resultado do IPO

As variáveis de resultado do IPO são o conjunto de dados relacionados com o desempenho do mesmo, as quais irão compor as variáveis dependentes na análise estatística. Estes índices são traduzidos em dois âmbitos: o de demanda e o de subprecificação.

4.1.1.1 Índice de demanda

O índice de demanda do IPO tem como finalidade mensurar a procura gerada para o IPO. Com tal aspecto espera-se mensurar o impacto no mercado em termos de geração de demanda. Tal variável é viabilizada mediante a análise do exercício de lote suplementar

(quando houver = 1, quando não houver = 0). O lote suplementar é justificado em termos de excesso de demanda. Pelo fato de ele ser limitado a 15% do total inicial, julgou-se mais adequado o uso de uma variável dicotômica.

4.1.1.2 Índice de subprecificação

A subprecificação é entendida como a diferença entre o preço de oferta e o preço de final de pregão, índice comumente usado como representação de cotação posterior no mercado secundário (LEAL e SAITO. 2003). Segundo Daily (2003) o índice de subprecificação é o indicador de performance dominante na literatura de desempenho de IPOs. A subprecificação do IPO é calculada conforme apresentado, abaixo, na equação 1.

$$IPO_sub = 100x \left(\frac{P_{final} - P_{inicial}}{P_{inicial}} \right) \quad (1)$$

Onde, IPO_sub representa a subprecificação do IPO, P_{final} é o Preço de fechamento do mercado no dia da abertura do capital e P_{inicial} é o preço de oferta do IPO.

4.1.2 Investimentos de marketing anteriores ao IPO

Como mensurar os esforços de marketing é uma questão chave desta dissertação e terá como preceito o modelo de Mizik e Jacobson (2007), o qual investigou um comportamento “míope” dos executivos em épocas anteriores à ofertas de ações, os quais, visando reduzir artificialmente a estrutura de custos, procediam o corte em investimentos de marketing para

aumentar o retorno na época de oferta de ações¹⁰. No modelo dos autores, a intensidade de investimentos em marketing é calculada através soma das contas contábeis de despesas de vendas e gerais subtraídos dos investimentos em P&D, dividido pelo ativo total, conforme segue abaixo na equação 2.

$$GMKT_t = 100x\left(\frac{Desp_de_vendas_e_gerais_t - Despesas_com_P \& D_t}{Ativo_total_t}\right) \quad (2)$$

O uso de despesas de vendas e gerais como Proxy para a os investimentos de marketing provém de pesquisas passadas de Dutta *et al.* (1999), os quais advogam o uso de despesas de vendas e gerais como *proxy* dos gastos com pesquisa de mercado, esforços de vendas, despesas de transação e outras atividades relacionadas. Mizik e Jacobson (2007) refinaram tal análise através da inserção da subtração das despesas de pesquisa e desenvolvimento (P&D). Ademais, Luo (2008) julga que esta forma de cálculo é a mais apropriada em contrapartida com o uso de investimentos em atividades específicas (i.e., promoção), pois engloba uma série de atividades de marketing , conforme apontado por Dutta *et al* (1999).

No mercado brasileiro, estas contas contábeis possuem descrições divergentes das apresentadas, segundo o manual de contabilidade das sociedades por ações, em observação a Lei nº 6404/76, as despesas de vendas representam “os gastos de promoção, colocação e distribuição dos produtos da empresa, bem como os riscos assumidos pela venda, constando dessa categoria despesas como: com o pessoal da área de vendas, marketing, distribuição, pessoal administrativo interno de vendas, comissões sobre vendas, propaganda e publicidade, gastos estimados, entre outros”. A legislação da BM&FBOVESPA, em contrapartida à legislação americana, prevê a união dos gastos gerais e administrativos, os quais, segundo o manual de contabilidade das sociedades por ações, são exemplificados por despesa com pessoal, ocupação, utilidades e serviços, despesa com provisões, despesas gerais, honorários, entre outros.

¹⁰ Apesar de não avaliar IPOs, estes autores utilizaram uma oferta subsequente de títulos, conhecidas como *seasoned equity offering* (SEO).

Verifica-se, com base no exposto acima, que as despesas gerais englobam uma série de atividades não relacionadas com os investimentos de marketing (provisões, honorários) e, portanto, não devem ser incluídas no estudo. Já as despesas com pesquisas e desenvolvimento (P&D) são classificadas na conta de ativo diferido¹¹, assim, o presente estudo adotou a metodologia de Mizik e Jacobson (2007), no que atém à exclusão das despesas de P&D, ou seja, não inclusão de parte do ativo diferido (para os dados brasileiros), e exclusão das despesas gerais, haja vista sua estrutura de contas não pertinentes ao objeto investigado. Com as referidas exclusões, a equação que representa os investimentos de marketing no ano anterior à abertura de capital é representado abaixo na equação 3.

$$GMKT_{t-1} = 100x\left(\frac{Desp_de_vendas_{t-1}}{Ativo_total_{t-1}}\right) \quad (3)$$

Onde, *Desp_de_vendas* é o montante de despesas de vendas da companhia no ano anterior ao IPO, e o *Ativo_total* é o total do ativo no ano anterior ao IPO.

4.1.3 Eficiência da redução de custo (ERC)

Esta variável prevê mensurar a qualidade da alocação de recursos de marketing na companhia através do uso da ferramenta de análise envoltória de dados (DEA). Esta análise tem como origem a tese de Edward Rhodes em 1978 na *Carnegie Mellon University* e é baseada nas teorias econômicas de eficiência técnica e fronteira de produção. Pode ser definida como “um método quantitativo, empírico e não paramétrico, que mede o desempenho relativo de unidades organizacionais semelhantes, gerando um único indicador de desempenho para cada unidade sob avaliação, a partir da razão ponderada entre produtos e insumos” (NIEDERAURER, 1998, p. 45). Esta técnica objetiva uma fronteira de produção empírica através de uma programação matemática linear (ALI; SEIFORD, 1993).

¹¹ O ativo diferido e seu uso foram excluídos pela Medida Provisória nº 449 de 03.12.2008

Segundo Mittal *et al.* (2005) a análise envoltória de dados (DEA) é uma técnica para mensurar a eficiência relativa de múltiplas unidades de tomadas de decisão, as quais operam sob as mesmas condições. Através da comparação da eficiência baseada nas relações propostas, a técnica define uma unidade modelo, a qual servirá de referência para as demais como sendo a fronteira de produção (MITALL *et al.*, 2005). Tais autores procuraram relacionar a eficiência nos investimentos de marketing com a satisfação dos consumidores, de modo a verificar se a maneira com que os investimentos em marketing estavam sendo aplicados era eficiente em relação à satisfação dos consumidores.

Tal eficiência nos investimentos de marketing participa de forma semelhante deste estudo na medida em que é entendida como fator moderador da influência dos investimentos de marketing na oferta pública inicial, ou seja, este indicador procura mensurar se houve eficiência na utilização dos recursos de marketing.

A escolha por tais indicadores no cálculo da análise, provém do estudo de Mitall *et al.* (2005). Este autor justifica o uso do custo de vendas na modelagem, tendo por argumento que produtos/serviços com maiores custos podem competir em mercados de alta qualidade, e estes representam os mercados de maior satisfação envolvida. Mittal *et al.* (2005) ainda ressalta que não pretende ter identificado os inputs “corretos” para a satisfação, tão pouco procedeu uma pesquisa exaustiva para tal, seus inputs foram escolhidos através da pesquisa teórica e foram limitados pela disposição de dados secundários existentes.

As vendas totais e o crescimento destas são utilizados como outputs da análise. Segundo Dutta *et al.* (1999) um dos objetivos do marketing é aumentar o valor dos produtos da companhia nas ‘mentes’ dos atuais e potenciais consumidores. Tal objetivo é parcialmente refletido em aumento de vendas, provenientes de um melhor entendimento das necessidades dos clientes e endereçamento dos esforços para os consumidores apropriados (DUTTA *et al.*, 1999). O custo de vendas, na análise de Mittal *et al.* (2005) está relacionado com a satisfação, uma vez que produtos com maior custo tendem a serem de melhor qualidade e, assim, aptos a competir em mercados de alta qualidade, e as despesas de vendas, na condição de variável a ser minimizada através da eficiência na redução de custo, são os inputs dessa equação. O modelo a ser empregado neste estudo é apresentado na equação 4:

$$MAX\theta_i = \frac{\eta_1 VENDAS_{t-1} + \eta_2 CRES_VENDAS_{t-1}}{\kappa_1 CUST_VENDAS_{t-1} + \kappa_2 Desp_de_vendas_{t-1}} \quad (4)$$

Sujeito a $MAX \theta \leq 1$.

Onde, VENDAS é o valor das vendas da empresa em milhares de reais, CRES_VENDAS representa a variação dessas vendas em relação ao ano anterior, CUST_VENDAS é o custo total dos bens vendidos em milhares de reais, e Desp_de_vendas é o montante de despesas de vendas da companhia no ano anterior ao IPO em milhares de reais. O objetivo da técnica é maximizar a redução de custo através da atribuição de valores para as variáveis do numerador (η_1 e η_2) e do denominador (κ_1 e κ_2).

4.1.4 Nível histórico de IPOs

A maturidade do mercado, aspecto este que remete a um mercado mais ou menos “aquecido” é viabilizada através do número de empresas presentes dentro da mesma área de operação da empresa investigada. A BM&FBOVESPA disponibiliza sua classificação setorial em três níveis: Setor econômico, subsetor e segmento (CLASSIFICAÇÃO SETORIAL, 2008). Para este estudo é utilizado o âmbito intermediário, ou seja, o subsetor econômico. A escolha do indicador intermediário é em benefício da pesquisa, pois o uso da classificação mais específica (segmento econômico) praticamente individualizaria as empresas, de forma a inviabilizar a comparação. Da mesma forma, adotar o uso do setor econômico seria aceitar uma conotação demasiada ampla para a pesquisa, o que inviabilizaria a diferenciação entre as companhias, uma vez que haveria uma tendência de todas as empresas estarem abarcadas em poucos setores.

Para fins de operacionalização dos cálculos deste indicador, foi feita uma análise histórica de 12 meses antes da data do IPO, visando avaliar o número de IPOs no mesmo subsetor econômico de atuação.

4.1.5 Variáveis de controle

Variáveis de controle são adicionadas no modelo para que seja avaliada se o modelo não sofre com fatores exógenos.

O porte da empresa é apontado normalmente como aspecto que conduz a uma maior segurança, i.e., um menor risco (LEWELLEN, 2006). Segundo Daily *et al.* (2003) companhias maiores apresentam menos incertezas para potenciais investidores e maior acesso aos recursos essenciais para garantir a sobrevivência e lucratividade (FINKLE, 1998). Para que o fator tamanho (magnitude) não comprometa os cálculos, é usada a transformação logarítmica, conforme equação 5.

$$Ativo = LN(Ativo_{t-1}) \quad (5)$$

Onde, LN ilustra a função de transformação logarítmica e $Ativo_{t-1}$ representa o ativo total da companhia no ano anterior ao IPO.

A presença de investidores de *private equity* e/ou *venture capital* certifica a qualidade da empresa, reduzindo o risco associado à emissão e, por consequência, a subprecificação (MEGGINSON e WEISS, 1991). Investidores de *venture capital* são comumente vistos na administração do negócio (na posição de *CEOs*, ou conselheiros) e, segundo Daily *et al.* (2003, p. 280), estas posições sugerem “preocupação destes investidores com a performance futura do negócio e disposição em ajudar a empresa no alcance de melhores performance”. Segundo Fortuna (2006) os investidores *private equity* tem como objetivo: capitalizar a empresa, definir uma estratégia de crescimento, valorizar as ações e vender com lucro esta participação. Dada a pertinência teoria destes grupos, a presença destes investidores é monitorada de modo a controlar o efeito destes na amostra selecionada.

O condutor da oferta, *underwriter*, é responsável pela colocação dos ativos no mercado e responde, na totalidade das vezes na amostra selecionada, pela não colocação dos ativos no mercado. Apesar da empresa “isentar-se” de uma eventual falha na colocação dos valores mobiliários, esta procura contratar empresas reconhecidas no mercado de modo a aumentar a confiança para o público-alvo e, assim, obter um resultado favorável na sua oferta. Na amostra selecionada verificou-se uma grande quantidade de *underwriters* internacionais de grande porte. Assim, para viabilizar o prestígio dos mesmos foi utilizado o ranking elaborado

por Carter e Manaster (1990) e atualizado em Jay Ritter¹², critério que Pinheiro e Carvalho (2008), em estudo com amostra semelhante, também utilizou. Entretanto este estudo optou pelo uso do prestígio do *underwriter* como uma variável *dummy*, uma vez que apenas um dos *underwriters* que estão na amostra, e que são apresentados no ranking do autor, não obteve nota máxima (nota 9). Assim, classificou-se como *underwriters* de prestígio aqueles que constam no ranking, e sem prestígio aqueles que não aparecem na lista. Esta metodologia é consonante com os achados de Loughran e Ritter (2004), os quais definem dois clusters de *underwriters* dentro do ranking: os bons (nota 8 e 9) e ruins (demais notas).

A opção de estabilização dos *underwriters* possui influência dentro do desempenho do IPO, Aggarwal (2000) sugere que esta variável deve ser levada em consideração em qualquer estudo a respeito da *subprecificação* dos IPOs, dada a sua pertinência e influência dentro do contexto do resultado da oferta inicial.

O retorno do mercado, ou “aquecimento”, é apontado por Lowry e Murphy (2007) como levemente positivo para o aumento dos retornos iniciais. Dessa forma, foram considerados os 15 pregões anteriores à data do IPO, em consonância com os trabalhos de Luo (2008), Lowry e Murphy (2007) e Lowry e Schwert (2002), sendo o indicador construído através da média ponderada do fechamento do índice IBOVESPA .

Tais variáveis são provenientes de estudo anteriores na avaliação de IPOs e demonstraram poder de influência no desempenho dos mesmos, portanto foram incluídos neste trabalho. Abaixo, no quadro 3, um resumo do que foi apresentado.

Variável	Estudos anteriores	Descrição
Ativo antes do IPO (Tamanho)	Carter, Dark, e Singh (1998); Ibbotson, Sindelar, e Ritter (1994); Megginson e Weiss, (1991), Lowry e Murphy (2007)	Valor do ativo total da empresa no ano anterior à abertura de capital
Prestígio do <i>underwriter</i>	Beatty e Welch (1996); Cooney <i>et al.</i> (2001), Loughran e Ritter (2004), Dolvin e Pyles (2006)	Índice de prestígio do <i>underwriter</i> (instituições financeiras participantes do lançamento no mercado primário)
Estabilização de preços	Agawall(2000), Pinheiro (2008)	Uso de estabilização de preços na oferta pública inicial
Média do retorno do mercado 15 pregões antes	Lowry e Murphy (2007), Lowry e Schwert (2002)	Retorno médio do mercado nos 15 pregões anteriores
Presença de Private Equity ou Venture Capital	Megginson e Weiss (1991) Lowry e Murphy (2007)	Forma de financiamento da companhia antes do IPO

Quadro 3 - Variáveis de controle

Fonte: Elaborado pelo autor.

¹² Os dados estão disponibilizados no site do autor (<http://bear.cba.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>). O site foi acessado em 30/03/2010.

A dispersão das datas das ofertas iniciais durante os anos faz com que ocorra divergências entre o tempo da fonte de dados (31 de dezembro na grande maioria) e a data do IPO. Dessa forma, empresas que abriram o capital em final de maio, por exemplo, possuem uma diferença de quase cinco meses em relação à fonte de dados. Já para aquelas que abriram o capital no final de dezembro, há 12 meses de diferença entre a fonte de dados e o evento. Para avaliar se houve alguma influência desta variável tempo, foi inserida uma variável de controle referente à distância temporal (em meses) entre o IPO e a origem dos dados. Para fins de arredondamento, frações de meses foram arredondadas para cima quando eram superiores a 15 dias (inclusive), já para datas inferiores a esta, foi adotado o número de meses inteiro anterior.

Dentro da análise para a consecução dos objetivos deste trabalho, são utilizados quatro modelos econométricos, um no qual a variável independente não sofre qualquer interferência dos moderadores (Equação 6), dois agregados onde estes figuram de forma separada (Equação 7 e 8) e um agregado (Equação 9), no qual as variáveis moderadoras aparecem na regressão de forma conjunta.

$$IPO_i = \chi_0 + \chi_1 GMKT_i + \chi_{controle} + \varepsilon_i \quad (6)$$

$$IPO_i = \chi_0 + \chi_1 GMKT_i + \chi_2 GMKT \times ERC_i + \chi_{controle} + \varepsilon_i \quad (7)$$

$$IPO_i = \chi_0 + \chi_1 GMKT_i + \chi_2 GMKT \times NHI_i + \chi_{controle} + \varepsilon_i \quad (8)$$

$$IPO_i = \chi_0 + \chi_1 GMKT_i + \chi_2 GMKT \times ERC_i + \chi_3 GMKT_i \times NHI_i + \chi_{controle} + \varepsilon_i \quad (9)$$

Onde,

i = empresa

IPO = subprecificação do IPO ou demanda do IPO

GMKT = Investimentos em marketing no ano anterior ao IPO

ERC = Eficiência na redução de custo

NHI = Número histórico de IPOS no subsetor

$\chi_{controle}$ = variáveis de controle

ε_i = erro

Face às características das variáveis dependentes, é utilizada regressão multivariada linear para investigar os tópicos pertinentes à subprecificação, e para a variável dependente de demanda é utilizada a regressão logística, a qual, segundo Corrar *et al.* (2007, p.284), é particularmente recomendada para as situações em que a variável dependente é de natureza dicotômica ou binária. Este tipo de ensejo conduz uma transformação logística objetivando balizar os valores preditos para que não sejam menores que zero, nem maiores que 1 (um). Tal transformação é essencial para que o modelo possa calcular a probabilidade de determinado evento (CORRAR *et al.*, 2007).

O modelo de regressão multivariada linear tem como pressupostos básicos: resíduos normalizados (verificado através de teste Kolmogorov-Smirnov -KS- dos resíduos dos erros – disponibilizado no ANEXO B), erros independentes com ausência de correlação (verificado através do teste de Durbin Watson), erros com média zero, e variância dos erros constante (analisado através de gráfico *box-plot* dos resíduos – também disponibilizados no ANEXO B). Já o modelo binomial, segundo Corrar *et al.* (2007), apesar de possuir um menor número de suposições, tem sua sensibilidade a amostras maior em relação à regressão multivariada linear.

4.2 AMOSTRA, ESTRUTURA, FONTE E COLETA DE DADOS

A amostra estudada é composta por empresa que procederam à abertura de capital na BM&FBOVESPA de maio de 2004 até setembro de 2008, momento no qual deflagrou a crise financeira mundial.

Empresas que tiveram em suas ofertas uma demanda eminentemente de pessoas jurídicas também foram excluídas devido a estes entes não representarem uma gama suficiente de indivíduos para formar análise da demanda da oferta. Da mesma forma, companhias que ofertaram BDRs (Certificado de depósito de valores mobiliários¹³), bem

¹³ Certificado de depósito de valores mobiliários (BDR) - certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior e emitidos por instituição depositária no Brasil (CMV, 1996).

como companhias que possuem uma estrutura contábil não voltada a atividades operacionais, foram excluídas (BR MALL PART, TEMPO PART, JHSF PART, TARPON INVEST, GP INVEST, COSAN LTD, ESTACIO PART e TRIUNFO PART). Ademais, a companhia Renar Maçãs foi também excluída da amostra por possuir um regime de colocação no mercado diferente das demais (do tipo melhores esforços).

Empresas que não disponibilizaram nos seus prospectos as informações necessárias para este estudo foram contatadas e convidadas a contribuir com a coleta de dados, através do contato do relacionamento com investidores (RI) disponibilizado no site da BM&FBOVESPA. Houve casos nos quais as empresas foram criadas em período inferior a 1 (um) ano da abertura de capital, assim, não foi possível estabelecer os devidos indicadores e tais empresas foram excluídas da amostra. As empresas do subsetor de intermediários financeiros, apesar de numerosa, tiveram de ser excluídas da amostra face à sua estrutura de demonstrações financeira com ausência de despesas em vendas. Abaixo o quadro 4 traz um resumo das empresas que foram retiradas da amostra deste estudo¹⁴.

População (IPOs de 2004 até 2008)	110
(-) Empresas do tipo PART, INVEST	5
(-) Oferta de BDRs	7
(-) Empresas com baixo número de pessoas físicas	6
(-) Empresas com dados insuficientes	24
TOTAL	68

Quadro 4 - Empresas excluídas do estudo

Fonte: Elaborado pelo autor.

As fontes de dados foram compostas de informações retiradas do *software* Economática, dos prospectos de distribuição pública, dos anúncios de encerramento e do site da BM&FBOVESPA. Para a etapa de verificação de uso de *venture capital* e *private equity* foi utilizada a base de dados do Centro de Estudos de Private Equity (CEPE) da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

¹⁴ O Anexo A traz em detalhes as empresas excluídas, divididas por categorias.

Abaixo, no quadro 5, a estruturação da coleta de dados:

Etapa em que é utilizada	Informação	Fonte no Brasil
Resposta dos investidores ao IPO	Subprecificação do ativo	Economática
	Demanda do IPO	Anúncio de encerramento
Investimentos em Marketing antes do IPO	Despesas de vendas no exercício anterior à abertura de capital	Prospecto de distribuição pública
	Valor do ativo diferido no ano anterior à abertura de capital	Prospecto de distribuição pública
Eficiência da redução de Custo	Custos dos produtos vendidos	Prospecto de distribuição pública
	Despesas de vendas no exercício anterior à abertura de capital	Prospecto de distribuição pública
	Vendas	Prospecto de distribuição pública
	Crescimento das vendas	Prospecto de distribuição pública
Número histórico de IPOs	Número histórico de IPOs	BM&FBOVESPA
Variáveis de Controle	Ativo antes do IPO	Prospecto de distribuição pública
	Prestígio do <i>underwriter</i>	Site de Jay Ritter
	Utilização de Private Equity e Venture Capital	Base de dados do Centro de Estudos de <i>Private Equity</i> (CEPE) da Fundação Getúlio Vargas (FGV)
	Uso da atividade de estabilização	Anúncio de encerramento da oferta

Quadro 5 - Estrutura da fonte de dados

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme o quadro 05, os dados foram obtidos, em sua maioria, através dos prospectos definitivos das ofertas públicas, uma vez que estes contêm as informações contábeis da empresa no período estudado.

5. RESULTADOS

Nesta sessão são apresentados os resultados provenientes das análises de dados.

5.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A amostra final foi composta de 68 empresas. Possui em suas características uma maior presença do setor de construção e transportes (16 casos) e do setor de alimentos (8 casos). O ano de 2007 foi o responsável pelo maior número de aberturas de capital, totalizando 35, seguido por 2006, com 17 ofertas iniciais. Em termos de volume, o ano de 2007 teve em si o auge dos IPOs no mercado brasileiro, com um volume total acima de R\$ 20 bilhões de reais, conforme segue na figura 6, abaixo. Em 2008, apesar da amostra considerar apenas até o mês de setembro, nota-se uma desaceleração das ofertas públicas iniciais em comparação aos anos anteriores.

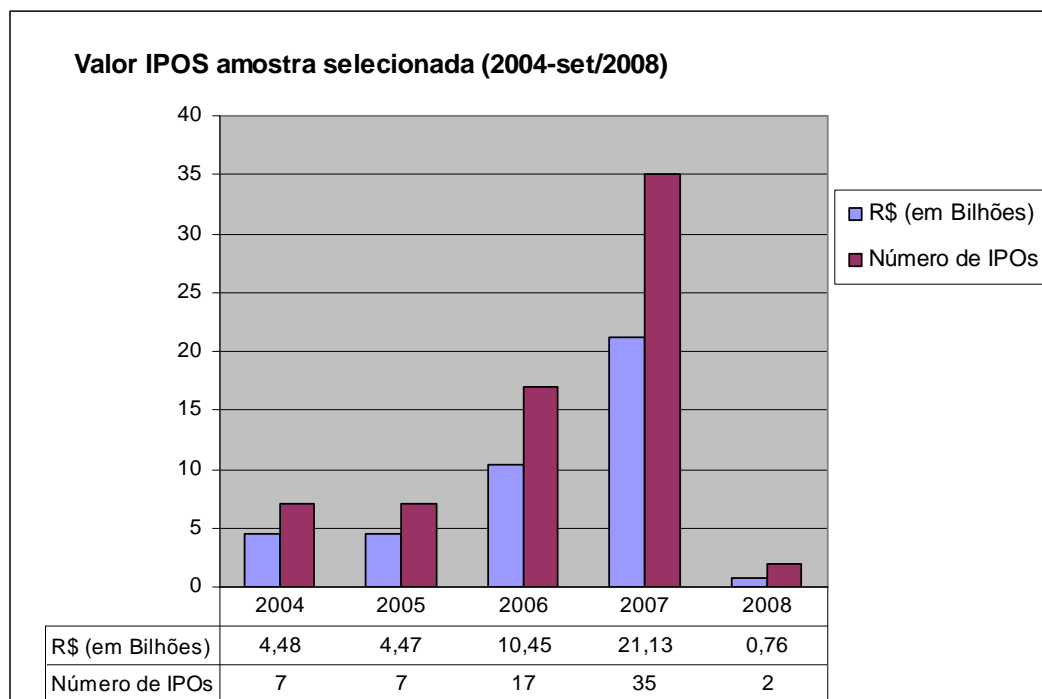


Figura 6 - Valor dos IPOs segmentada por ano

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tendo este perfil de amostra traçado, desenvolveu-se uma análise descritiva para se ter uma visão inicial dos números encontrados e mitigar possíveis erros de digitação. Abaixo, na tabela 1, os dados descritivos da amostra.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas

	Nº de casos	Amplitude	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Número Histórico de IPOs (unidades)	68	14	0	14	2,52	3,56
T (em meses) em relação a publicação financeira (unidades)	68	12	1	13*	6,47	3,32
Subprecificação (em %)	68	46,16	-16,7	29,46	5,94	9,18
Investimento em Marketing (em %)	68	55,6	0	55,6	9,2	10,5
Retorno do Mercado (média diária dos 15 pregões anteriores) - em %	68	1,55	-0,82	0,73	0,25	0,003
ERC - em %	56**	62,8	37,20	100	73,20	18,77

*A Tecnisa abriu seu capital em 01/02/07, os dados coletados foram de dez/05

** A redução do nº de casos para o ERC deu-se em função da maior necessidade de dados para os cálculos

Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise descritiva da variável dependente subprecificação demonstra uma amplitude de 46,16% entre o mínimo e o máximo da amostra, com uma média de 5,94% de valorização no primeiro dia de negócios. O número histórico do subsetor (NHI) demonstrou a heterogeneidade da amostra, tendo as empresas de construção e engenharia atingido os maiores valores. Quanto ao aquecimento de mercado, verifica-se que houve períodos de intensa altas nos períodos anteriores aos IPOs, bem como fortes baixas. Na máxima, verifica-se uma valorização acumulada de 10,96% nos quinze pregões anteriores à abertura de capital, enquanto que no mercado anterior, menos aquecido, houve uma desvalorização acumulada de 12,25% em igual período.

As variáveis dependentes (índice de demanda) e independentes (*Uso do Venture Capital -VC- e Private Equity - PE, Atividade de Estabilização e Reputação do Underwriter*) que possuem aspectos dicotômicos/binários foram também analisadas, conforme abaixo na tabela 2.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas variáveis binárias

Uso de VC/PE	Status	Frequência	%
	NÃO	38	55,9
	SIM	30	44,1
	Total	68	100
Atividade de Estabilização	Status	Frequência	%
	NÃO	31	45,6
	SIM	37	54,4
	Total	68	100
Reputação do <i>Underwriter</i>	Status	Frequência	%
	NÃO	18	26,5
	SIM	50	73,5
	Total	68	100
Índice de Demanda	Status	Frequência	%
	NÃO	17	25
	SIM	51	75
	Total	68	100

Fonte: Elaborado pelo autor

As variáveis binárias que versam sobre o uso de VC/PE e atividades de estabilização apresentaram uma divisão semelhante na amostra. Já a reputação do *underwriter* e a variável dependente de demanda apresentaram uma proporção maior de incidência na amostra estudada com 73,5% e 75%, respectivamente.

5.2 ANÁLISE BIVARIADA

Os dados foram compilados na planilha eletrônica Excel e digitados no software SPSS, no qual foi elaborada uma análise bivariada das variáveis de modo a verificar indícios de problemas de correlação (multicolinearidade) entre as variáveis independentes, a qual, segundo Hair *et al.* (1998), pode interferir na construção do modelo. Abaixo, na tabela 3, são apresentadas as correlações das variáveis.

Em atenção à análise bivariada verificamos que há poucas correlações significantes (em destaque), e aquelas que atingiram significância possuem uma baixa correlação.

Tabela 3-Matriz de correlações

		Investimento em Marketing	Uso de VC/PE	Atividade de Estabilização	Retorno do Mercado	Tempo em relação à publicação financeira	Ativo	Reputação do Underwriter	Número Histórico de IPOs	ERC
Investimento em Marketing	Pearson Correlation	1,00	0,15	0,01	-0,33	0,13	-0,13	0,11	-0,30	0,02
	Sig. (2-tailed)		0,21	0,96	0,01	0,30	0,31	0,35	0,01	0,90
Uso de VC/PE	Pearson Correlation	0,15	1,00	0,02	-0,25	-0,22	-0,04	-0,14	-0,30	0,06
	Sig. (2-tailed)	0,21		0,88	0,04	0,08	0,75	0,26	0,01	0,64
Atividade de Estabilização	Pearson Correlation	0,01	0,02	1,00	-0,03	-0,03	0,07	-0,05	-0,17	0,07
	Sig. (2-tailed)	0,96	0,88		0,78	0,79	0,57	0,67	0,17	0,62
Retorno do Mercado (15 pregões anteriores)	Pearson Correlation	-0,33	-0,25	-0,03	1,00	0,20	-0,01	-0,15	0,30	-
	Sig. (2-tailed)	0,01	0,04	0,78		0,11	0,91	0,23	0,01	0,75
t (em meses) em relação a publicação financeira	Pearson Correlation	0,13	-0,22	-0,03	0,20	1,00	-0,07	0,00	0,04	-
	Sig. (2-tailed)	0,30	0,08	0,79	0,11		0,59	0,97	0,76	0,23
Ativo	Pearson Correlation	-0,13	-0,04	0,07	-0,01	-0,07	1,00	0,00	-0,24	0,08
	Sig. (2-tailed)	0,31	0,75	0,57	0,91	0,59		0,99	0,05	0,57
Reputação do Underwriter	Pearson Correlation	0,11	-0,14	-0,05	-0,15	0,00	0,00	1,00	0,07	-
	Sig. (2-tailed)	0,35	0,26	0,67	0,23	0,97	0,99		0,57	0,23
Número Histórico de IPOs	Pearson Correlation	-0,30	-0,30	-0,17	0,30	0,04	-0,24	0,07	1,00	0,10
	Sig. (2-tailed)	0,01	0,01	0,17	0,01	0,76	0,05	0,57		0,47
ERC	Pearson Correlation	0,02	0,06	0,07	-0,04	-0,16	0,08	-0,16	0,10	1,00
	Sig. (2-tailed)	0,90	0,64	0,62	0,75	0,23	0,57	0,23	0,47	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Dada a não-verificação de altas correlações entre as variáveis independentes, este trabalho avança para as análises multivariadas.

5.3 ANÁLISE MULTIVARIADA

A seguir são desenvolvidos os tópicos pertinentes às análises multivariadas realizadas com a base de dados.

5.3.1 Aplicação do modelo simples

O primeiro modelo de regressão contempla somente os investimentos de marketing como variável dependente, ainda que conjuntamente com as variáveis de controle.

No modelo linear, cada coeficiente estimado mede a mudança que ocorrerá no valor da variável dependente para cada unidade de variação ocorrida na variável explicativa (CORRAR *et al.*, 2007). Já para o modelo logístico este coeficiente não possui significado intuitivo, haja vista que ele se refere a um aumento na unidade logarítmica de razão de chance (CORRAR *et al.*, 2007). Para este mesmo modelo é usado o Teste Wald, o qual, segundo CORRAR *et al.* (2007), tem por finalidade aferir o grau de significância de cada coeficiente da equação logística e, mais precisamente, tem por objetivo verificar se cada parâmetro estimado é significativamente diferente de zero. Para aferição de volume de variância explicada, é utilizado o R^2 na regressão linear e o teste de Nagelkerke para as regressões logísticas.

Abaixo, na tabela 4, os resultados do modelo.

Tabela 4– Resultados modelo simples

	Subprecificação			Índice de demanda		
	Beta	t	Sig.	Beta	Wald	Sig.
(Constant)		0,217	0,829	-4,304	1,583	0,208
Investimento em Marketing	0,034	0,27	0,788	-0,658	0,053	0,818
Uso de VC/PE	0,077	0,632	0,532	0,157	0,059	0,808
Atividade de Estabilização	-0,442	3,844	0,002			
Retorno do Mercado (15 pregões anteriores)	-0,012	-0,098	0,923	0,465	1,105	0,674
T (em meses) em relação à publicação financeira	-0,012	-0,097	0,923	-0,019	0,094	0,839
LN (ativo)	-0,118	-1,027	0,309	0,405	0,252	0,108
Reputação do <i>Underwriter</i>	0,135	1,139	0,259	0,704	0,757	0,352
R²	0,133			Nagelkerke R²	0,097	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em análise à tabela acima, verifica-se que os investimentos em marketing não obtiveram significância no modelo simples, de modo a justificar o seu impacto na subprecificação ou no índice de demanda. Ademais, as variáveis de controle demonstraram-se igualmente insignificantes, com exceção da atividade de estabilização, que foi significativa (Sig. <0,01).

Procedeu-se, então, uma tentativa de minimizar o número de variáveis do modelo linear através da exclusão de variáveis de controle com baixo índice de significância (Sig. >0,1), entretanto os resultados permaneceram. Dessa forma, a análise passou para o modelo agregado, no qual há a moderação da análise envoltória de dados e do número histórico de IPOs.

5.3.2 Aplicação dos modelos agregados

Os modelos agregados prevêem uma análise conjunta dos investimentos em marketing, a eficiência da empresa na redução de custo (modelada via análise envoltória de dados) e o número histórico de IPOs. A tabela 5, abaixo, traz os resultados do modelo com a inclusão apenas da variável moderadora de número histórico de IPOs.

Tabela 5–Modelo agregado com NHI

	Subprecificação			Índice de demanda		
	Beta	t	Sig.	Beta	Wald	Sig.
(Constant)		0,852	0,398	-3,252	0,792	0,374
Investimento em Marketing	0,024	0,167	0,868	-1,415	0,197	0,657
Uso de VC/PE	0,019	0,148	0,883	0,333	0,234	0,629
Atividade de Estabilização	-0,401	3,468	0,001			
Retorno do Mercado (15 pregões anteriores)	0,049	0,373	0,711	0,690	0,342	0,559
T (em meses) em relação à publicação financeira	-0,009	-0,078	0,938	-0,022	0,095	0,053
LN (ativo)	-0,182	-1,517	0,135	0,340	1,618	0,203
Reputação do <i>Underwriter</i>	0,168	1,403	0,166	0,666	0,715	0,398
GMKTX NHI	-0,121	-0,762	0,449	-0,072	0,001	0,972
Número Histórico de IPOs	-0,151	-0,974	0,334	-0,091	0,782	0,376
R²	0,149			Nagelkerke R²	0,119	

Fonte: elaborado pelo autor

A análise dos resultados acima apresentados demonstra a falta de significância da maioria das variáveis. Nota-se que a inserção do histórico de IPOs no setor e a sua interação com a subprecificação no modelo linear aumentam marginalmente o poder de explicação do modelo. Verifica-se também a não comprovação da moderação do número histórico de IPOs nas variáveis estudadas. De forma similar ao modelo simples, procedeu-se a exclusão das variáveis de controle que não obtiveram significância satisfatória (sig. >0,1). Apesar da melhora na explicação no modelo, o modelo manteve, em ambos os casos, a não-significância tanto para a avaliação do impacto dos investimentos de marketing como para a moderação hipotetizada.

Abaixo, os resultados para a equação 7, a qual prevê somente a eficiência na redução de custo como variável moderadora.

Tabela 6 – Modelo agregado com ERC

	Subprecificação			Índice de demanda		
	Beta	t	Sig.	Beta	Wald	Sig.
(Constant)		0,454	0,652	-1,186	0,073	0,786
Investimento em Marketing	-0,326	-0,521	0,605	-15,813	1,186	0,276
Uso de VC/PE	0,023	0,159	0,875	0,955	1,644	0,200
Atividade de Estabilização	-0,433	3,227	0,002			
Retorno do Mercado (15 pregões anteriores)	0,008	0,052	0,959	0,754	0,319	0,572
T (em meses) em relação à publicação financeira	-0,025	-0,174	0,862	-0,016	0,022	0,883
LN (ativo)	-0,130	-0,946	0,349	0,281	0,997	0,318
Reputação do Underwriter	0,112	0,693	0,492	2,590	4,538	0,033
GMKTx ERC	0,389	0,614	0,543	20,743	1,446	0,229
ERC	-0,068	-0,379	0,706	-3,310	1,592	0,207
R²	0,068			Nagelkerke R² 0,252		

Fonte: elaborado pelo autor

A tabela 6 apresenta os resultados da regressão elaborada com a eficiência na redução de custo como variável moderadora dos impactos dos investimentos de marketing na subprecificação e no índice de demanda. A análise dos números apresentados indica a não confirmação da moderação da eficiência na redução de custos.

Em atenção à análise da regressão logística verifica-se uma influência positiva e significativa da reputação do *underwriter* na probabilidade de o lote suplementar ser exercido. A exclusão das variáveis de controle com baixa significância (sig. >0,1), de forma semelhante ao procedido acima, mostrou-se sem êxito.

O modelo agregado completo une a eficiência na redução de custos (ERC) e número histórico (NHI) de IPOs como fatores moderadores entre os investimentos em marketing e desempenho no IPO. Abaixo, na tabela 7, os números finais desta análise.

Tabela 7 – Modelo agregado com ERC e NHI

	Subprecificação			Índice de demanda		
	Beta	t	Sig.	Beta	Wald	sig
(Constant)		1,019	,314	1,617	,110	,740
Investimento em Marketing	-,343	-,529	,599	-20,090	1,794	,186
Uso de VC/PE	-,057	-,377	,708	1,531	2,984	,084
Atividade de Estabilização	-,395	2,918	,006		-	
Retorno do Mercado (15 pregões anteriores)	,101	,650	,519	1,325	,777	,378
T (em meses) em relação a publicação financeira	-,015	-,104	,918	-,007	0,004	,952
LN (ativo)	-,233	-1,534	,132	0,069	0,048	,827
Reputação do <i>Underwriter</i>	,126	,883	,382	2,739	4,305	,038
GMKTx ERC	,433	,677	,502	24,36	1,957	,162
ERC	-,046	-,257	,798	-3,05	1,283	,257
Número Histórico de IPOs	-,041	-,213	,833	-,135	1,104	,293
GMKTX NHI	-,255	-1,329	,191	-1,319	0,315	,575
	R ²	,087		Nagelkerke R ²	0,305	

Fonte: elaborado pelo autor

Verifica-se um aumento da explicação do modelo, principalmente no caso do índice de demanda. O uso de VC/PE, com significância de 10%, e a Reputação do *Underwriter*, com significância de 5%, apresentaram influência positiva na determinação do índice de demanda.

Diante da influência significativa da atividade de estabilização na subprecificação apresentada nos quatro modelos elaborou-se uma análise do retorno da ação nos 30 primeiros dias negociação da ação (quando vence o prazo para “intervenção” via recompra do *underwriter*¹⁵), 60 e 180 dias após a abertura do capital, conforme a fórmula 10, 11 e 12.

¹⁵ A norma CVM 400 não prevê prazos para o encerramento das atividades de estabilização, entretanto todos os prospectos utilizados na amostra usaram o prazo de 30 dias após o começo das negociações no mercado.

$$\text{Retorno}_{30} = \text{LN}\left(\frac{A_{t30}}{A_{t0}}\right) - \text{LN}\left(\frac{\text{IBOV}_{t30}}{\text{IBOV}_{t0}}\right) \quad (10)$$

$$\text{Retorno}_{60} = \text{LN}\left(\frac{A_{t60}}{A_{t30}}\right) - \text{LN}\left(\frac{\text{IBOV}_{t60}}{\text{IBOV}_{t30}}\right) \quad (11)$$

$$\text{Retorno}_{180} = \text{LN}\left(\frac{A_{t180}}{A_{t30}}\right) - \text{LN}\left(\frac{\text{IBOV}_{t180}}{\text{IBOV}_{t30}}\right) \quad (12)$$

Onde, Retorno representa o retorno em relação ao Ibovespa da ação, A_t representa a cotação de fechamento da empresa que abriu o capital no fechamento do 30º, 60º ou 180º dia após a abertura, IBOV representa a cotação de fechamento do IBOVESPA e LN representa a transformação logarítmica empregada para relacionar os indicadores. O objetivo de tal análise é verificar se há uma diferença significativa na média dos retornos entre o período em que é possibilitada a estabilização de preços e o período no qual esta possibilidade não existe. Abaixo a tabela comparativa das médias e suas significâncias. A investigação foi elaborada através da comparação de média via ANOVA¹⁶.

Tabela 8 – Diferenças de média Atividade de Estabilização

ANOVA			
Retorno	Média	F	Sig.
60º dia em relação ao 30º	0,020	0,003	0,956
180º dia em relação ao 30º	0,121	0,443	0,508

*variável Independente: Atividade de estabilização

Fonte: elaborado pelo autor

Os resultados da investigação da diferença de média (via ANOVA) demonstraram que não há evidências estatísticas do efeito da suspensão da atividade de estabilização no retorno médio das ações.

Investigou-se também se a presença de *Private Equity e Venture Capital* antes da abertura de capital tem efeito em resultados no médio prazo. Para tanto, analisou-se o desempenho da ação até o 30º, 60º e 180º dia, em relação ao preço de fechamento do primeiro

¹⁶ Segundo Hair (1998, p. 332), a ANOVA é utilizada para determinar, com base em uma variável dependente, se as amostras pertencem a populações com médias equivalentes.

dia de negociação e em relação ao fechamento do 30º dia após o IPO, descontada a valorização no mesmo período pelo índice IBOVESPA. Abaixo, na tabela 9, os resultados do cálculo das diferenças de média de empresas com presença de PE/VC.

Tabela 9 – Diferença de média PE/VC

ANOVA			
Retorno	Média	F	Sig.
30 dias	0,01	1,322	0,254
60 dias	0,026	2,155	0,147
60º dia em relação ao 30º	0,019	4,376	0,04
180 dias	0,113	5,659	0,021
180º dia em relação ao 30º	0,109	7,66	0,007

* Variável Independente: Uso PE/VC

Fonte: elaborado pelo autor

Em atenção aos resultados acima se constata uma diferença, estatisticamente significativa a 5%, entre empresas que utilizavam PE/VC antes do IPO, configurando uma média de retorno acima do índice de mercado de 1,5% ao final do mês subsequente ao fim do período de estabilização (60º dia), enquanto que aquelas com ausência de PE/VC tiveram uma desvalorização média de 17% em relação ao índice de mercado. Tais números ganham proporções maiores quando o horizonte de análise é ampliado para o retorno até o 180º dia.

De forma semelhante, a comparação entre a alta demanda durante o IPO e os retornos pós-IPO elencam uma relação significativa entre o desempenho durante os trinta primeiros dias de negociação e o efetivo exercício do lote suplementar, como segue abaixo na tabela 10.

Tabela 10 – Comportamento das ações com alta demanda pós IPO

ANOVA			
Retorno	Média	F	Sig.
30 dias	0,008	17,4002	0,0001
60 dias	0,025	2,6788	0,1064
180 dias	0,121	1,4127	0,2389

* Variável Independente: Índice de Demanda

Fonte: elaborado pelo autor

Adiante, encontra-se a discussão dos resultados apresentados nesta seção.

5.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O modelo simples previsto no início deste capítulo não encontrou significância estatística de modo a confirmar as hipóteses 1 e 2, entretanto demonstrou uma relação entre a atividade de estabilização do *underwriter* e o nível de subprecificação do IPO. Por conta desse resultado, sugere-se que IPOs que optaram pela estabilização tiveram menores índices de subprecificação. A procura de evidências de superioridade nas médias durante o prazo de estabilização demonstrou-se sem êxito, achado este que contraria o estudo de Pinheiro (2008)¹⁷. Da mesma forma, o presente estudo não encontrou evidências de desempenho superior destas empresas em análise do período pós-encerramento das atividades de estabilização. Os resultados sugerem que não há diferença significativa entre o desempenho pós-IPO das empresas que estabilizaram os seus preços e aquelas que não o fizeram, achado este que corrobora o estudo de Pinheiro (2008).

O modelo agregado dos investimentos em marketing com a moderação do número histórico de IPOs obteve uma explicação da variância marginalmente superior ao modelo anterior, entretanto foram rejeitadas neste modelo as hipóteses 1, 2, 4a e 4b. Dessa forma não foram encontradas evidências empíricas da moderação do aquecimento de mercado, tão pouco do impacto direto das ações de marketing na subprecificação do papel em seu primeiro dia de negociação e no índice de demanda.

O modelo exposto na equação 7 é viabilizado através da inserção da eficiência na redução de custo nas variáveis independentes. Ao contrário do hipotetizado, a inserção desta variável enfraqueceu o poder de explicação do modelo linear ($r^2=0,06$), sugerindo assim, a rejeição da hipótese 3a. Em verificação ao modelo logarítmico nota-se também a não-significância do efeito moderação (hipótese 3b). Em atenção às variáveis de controle, observa-se um efeito da reputação do *underwriter* no indicador de demanda, em consonância com as constatações de Luo (2008). Da mesma forma, porém com menor significância ($\text{sig.} < 0,1$), a presença de investidores de *private equity* e *venture capital* na estrutura de financiamento da empresa antes da abertura do capital demonstrou ser um fator que pode

¹⁷ Há uma diferença metodológica na operacionalização da variável atividade de estabilização. No presente estudo a variável foi do tipo binária, enquanto que no estudo de Pinheiro (2008) esta foi mensurada através da porcentagem de ações em relação ao total recompradas no âmbito da atividade de estabilização.

afetar a demanda do IPO. Este achado vai ao encontro do postulado por Megginson e Weiss (1999), os quais encontraram evidências empíricas da influência de investidores de *private equity*, mediante o papel de “certificação” das ofertas públicas primárias.

O modelo final, abordado na equação 8, obteve desempenho e resultados semelhantes ao modelo da equação 7, de forma a realçar a influência da atividade de estabilização na subprecificação, e da reputação do *underwriter* juntamente com o investimento anterior de PE/VC na demanda gerada para o IPO. Neste modelo foram testadas, de forma conjunta, todas as hipóteses do estudo. As análises não alcançaram significância estatística suficiente ao nível de 5%, assim, as hipóteses elencadas no estudo não obtiveram o embasamento estatístico sugerido.

Ademais o uso de VC/PE demonstrou-se positivamente relacionado às chances de construção de demanda para o IPO, e também demonstrou, nas análises ANOVA, ter uma relação com o desempenho superior em investigações com dados subseqüentes à abertura de capital. Achado este consonante com o trabalho de Carter *et al.* (1998).

O estudo está embasado na hipótese de eficiência de mercado, sob a qual, segundo Brealey e Myers (1995), os participantes formam expectativas em relação aos preços, baseados em toda a informação disponível sobre eventos que possam influenciar os preços do ativo negociado. Segundo Luo (2008), de acordo com a lógica das implicações dos ativos baseados no mercado no âmbito acionário, o investimento em marketing pode fornecer informações sobre o real valor da empresa e, assim, reduzir a assimetria informacional do mercado. Em análise do corpo acadêmico voltado para a pesquisa da eficiência de mercado, Camargos e Barbosa (2003) verificaram que dos 24 trabalhos sob o tema no contexto brasileiro, no período de 1998 a 2001, 10 concluíram pela eficiência do mercado, enquanto que 14 não corroboraram esta hipótese. Da análise do trabalho destes autores, depreende-se que apesar do tópico ser extensamente estudado na literatura de finanças, os resultados não demonstram um corpo teórico coeso.

O trabalho de Luo (2008) encontrou evidências empíricas da influência dos investimentos em marketing no desempenho da empresa na abertura de capital. Em sua pesquisa o autor constatou que empresas que investiam mais em marketing, em período anterior ao seu IPO, possuíam indicadores menores de *underpricing*, de modo a melhor otimizar a captação de recursos, e maiores índices de demanda. Este estudo sugere que tal

raciocínio não pode ser generalizado para o contexto brasileiro na medida em que não foram identificados indícios de influência dos ativos baseados no mercado, via análise dos investimentos em marketing, no índice de subprecificação e tão pouco no índice de demanda.

6 CONCLUSÕES

Este estudo teve como principal objetivo contribuir para a pesquisa entre o marketing e os indicadores financeiros da companhia, de modo a investigar o impacto dos ativos baseados no mercado e a resposta que a companhia obtém no IPO através de modelos econométricos lineares e logísticos.

A abertura de capital representa uma relevante oportunidade de financiamento a longo prazo (FORTUNA, 2006). Apesar da literatura extensa, com muitos achados já consolidados, há muito para se pesquisar (DAILY, 2003). O intuito de unir a pesquisa de marketing com indicadores de finanças adentra na idéia de Kumar e Shah (2009) de tentar quantificar a contribuição do marketing no desempenho financeiro da companhia.

Verificou-se que na amostra estudada não há evidências da influência dos investimentos em marketing nos resultados do IPO. Ademais, os estudos demonstraram que há influência do prestígio do *underwriter* no comportamento da demanda do IPO. Dessa forma, sugere-se, como implicação gerencial para os gestores interessados na abertura de capital, a escolha de *underwriters* com elevado índice de prestígio no mercado, visando obter uma maior resposta do mercado. Da mesma forma, empresas que possuem investidores de *private equity* e *venture capital* em período anterior à abertura do capital, demonstraram possuir um desempenho acionário superior no período pós-IPO do que aquelas desprovidas deste tipo de capital.

A oferta pública inicial é um evento que atrai muitos investidores, a publicidade e o investimento em promoção (*roadshow*¹⁸) que são viabilizados para o evento podem ser um fator, não abarcado neste estudo, que influencia na participação dos investidores no IPO e que, por sua vez, influencia na subprecificação e na demanda par ao mesmo. Tópico este investigado por Cook *et al.* (2006), Barber e Odean (2002) e Tetlock (2006) através análise da mídia e de suas veiculações no comportamento dos investidores. Kunh (1990) defende que os esforços de promoção do IPO são determinantes para o seu sucesso:

A campanha, assim com o que a precede ou sucede, vai determinar os sucesso ou fracasso do IPO. O segredo é estimular a demanda de investidores para o IPO para

¹⁸ Roadshows são apresentações, elaboradas pelos proprietários de empresas, interessados em atrair investimentos para a sua companhia através da “venda” do IPO para investidores potenciais.

que, assim como na economia básica, a demanda exceda a oferta. (KUNH, 1990, p. 269)

Outros fatores relacionados à exposição da oferta na mídia, na linha de pesquisa de Cook, Robert e Van (2006) e Song, Rhee e Adams (2001), também podem ser aspectos que afetam o comportamento dos compradores das ações. O esforço de cada *underwriter* para divulgar, junto aos acionistas pessoa física e jurídica, enseja um processo de “venda” da oferta, no sentido de aumentar a intenção de compra dos investidores.

A definição do preço de oferta, fator essencial para a análise deste estudo, pode ser permeada por decisões estratégicas de aferição de lucro para as companhias responsáveis pela operacionalização da oferta, uma vez que a remuneração dos envolvidos é derivada do montante de recursos auferido na oferta pública inicial. Dessa forma é possível que tal sentimento de oportunidade possa ter permeado as decisões envolvidas na abertura de capital, por parte do *underwriter*.

6.1 LIMITAÇÕES

O estudo possui limitações que devem ser consideradas sempre na análise dos dados. Em relação ao estudo original houve um grande decréscimo da amostra estudada, de 1981 para 69 empresas (de uma população total de 110 casos). Esses decréscimos, em termos de população e de amostra, pode ter feito com que a base de dados se tornasse mais vulnerável à influência de observações atípicas, principalmente na regressão logística, a qual é mais passível deste tipo de influência. Tais efeitos podem ter comprometido a qualidade das incursões estatísticas previstas no modelo. Outro ponto saliente é a falta de rigidez na definição dos campos das contas contábeis e a estrutura contábil de algumas empresas, a qual desfavorece o estudo, pois, dependendo da estrutura das demonstrações, os campos de despesa de vendas podem ter sido contabilizados em contas diferentes das investigadas.

Segundo Ljungqvist *et al.* (2006), há dois tipos de investidores, os individuais e os institucionais, análise na qual se evidencia que há uma maior racionalidade por parte dos investidores institucionais e um maior “sentimento” naqueles investidores individuais. A

amostra não foi segmentada dentre esses investidores, de modo a ter a capacidade de desenvolver como foi o comportamento de cada tipo de investidor. Ademais, a literatura de finanças é extensa na tarefa de buscar explicar o fenômeno da subprecificação. Desde 1960, segundo Daily (2003), a área vem empreendendo análises para compreender este fenômeno, mas, apesar, do campo vasto de pesquisa, ainda não há respostas consistentes para o entendimento das explicações sobre as causas da subprecificação.

O uso das despesas de vendas utilizado como *proxy* dos investimentos de marketing é um indicador abrangente pois as empresas podem incluir nestas contas cifras que não são pertinentes à área de marketing e, da mesma forma, é possível que existam investimentos em marketing que estejam classificados de forma diferenciada (despesas gerais), fugindo, assim, do escopo da investigação.

6.2 SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

A proposta deste trabalho em analisar o impacto dos investimentos em marketing, via criação dos ativos de mercado, nos indicadores de performance da abertura de capital, teve como premissa o abarcamento do conjunto de atividades de marketing, de modo a não segmentar os tipos de ativos baseados no mercado. Estudos futuros podem ampliar essa análise com o objetivo de segmentar, por ativos baseado no mercado, os resultados e, principalmente, as influências destes ativos no desempenho da empresa. Da mesma forma, o impacto considerado apenas no IPO pode ser estendido para períodos maiores, abrangendo também o desempenho futuro da empresa.

A forma de análise, focada em dados contábeis, sugere um enfoque legal do ponto de vista de desembolso em moeda corrente da companhia. Estudos futuros podem verificar se o reconhecimento destes esforços é dado pelo seu público, e se esta percepção se traduz em uma melhora no desempenho da companhia.

A relação encontrada entre o desempenho, em termos de demanda, e a performance acionária nos 30 dias após a abertura de capital, sinalizam que pode haver alguma relação entre sucesso do IPO e a valorização subsequente do mesmo. Trabalhos futuros podem

analisar esta relação de modo a verificar se esta influência possui outras evidências no contexto brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AAKER, David A.; JACOBSON, Robert. The financial information content of perceived quality. **Journal of Marketing Research**, v. 31, n. 2, p. 191-201, 1994.

AGGARWAL, Reena. Stabilization activities by underwriters after initial public offerings. **Journal of Finance**, v. 55, n. 3, p. 1075-1103, June 2000.

AKSOY, Lerzan; COOIL, Bruce; GROENING, Christopher; KEININGHAM, Timothy L. e YALÇIN, Atakan (2008). Customer satisfaction and stock prices: high returns, low risk. **Journal of Marketing**, v. 72, n. 4, p. 105-122, 2008.

ALI, A. I.; SEIFORD, L. M. The mathematical programming approach to efficiency analysis. In: FRIED, H. O.; LOVELL, C. A. K.; SCHIMIDT, S. S. (Orgs.). **The measurement of productive efficiency: techniques e application**. New York: Oxford University Press, 1993. Cap. 3. p. 120-159.

ALLEN, F.; FAULHABER, G. R. Signalling by underpricing in the IPO market. **Journal of Financial Economics**, v. 23, p. 303-324, 1989.

AMBLER, T.; PUNTONI, S. Measuring marketing performance. In: HART, S (Ed.). **Marketing changes**. London: Thomson Learning, p. 289-309, 2003.

AMBLER, Tim; BHATTACHARYA, C. B.; EDELL, Julie; KELLER, Kevin Lane; LEMON, Katherine N.; MITTAL, Vikas. Relating brand and customer perspectives on marketing management. **Journal of Service Research**, v. 5, p. 13-25, Aug. 2002.

ANDERSON, Eugene W.; FORNELL, Claes; MAZVANCHERYL, Sanal K. Customer satisfaction and shareholder value. **Journal of Marketing**, v. 68, p. 172-185, Oct. 2004.

ANDERSON, Paul. Marketing planning and the theory of the firm. **Journal of Marketing**, v. 45, p. 15-56, 1982.

BALDINGER, Allan L. The Jeopardy in Double Jeopardy. **Journal of Advertising Research**, v. 37, p. 6, 1997.

BARBER, B.; ODEAN, T. All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. **The Review of Financial Studies**, v. 20, n. 6, 2007.

BARNEY, Jay. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. **Journal of Management**, v.17, n. 1, p. 99-120, 1991.

BARON, D. P. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. **Journal of Finance**, v. 37, p. 955-976, 1982.

BARTH, M. E.; CLEMENT, M.; FOSTER, M.; G. KASZNIK, R. Brand values and capital market valuation. **Rev. Accounting Studies**, v. 3, p. 41-68, 1998.

BARWISE, Patrick; MARSH, Paul R.; WENSLEY, Robin. Must finance and strategy clash? **Harvard Business Review**, v. 67 p. 865-890, Sept./Oct. 1989.

BAYUS, Barry L.; ERICKSON, Gary; JACOBSON, Robert. Financial rewards of new product introductions. **Management Science**, v. 49, n. 2, p. 197-210, 2003.

BENVENISTE, L. M.; SPINDT, P. A. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues, **Journal of Financial Economics**, v. 24, p. 343-362, 1989.

BLATTBERG, R. C.; DEIGHTON, J. Manage marketing by the customer equity test. **Harvard Business Review**, v. 74, n. 4, p. 136-144, 1996.

BLATTBERG, R. C.; GETZ, G.; THOMAS, J. S. Customer equity: building and managing relationships as valued assets. Boston: Harvard Business School Press, 2001.

BM&FBOVESPA. **Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. Disponível em <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso entre set. 2009 e maio 2010.

BM&FBOVESPA. **Bovespa**: investidor – dicionário de finanças. Disponível em: <<http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php>>. Acesso em: 11 abr. 2010.

BONOMA, Thomas V.; CLARK, Bruce H. **Marketing performance assessment**. Boston: Harvard Business School Press, 1988.

BOVESPA. **Classificação setorial das empresas e fundos negociados na BOVESPA**. 2008. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/ClassifSetorial.pdf>>. Acesso em: 20 abr. 2010.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Planalto**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 10 abr. 2010.

BRAU, James C.; FAWCETT, Stanley E. Initial public offerings: an analysis of theory and practice. **Journal of Finance**, v. 61, p. 399-436, Feb. 2006.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. 3. ed. Lisboa: McGraw- Hill, 1995.

BRENNAN, M. J.; FRANKS, J. Underpricing ownership and control in initial public offerings of equity securities in the U.K. **Journal of Financial Economics**, v. 45, p. 391-413, 1997.

CAMARGOS, Marco Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Teoria e Evidência da Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. Caderno de pesquisas em Administração. São Paulo, v. 10, n. 1, 2003.

CARTER, R. B.; DARK, F. H.; SINGH, A. K. Underwriter reputation, initial returns, and long-run performance of IPO stocks. **Journal of Finance**, v. 53, p. 285-311, 1998.

CARTER, R.; MANASTER, S. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. **Journal of Finance**, v. 45, n. 4, p. 1045-1067, Sep. 1990.

CBLC. Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia. **Oferta**: Hypermarchas S.A. Disponível em: <<http://www.cblc.com.br/cblc/Home/Noticias/Noticia28032008a.asp>>. Acesso em: 11 abr. 2010.

CLARK, Bruce H. Marketing performance measures: history and interrelationships. **Journal of Marketing Management**, v. 15, p. 711-732, 1999.

CMO COUNCIL. Measures and metrics: assessing marketing's value and impact. California, 2004.

COOK, Douglas O. K.; ROBERT, Ness; VAN, Robert A. On the marketing of IPOs. **Journal of Financial Economics**, v. 82, p. 35-61, 2006.

COONEY, J. *et al.* **IPO initial returns are underwriter reputation**: has the relationship flipped in the 1990s? local: editora, 2001. (Texas Tech working paper)

CVM. **Instrução n. 255**, de 31 de outubro de 1996. Dispõe sobre a emissão e negociação de certificados de depósito de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 09 abr. 2010.

CVM. **Instrução n. 400**, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários, nos mercados primários ou secundários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 abr. 2010.

CVM.. Publicações e artigos. Abertura de capital de empresas. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ_200.asp>. Acesso em: 20 maio 2010.

DAILY, C., CERTO, S. T., DALTON D. R. e ROENGPITYA, R. IPO underpricing: a meta-analysis and research synthesis. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, Spring, 2003.

DAVENPORT, Thomas H. **Process innovation**: reengineering work through information technology. Boston: Harvard Business School Press, 1993.

DAY, George; FAHEY, Liam. Valuing market strategies. **Journal of Marketing**, v. 52, p. 45-57, July 1988.

DEKIMPE, Marnik G.; HANSENS, Dominique M. The persistence of marketing effects on sales. **Management Science**, v. 14, n. 1, p. 1-21, 1995.

DEMERS, E.; LEV, B. A rude awakening: internet shakeout in 2000. **Review of Accounting Studies**, v. 6, p. 331–359, 2001.

DEMERS E.; LEWELLEN K. The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks. **Journal of Financial Economics**, v. 68, p. 413-437, 2003.

DERRIEN, Francois; WOMACK, Kent L. Auctions versus bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets. **Review of Financial Studies**, v. 16, n. 1, p. 31-61, 2003.

DOLVIN, S. D.; PYLES, M. IPO long-run returns: a new approach. **Financial Decisions**, v. 18, n. 1, 2006.

DOMINIQUE, M. Hanssens. Marketing and firm value metrics, methods, findings, and future: forthcoming. **Journal of Marketing Research**, July, 2008.

DOYLE, Peter. **Value-based marketing**: marketing strategies for corporate growth and shareholder value. Chichester: John Wiley & Sons. 2000.

DUTTA, Shantanu; NARASIMHAN, On.; RAJIV, Surendra. Success in high-technology markets: is marketing capability critical? **Marketing Science**, v. 18, n. 4, p. 547-568, 1999.

EHRBAR, Al. **EVA**: the real key to creating wealth. New York: John Wiley & Sons, 1998.

FARQUHAR, P. H. Managing brand equity. **Marketing Research**, v. 1, p. 24-33, 1989.

FINKLE, T.A. The relationship between boards of directors and initial public offering in the biotechnology industry. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 22, n.3, p. 5–29, 1998.

FIORIOLO, José Carlos. Modelagem da maximização do customer equity. In: encontro nacional dos programas de pós-graduação em administração, 23., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: ANPAD, 2009. 1 CD-ROM.

FISCHER, M.; SHIN, H.; HANSENS, D. M. Marketing Spending and the Volatility of Revenue and Cash Flows. Working paper. October, 2009

FISHE, Raymond. P. H. How stock flippers affect ipo pricing and stabilization. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, V. 37, n. 2, p. 319-340, Jun., 2002.

FORNELL, Claes *et al.* Customer satisfaction e stock prices: high returns, low risk. **Journal of Marketing**, v. 70, p. 1-14, Jan. 2006.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. Ed. Qualitymark, 16ª edição. Rio de Janeiro. 2006.

FRANCIS, Bill B.; HASAN, Iftekhar; LOTHIAN, James R.; SUN, Xian. The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, v. 45, n.1, p81-106, 2010.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Análise Multivariada**. Luiz J. Corrar, Edilson Paulo, José Maria Dias Filho (coordenadores). São Paulo, Ed Atlas, 2007.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Manual de Contabilidade das Sociedades Por Ações: aplicável às demais sociedades/FIPECAFI**: diretor responsável Sérgio de Iudícibus; coordenador técnico Eliseu Martins, supervisor de equipe de trabalho Ernerto Rubens Gelbcke. - 5. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

GRONHOLDT, Lars ; MARTENSEN, Anne. Key Marketing Performance Measures. **The Marketing Review**, v. 6, p. 243-252, 2006.

GRUCA, Thomas; REGO, Lopo. Customer satisfaction, cash flow, and shareholder value. **Journal of Marketing**, v. 69, p. 115-130, July 2005.

GUPTA, S., D. R. LEHMAN e STUART, J. Valuing customers. **Journal of Marketing Research**. v.41, p. 7–18, 2002.

GUPTA, Sunil; LEHMANN, Donald R.; STUART, Jennifer Ames. Valuing Customers. **Journal of Marketing Research**, v. 41, n. 1, p. 7-18, 2004.

GUPTA, Sunil; ZEITHAML, Valarie. Customer Metrics and Their Impact on Financial Performance. **Marketing Science**, v. 25, n. 6, p. 687-717, 2006.

HAND, John R. M. The Role of Book Income, Web Traffic, and Supply and Demand in the Pricing of U.S. Internet Stocks. **Review of Finance**, v. 5, p. 295-317, 2001.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R.E.; TATHAM, R.L.; BLACK, W.C. Multivariate data analysis with readings, New Jersey: Prentice Hall, 1998.

HOEFFLER, S., K. L. KELLER. The marketing advantages of strong brands. **J. Brand Management**, v. 6, p. 421-445, 2003.

HOGAN, John E.; LEMON, Katherine N.; RUST, Roland T. Customer equity management: charting new directions for the future of marketing. **Journal of Service Research**, v. 5, n. 1, p. 4-12, 2002.

IP, Greg. The rise and fall of intangible assets leads to shorter company life spans. **The Wall Street Journal**, n. 4, p. 1-4, Apr. 2004.

ITTNER, Christopher; LARCKER, David. Are Non-Financial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction. **Journal of Accounting Research**, 36 (3), Supplement, 1-35, 1998.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

JOSHI, Amit M.; HANSSSENS, Dominique M. Movie advertising and the stock market valuation of studios: a case of 'great expectations'? **Marketing Science**, v. 27, p. ? 2008.

KELLER, Kevin L. **Branding and brand equity**. Cambridge: Marketing Science Institute., 2002

KELLER, Kevin Lane. **Strategic brand management: building, measuring and managing brand equity**. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

KELLER, Kevin Lane; LEHMANN, Donald R. Brands and branding: research findings and future priorities. **Marketing Science**, v. 25, n. 6, p. 740-759. 2006.

KERIN, Roger A.; SETHURAMAN, Raj. Exploring the brand value-shareholder value nexus for consumer goods companies. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 26, n. 4, p. 260-273, 1998.

KEYNES, John Maynard. **The general theory of employment, interest, and money**. New York: Harcourt Brace, 1936.

KIM, M.; MCALISTER, L.; SRINIVASAN, R. Marketing and systematic risk of the firm. In: **MARKETING SCIENCE CONFERENCES**, 2005, local. **Anais...** local: Emory University, 2005.

KUHN, R. **Investment Banking: The Art and Science of High-Stakes Dealmaking**. Harper and Row, New York, 420 p. NY. 1990

KUMAR, V.; GEORGE, Morris. Measuring and maximizing customer equity: a critical analysis. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 35, n. 2, p. 157-71, 2007.

KUMAR, V.; SHAH, Denish. Expanding the role of marketing: from customer equity to market capitalization. **Journal of Marketing**, v. 73, p. 119-136, Nov. 2009.

LARRÉCHÉ, Jean-Claude; SRINIVASAN, V. STRATPORT: a decision support system for strategic planning. **Journal of Marketing**, v. 45, p. 39-52, Oct. 1981.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. Finanças corporativas no Brasil. **RAE Eletrônica**, v. 2, n. 2, jul./dez. 2003. Disponível em: <www.rae.com.br>. Acesso em: 10 fev. 2010.

LEE, Ruby; GREWAL, Rajdeep. Strategic responses to new technologies and their impact on firm performance. **Journal of Marketing**, v. 68, p. 157-171, Oct. 2004.

LEHMANN, Donald R. Metrics for marketing matter. **Journal of Marketing**, v. 68, n. 4, p. 73-75, 2004.

LEHMANN, Donald R. Some thoughts on the futures of marketing. In: Donald LEHMANN, R.; JOCZ, Katherine E. (Eds.). **Reflections on the futures of marketing: practice and education**. Cambridge: Marketing Science Institute, 1996. p. 121-135.

LEWELLEN, Katharina. Risk, reputation, and IPO price support. **Journal of Finance**, v. 61, n. 2, p. 613-653, Apr. 2006.

LEX, Aline Carli. **IPOs no novo mercado: estratégias de capitalização ou de saída?** 2007. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

LJUNGQVIST, A., NANDA, V., SINGH, R., Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. **Journal of Business**. v. 79, n. 4, 2006.

LJUNGQVIST, A.; NANDA, V.; SINGH, R. Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. **Journal of Business**, v. 79, n. 4, p. 1667-1702, 2006.

LJUNGQVIST, Alexander. IPO underpricing In: ECKBO, B. Espen (Ed.). **Handbook of corporate finance: empirical corporate finance**. North-Holland: Elsevier, Chapter 7. Volume A. 2006.

LOUGHRAN, T.; RITTER, J. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? **Review of Financial Studies**, v. 15, p. 413-443, 2002.

LOUGHRAN, T.; RITTER, J. Why has IPO underpricing changed over time? **Financial Management**, v. 33, p. 5-37, 2004.

LOWRY, M. e SCHWERT, G. W. IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? **The Journal of Finance**, v. 67, n° 3, June. 2002

LOWRY, M.; MURPHY, Kevin J. Executive stock options and IPO underpricing. **Journal of Financial Economics**, v. 85, n. 1, p. 39-65, 2007.

LUO, Xueming. When marketing strategy first meets wall street: marketing spendings and firms' initial public offerings. **Journal of Marketing**, v. 72, p. 98-109, Sept. 2008.

LUO, Xueming; BHATTAGHARYA, C. B. Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. **Journal of Marketing**, v. 70, n. 4, p. 1-18, 2006.

MADDEN, Thomas J.; FEHLE, Frank; FOURNIER, Susan. Brands matter: an empirical demonstration of the creation of shareholder value through branding. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 34, n. 2, p. 224-235, 2006.

MALHOTRA, N. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MARKETING SCIENCE INSTITUTE. **2000-2002 research priorities: a guide to MSI research programs and procedures**. Cambridge, 2000.

MCALISTER, Leigh; SRINIVASAN, Raji; KIM, MinChung. Advertising, research and development, and systematic risk of the firm. **Journal of Marketing**, v. 71, p. 35-48, Jan. 2007.

MEGGINSON, William L.; WEISS, Kathleen, A. Venture capitalist certification in initial public offerings. **Journal of Finance**, v. 46, n. 3, p. 879-903, July 1991.

MITTAL, Vikas; ANDERSON, Eugene W.; SAYRAK, Akin; TADIKAMALLA, Pandu. Dual Emphasis and the Long-Term Financial Impact of Customer Satisfaction. **Marketing Science**, v. 24, n.4, p. 544-55, 2005.

MIZIK, Natalie; JACOBSON, Robert. Myopic marketing management: evidence of the phenomenon and its long-term performance consequences in the SEO context. **Marketing Science**, v. 26, n. 3, p. 361-379, 2007.

MIZIK, Natalie; JACOBSON, Robert. The Financial Value Impact of Perceptual Brand Attributes. **Journal of Marketing Research**, v. 45, p. 15-32, Feb. 2008.

MIZIK, Natalie; JACOBSON, Robert. Trading off between value creation and value appropriation: the financial implications of shifts in strategic emphasis. **Journal of Marketing**, v. 67, p. 63-76, Jan. 2003.

O'SULLIVAN, D.; ABELA, A. Marketing performance measurement ability and firm performance. **Journal of marketing**, v. 71, p. 79-93, Apr. 2007.

PAUWELS, Koen *et al.* New products, sales promotions, and firm value: the case of the automobile industry. **Journal of Marketing**, v. 68, p. 142-156, Oct. 2004.

PINHEIRO, Douglas Beserra. **Determinantes e efeitos da estabilização em Ipos no Brasil**. Dissertação (Mestrado) - Escola de Administração de Empresas, Universidade Federal de São Paulo, São Paulo, 2008.

PROCIANOY, Jairo Laser; CIGERZA, Gilles Chemale. IPOs in Emerging Markets: A Comparison of Brazil, India and China. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=968300>. August, 2007. Acesso em: 25 Maio 2010

RAGGIO, Randle D.; LEONE, Robert P. The theoretical separation of brand equity and brand value: managerial implications for strategic planning. **Journal of Brand Management**, v. 14, n. 5, p. 380-395, May 2007.

RAO, Vithala; AGARWAL, Manoj K.; DAHLHOFF, Denise. How is manifest branding strategy related to the intangible value of a corporation? **Journal of Marketing**, v. 68, p. 126-141, Oct. 2004.

REICHHELD, Frederick F. **The loyalty effect**. Boston: Harvard Business School Press, 1996.

REINARTZ, W.; THOMAS, J. S.; KUMAR, V. Balancing acquisition and retention resources to maximize customer profitability. **Journal of Marketing**, v. 69, p. 63-79, 2005.

REINARTZ, Werner; KUMAR, V. On the profitability of long lifetime customers: an empirical investigation and implications for marketing. **Journal of Marketing**, v. 64, p. 17-35, Oct. 2000.

RESEARCH Priorities: a guide to msi research programs and procedures. Cambridge: **Marketing Science Institute**, 2008.

ROCK, K. Why new issues are underpriced. **Journal of Financial Economics**, v. 15, p. 187-212, 1986.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

RUST, R.; AMBLER, T.; CARPENTER, G.; KUMAR, V.; SRIVASTAVA, R. Measuring Marketing Productivity: Current Knowledge and Future Directions. **Journal of Marketing**, v. 68, p. 76-89, 2004.

RUST, Roland T.; LEMON, Katherine N.; ZEITHAML, Valarie A. Return on marketing: using customer equity to focus marketing strategy. **Journal of Marketing**, v. 68, p. 109-120, Jan. 2004.

RUST, Roland T.; ZAHORIK, Anthony; KEININGHAM, Timothy L. Return on quality (ROQ): making service quality financially accountable. **Journal of Marketing**, v. 59, p. 58-70, Apr. 1995.

SAITO, Richard; PEREIRA, J. A. C. M. Bookbuilding e Alocação Estratégica: Evidência do Mercado Brasileiro de Ações. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, 2006.

SIMON, Carol J.; SULLIVAN, Mary W. The measurement and determinants of brand equity: a financial approach. **Marketing Science**, v. 12, n. 1, p. 28-52, 1993.

SONG, J. H.; RHEE, Y.; ADAMS, C. Maximizing the financial and product market values of the IPO opportunity. **Business Horizons**, v. 44, n. 4, p. 49-54, July/Aug. 2001.

SORESCU, Alina; SHANKAR, Venkatesh; KUSHWAHA, Tarun. New product preannouncements and shareholder value: don't make promises you can't keep. **Journal of Marketing Research**, v. 44, p. 468-489, Aug. 2007.

SRINIVASAN, Shuba *et al.* Product innovations, advertising, and stock returns. **Journal of Marketing**, v. 73, Jan. 2009.

SRIVASTAVA, Rajendra K., SHERVANI, Tasadduq A. e FAHEY, Liam., 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.

SRIVASTAVA, Rajendra K.; REIBSTEIN, David J. **Metrics for linking marketing to financial performance**. Cambridge: Marketing Science Institute. 2005. (Report n. 05/200)

SRIVASTAVA, Rajendra; REIBSTEIN, David J; JOSHI, Yogesh V. Linking marketing metrics to financial performance. In: **ZIBS Technical Report: Linking Marketing Metrics to Financial Performance**. Local: Zyman Institute of Brand Science, 2006.

SRIVASTAVA, Rajendra; SHERVANI, Tasadduq; FAHEY, Liam. Driving shareholder value: the role of marketing in reducing vulnerability and volatility of cash flows. **Journal of Market - Focused Management**, v. 2, n. 1, p. 49-64, 1997.

SRIVASTAVA, Rajendra; SHERVANI, Tasadduq; FAHEY, Liam. Market-based assets and shareholder value: a framework for analysis. **Journal of Marketing**, v. 62, p. 2-18, Jan. 1998.

STOUGHTON, N. M.; ZECHNER, J. IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure, **Journal of Financial Economics**, v. 49, p. 45-77, 1998.

TAYLOR, Andy. Driving customer satisfaction, fore thought. **Harvard Business Review**, v. 80, p. 24-25, July 2002.

TETLOCK, P. Giving content to investor sentiment: the role of media in the stock market. **Journal of Finance**, v. 62, n. 3, 2007.

TOLENTINO, Rodrigo Andrade. **Aftermarket Short Covering in IPOs and long-term stock liquidity**. Dissertação (mestrado) - Escola de Economia de São Paulo, São Paulo, 2009.

TRUEMAN, B.; WONG, M.H.F.; Zhang, X. The eyeballs have it: Searching for the value in internet stocks. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p. 137–163, 2001.

VENKATESAN, Rajkumar; KUMAR, V. A customer lifetime value framework for customer selection and resource allocation strategy. **Journal of Marketing**, v. 68, p. 106-125, Oct. 2004.

VILLANUEVA, J.; HANSSENS, D. M. Customer equity: measurement. **Management and Research Opportunities Foundations and Trends in Marketing**, v. 1, n. 1, p. 1-95, 2007.

VOGEL, Verena; EVANSCHITZKY, Heiner; RAMASESHAN, B. Customer equity drivers and future sales. **Journal of Marketing**, v. 72, p. 98-108, Nov. 2008.

WEBSTER, Frederick E. The changing role of Marketing in the corporation. **Journal of Marketing**, v. 56, october, p. 1-17, 1992.

WELCH, I. Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings, **Journal of Finance**, v. 44, p. 421-450, 1989.

WELCH, I. Sequential sales, learning, and cascades. **Journal of Finance**, v. 47, p. 695-732, 1992.

ANEXOS

ANEXO A – EMPRESAS EXCLUÍDAS DA AMOSTRA

Empresas do tipo PAR, INVEST.	Empresas que abriram o capital após a crise	Empresa com Número de Investidor Pessoa Física abaixo de 50	Oferta de DBRs	Empresas com Dados Insuficientes
BR MALLS PAR	ALIANSCCE	ABYARA	AGRENCO	EZTEC
JHSF PART	BR PROPERT	BR BROKERS	COSAN LTD	ABC BRASIL
TEMPO PART	CETIP	BRASILAGRO	GP INVEST	BCO PINE
TRIUNFO PART	DIRECIONAL	INVEST TUR	LAEP	BCO SOFISA
TERNA PART	FLEURY	MMX MINER	PATAGONIA	BICBANCO
	MULTIPLUS	NUTRIPLANT	TARPON	CRUZEIRO SUL
	OSX BRASIL		WILSON SONS	DAYCOVAL
	SANTANDER BR			ESTACIO PART
	TIVIT			HYPERMARCAS
	VISANET			INDUSVAL
				LAEP
				LE LIS BLANC
				MPX ENERGIA
				MRV
				NOSSA CAIXA
				NUTRIPLANT
				OGX PETROLEO
				PANAMERICANO
				PARANA
				VIVAX

ANEXO B- GRÁFICOS DOS RESÍDUOS DAS REGRESSÕES

Tabela 4– Resultados modelo simples

1. Variável dependente: Subprecificação

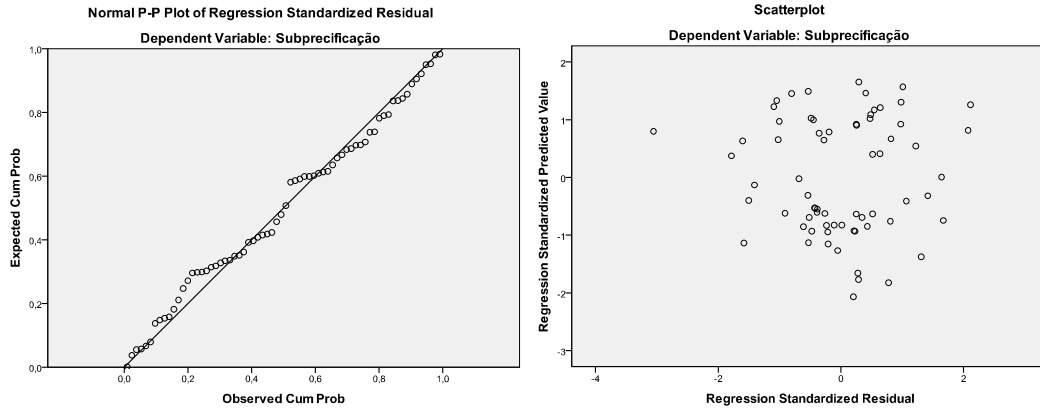


Tabela 5–Modelo agregado com NHI

1. Variável dependente: Subprecificação

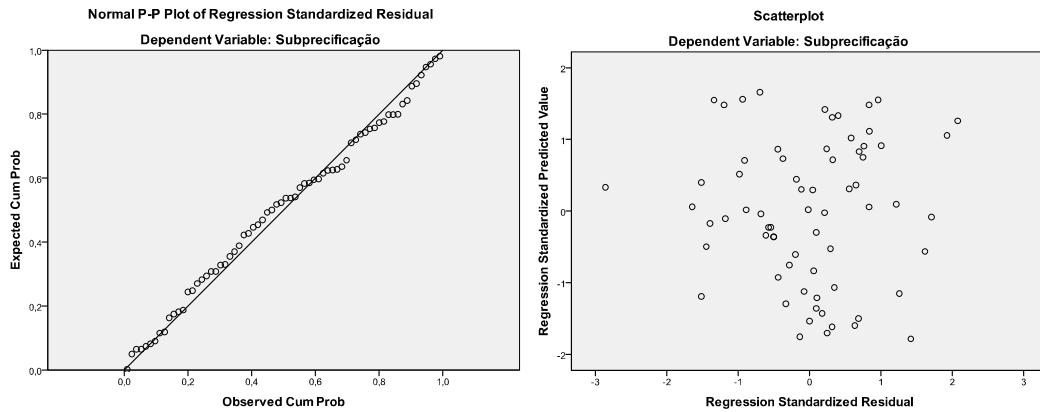


Tabela 6 – Modelo agregado com ERC

1. Variável dependente: Subprecificação

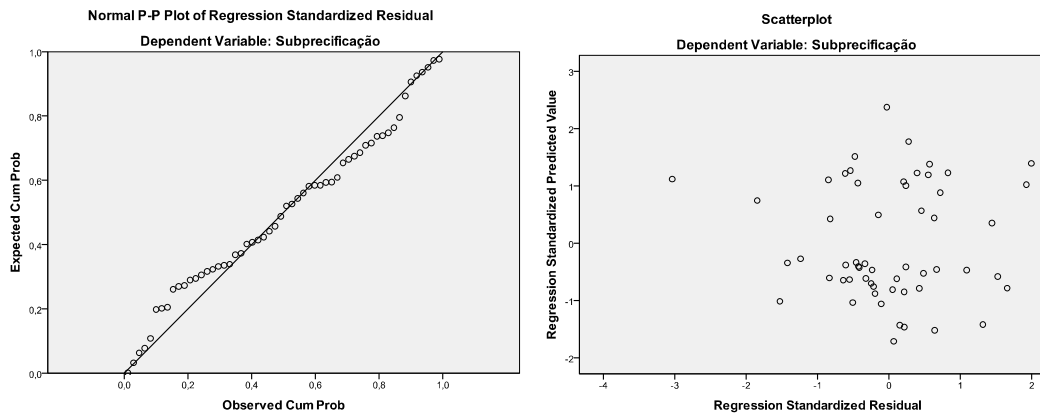
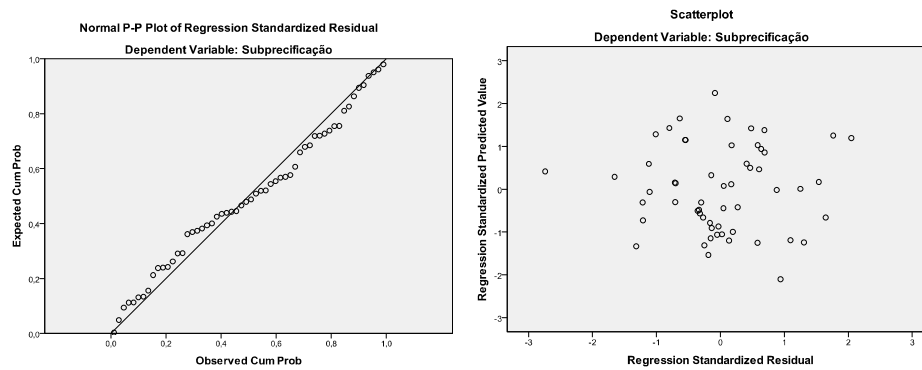


Tabela 7 – Modelo agregado com ERC e NHI

1. Variável dependente: Subprecificação



Teste Kolmogorov-Smirnov para o modelo de regressão linear

Hypothesis Test Summary

	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The distribution of Modelo Simples is normal with mean -0 and standard deviation 8.088.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	.785	Retain the null hypothesis.
2	The distribution of Modelo Agregado (NHI) is normal with mean 0 and standard deviation 7.877.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	.994	Retain the null hypothesis.
3	The distribution of Modelo Agregado (ERC) is normal with mean 0 and standard deviation 8.179.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	.640	Retain the null hypothesis.
4	The distribution of Modelo Agregado (NHI e ERC) is normal with mean -0 and standard deviation 7.919.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	.883	Retain the null hypothesis.
5	The distribution of Unstandardized Residual is normal with mean -0 and standard deviation 6.501.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	.323	Retain the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is .05.