

Repositório ISCTE-IUL

Deposited in *Repositório ISCTE-IUL*:

2018-07-12

Deposited version:

Publisher Version

Peer-review status of attached file:

Peer-reviewed

Citation for published item:

Inácio, A. S. & Lourenço, I. C. (2017). O valor relevante da informação divulgada pela Forbes sobre as marcas mais valiosas do Mundo. In XVI Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria.: Ordem dos Contabilistas Certificados.

Further information on publisher's website:

--

Publisher's copyright statement:

This is the peer reviewed version of the following article: Inácio, A. S. & Lourenço, I. C. (2017). O valor relevante da informação divulgada pela Forbes sobre as marcas mais valiosas do Mundo. In XVI Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria.: Ordem dos Contabilistas Certificados.. This article may be used for non-commercial purposes in accordance with the Publisher's Terms and Conditions for self-archiving.

Use policy

Creative Commons CC BY 4.0

The full-text may be used and/or reproduced, and given to third parties in any format or medium, without prior permission or charge, for personal research or study, educational, or not-for-profit purposes provided that:

- a full bibliographic reference is made to the original source
- a link is made to the metadata record in the Repository
- the full-text is not changed in any way

The full-text must not be sold in any format or medium without the formal permission of the copyright holders.

**O Valor Relevante da informação divulgada pela Forbes sobre as marcas
mais valiosas do mundo**

Ana Sofia Inácio

Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL)

Asofia.inacio@gmail.com

Isabel Costa Lourenço

BRU-IUL, Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL)

isabel.lourenco@iscte.pt

Área Temática: A - Normalização Contabilística e Relato Financeiro

Resumo

Este estudo tem como objetivo determinar se o valor de mercado das marcas divulgado pela Forbes tem valor relevante para os acionistas das empresas, além das variáveis que sintetizam a informação que é apresentada nas demonstrações financeiras.

Foi usada uma amostra que compreende 685 observações (2014 e 2015) relativas a empresas incluídas na lista da Forbes “The World's Most Valuable Brands”.

Os resultados deste estudo permitem concluir que o valor da capitalização de mercado da empresa está estatisticamente correlacionado com o valor contábilístico do capital próprio e o resultado líquido e que as estimativas dos coeficientes das medidas contábilísticas tradicionais (valor contábilístico do capital próprio e resultado líquido) são positivas e estatisticamente significativas. Quando incluído na análise, o valor das marcas das empresas divulgado na lista da Forbes tem também valor relevante para o mercado, para além das medidas contábilísticas tradicionais.

Palavras-chave: Valor Relevante; Valor de Mercado; Marcas; Forbes.

1. Introdução

O presente trabalho tem como objetivo determinar se o valor de mercado das marcas divulgado pela Forbes tem valor relevante para os acionistas das empresas que detêm essas marcas, para além das variáveis que sintetizam a informação que é apresentada nas demonstrações financeiras.

As demonstrações financeiras que são elaboradas de acordo com a regulamentação contabilística atualmente em vigor não contemplam o potencial que as empresas possuem, pois não evidenciam na totalidade os ativos intangíveis que hoje figuram como elementos indispensáveis para a competitividade empresarial (Antunes e Leite 2013). Os ativos intangíveis proporcionam às empresas uma maior competitividade e diferencial de mercado, o que, por consequência, permite ter retornos em termos de lucratividade e rentabilidade (Nascimento et al. 2012).

A investigação sobre os ativos intangíveis, apesar de não ser um fenómeno recente, tem despertado nos últimos anos um crescente interesse nas comunidades académicas e de negócios. O que acaba por distinguir as empresas é a sua carteira de ativos intangíveis, cuja principal característica pauta pela sua singularidade, contribuindo para o aumento da criação de valor das empresas (Kayo et al. 2008).

Não obstante, não existe atualmente nenhuma demonstração financeira que informe, de forma objetiva, os utilizadores sobre o valor dos ativos intangíveis. Alguns estudos demonstram que os ativos intangíveis no balanço das empresas têm valor relevante para o mercado (Cazavan-Jeny 2003, Kallapur e Kwan 2004 e Kimouche e Rouabhi 2016). Contudo, a natureza restritiva das normas de contabilidade atualmente em vigor conduz

a que muitos dos ativos intangíveis das empresas, nomeadamente as marcas, não sejam evidenciadas no seu balanço.

Este estudo vem, assim, preencher um *gap* na literatura, ao analisar o valor relevante da informação sobre as marcas proporcionada por fontes externas às empresas, nomeadamente, o valor de mercado das marcas divulgado pela Forbes.

A análise empírica utiliza a lista “The World's Most Valuable Brands” da Forbes para identificar o valor de mercado das 500 marcas mais valiosas, compreendendo 685 observações relativas a 342 empresas em 2014 e 343 em 2015. Foram identificadas as empresas detentoras dessas marcas e foram recolhidas as respetivas demonstrações financeiras. Consideraram-se apenas as empresas que apresentam as suas demonstrações financeiras de acordo com as IFRS ou com as US GAAP.

Os resultados demonstram que o valor de mercado das marcas das empresas divulgado na Forbes tem valor relevante para o mercado para além das medidas contabilísticas tradicionais. A variabilidade encontrada para a capitalização de mercado da empresa é explicada atribuindo uma maior percentagem quando se utiliza o normativo contabilístico IFRS (72,5%) em contrapartida da utilização normativo contabilístico US GAAP (57%).

Este estudo contribui para a literatura anterior ao demonstrar que o valor de mercado das marcas divulgados através de outras fontes de informação além das demonstrações financeiras (lista da Forbes) tem valor relevante para os acionistas das empresas que detêm essas marcas.

O restante trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma: No capítulo 2, apresenta-se a revisão da literatura e no capítulo 3 é apresentado o desenho de investigação. No capítulo 4 são apresentados os resultados e, finalmente, no capítulo 5 são apresentados as conclusões deste estudo.

2. Revisão da Literatura

2.1. Estudos Empíricos sobre o Valor Relevante dos Ativos Intangíveis

A utilidade das informações financeiras tem sido constantemente expressa na literatura pelo termo valor relevante, termo que mede a utilidade dos dados contabilísticos a partir da perspectiva da avaliação patrimonial, permitindo aos investidores avaliar os títulos e tomar decisões racionais (Beisland 2009).

À medida que os mercados financeiros se expandem e se tornam mais complexos, os padrões contabilísticos tentam acompanhar essas mudanças. Constitui um desafio para a pesquisa contabilística fazer uma contribuição na abordagem de questões relevantes para a definição desses padrões (Barth et al. 2001).

Cazavan-Jeny 2003 analisou se as diferenças entre o valor de mercado e o valor contabilístico devem-se ao não reconhecimento dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras, baseando-se numa amostra de 470 empresas entre 1994 a 1999. O autor concluiu que o rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico da empresa aumentou, demonstrando que existe uma queda no valor relevante medidas contabilísticas tradicionais. A variável *goodwill* mostra uma correlação positiva e significativa, tendo assim valor relevante.

Kallapur e Kwan 2004 estudaram o valor relevante das marcas reconhecidas nas demonstrações financeiras, e basearam o seu estudo numa amostra de 33 empresas do Reino Unido. Os resultados permitiram concluir que o valor contabilístico das marcas reconhecidas tem valor relevante para o mercado.

Lenormand e Touchais 2008 analisaram se o valor relevante dos ativos intangíveis aumentou após a adoção das IFRS, baseando-se numa amostra de 160 empresas

francesas. Concluiu-se que a informação relativa aos ativos intangíveis identificados preparada de acordo com as IFRS é mais relevante para o mercado.

Chalmers et al. 2008 averiguaram se existe diferença entre o valor relevante dos ativos intangíveis reportados, antes e após a adoção das IFRS na Austrália. Os resultados permitiram concluir que a mudança para as IFRS permite fornecer informações sobre o *goodwill* com maior valor relevante para o mercado.

Shukor et al. 2009 analisaram a relevância dos ativos intangíveis não correntes das empresas da Malásia ao longo de um período de 12 anos, dividindo-se os dados da amostra em três períodos contabilísticos distintos: em 1990 assistiu-se a um período de contabilidade menos rigoroso; nos anos de 1997 e 1998 verificou-se um período de crise financeira e entre 1999 e 2001 deu-se uma recuperação económica. Os resultados obtidos concluem que o valor contabilístico do ativo intangível mostra uma correlação negativa com o valor de mercado das empresas em todos os períodos temporais analisados.

Morricone et al. 2009 analisaram se o valor relevante da informação contabilística dos ativos intangíveis é afetada pela adoção das IFRS, baseando-se numa amostra constituída por 267 empresas. Os resultados do estudo indicam que houve uma diminuição estatisticamente significativa no valor relevante dos ativos intangíveis após a mudança das normas italianas para as IFRS, tendo esta adoção um efeito negativo sobre o valor relevante do *goodwill*.

Sahut et al. 2011 analisaram a relevância dos valores contabilísticos transmitidos pelos ativos intangíveis durante a transição para as normas internacionais, baseando-se numa amostra de 1855 empresas cotadas na União Europeia, ao longo de seis períodos temporais (2002 a 2004, para o GAPP local e de 2005 a 2007, para as IFRS). Os resultados do estudo sugerem que o valor contabilístico dos outros ativos intangíveis é

maior de acordo com as IFRS do que de acordo com as normas locais. Contudo, o valor relevante do *goodwill* diminuiu após a adoção das IFRS. Os ativos intangíveis, exceto o *goodwill*, tem valor relevante.

Kimouche e Rouabhi 2016 estudaram se existe relação entre o valor contabilístico do ativo intangível e o valor de mercado das empresas, baseando-se numa amostra de 151 empresas francesas ao longo de nove anos. Os resultados indicam que os ativos intangíveis como um todo tem valor relevante, mas as amortizações e as perdas por imparidade dos ativos intangíveis não afetam os valores das empresas francesas no mercado, ao contrário dos ativos intangíveis e do *goodwill*, que afetam positivamente e substancialmente os valores das empresas francesas no mercado.

2.2. Estudos Empíricos sobre o Valor Relevante da Informação não Contabilística

As informações contabilísticas têm uma capacidade limitada para explicar o valor de mercado de uma empresa. A diferença entre o valor de mercado das empresas e o seu valor contabilístico levou a que muitos investigadores explorassem o valor relevante das informações não-contabilísticas (Lourenço et al. 2014).

O relatório financeiro devia concentrar-se nos fatores que criam valor. Assim os académicos propuseram que fossem incluídas informações de cariz não-contabilístico para que os utilizadores das demonstrações financeiras melhorassem a sua capacidade de avaliar e prever o desempenho financeiro (Behn e Riley 1997).

A inclusão deste tipo de indicadores permite aos investigadores chegar a conclusões sobre o valor relevante da informação disponibilizada (Sievers et al. 2013). Estes proporcionam vantagens sobre os contabilísticos, uma vez que permitem uma

abordagem estratégica de longo prazo em contraste com o curto prazo (Moneva e Cuellar 2009), são importantes nos sectores de alto crescimento da economia (Sievers et al. 2013), indicam como os principais negócios se desenvolvem (Behn e Riley 1997) e podem ser os melhores preditores de desempenho financeiro futuro (Ittner e Larcker 1998).

Jorion e Talmor 2001 estudaram o valor relevante das informações financeiras e não financeiras, além de também terem testado a evolução das estatísticas financeiras e não financeiras para as empresas da internet, baseando-se numa amostra de 295 empresas durante quatro anos. As principais conclusões são que o resultado líquido está positiva e significativamente correlacionado com o valor de mercado. O número de visualizações do site e o número de horas são variáveis significativas e com uma elevada relevância incremental. À medida que o sector amadurece, as variáveis resultado líquido, investigação e desenvolvimento ganham cada vez mais relevância. O valor relevante das medidas não financeiras tem diminuído ao longo do período de tempo analisado.

Graham et al. 2002 avaliam até que ponto as medidas financeiras e não financeiras da internet, são relevantes para explicar o valor das ações das empresas da internet, com base numa amostra constituída por 341 empresas da internet. Concluiu-se que o resultado líquido não foi significativo na determinação do valor de mercado das empresas da amostra, não sendo relevante para explicar o valor de mercado. O valor contabilístico tem um impacto modesto e significativo. No entanto, a variável número de visitantes foi significativa para explicar o valor de mercado.

Hand 2005 realizou um estudo acerca do valor relevante das informações das demonstrações financeiras e não financeiras dentro e entre os mercados de capital aberto de capital de risco pré e pós IPO, baseando-se numa amostra constituída por empresas de biotecnologia dos EUA, durante o período temporal entre 1992 e 2003.

Concluiu-se que as informações que resumem os dados que constam nas demonstrações financeiras estão correlacionadas com os valores de mercado. O valor relevante da informação incluída nas demonstrações financeiras aumenta à medida que as empresas amadurecem, capturando que o valor relevante das demonstrações financeiras aumenta de forma fiável, enquanto que o valor relevante das informações não financeiras diminui de forma fiável.

Hassel et al. 2005 estudaram se a informação ambiental recomendada pela Sociedade Sueca de Analistas Financeiros é suscetível de afetar os ganhos futuros esperados das empresas cotadas na Suécia. Verifica-se que nas demonstrações financeiras, que as medidas contabilísticas tradicionais fornecem informações relevantes para os investidores. O desempenho ambiental tem um poder explicativo incremental e esta variável tem uma influência negativa sobre o valor de mercado das empresas.

Matolcsy e Wyatt 2008 tiveram como objetivo estudar a correlação entre o valor de mercado e as variáveis não financeiras ligadas à inovação tecnológica, com base numa amostra constituída por 12.594 empresas no período entre 1990 e 2000. As principais conclusões sugerem que as informações das variáveis tecnológicas acrescentam valor para o mercado, para além do que é refletido nas medidas contabilísticas tradicionais.

Semenova et al. 2009 tiveram como objetivo estudar se o desempenho ambiental e social se reflete no valor de mercado das empresas cotadas em Estocolmo. Estes autores concluíram que o valor do desempenho ambiental se apresenta relevante aos níveis agregado e subagregado. Já na dimensão social, o apoio é encontrado para as relações entre o cliente e o fornecedor.

Aghabekyan 2010 estudaram a relação entre o valor de mercado das empresas baseadas no índice NASDAQ QNET da internet, das diferentes componentes das

demonstrações financeiras, e dos *drivers* de valor não financeiro, o período analisado corresponde ao primeiro trimestre de 2009 até ao segundo trimestre de 2010.

Três modelos foram desenvolvidos. O primeiro modelo concluiu que o valor contabilístico do capital próprio, o resultado antes de juros e impostos, o resultado líquido e os gastos em investigação e desenvolvimento são variáveis relevantes do modelo. Já as variáveis fluxo de caixa operacional e o ranking *Alexa* não são relevantes. No segundo modelo, não se encontrou uma correlação significativa entre a variação do valor de mercado, o resultado líquido, o valor contabilístico do capital próprio e o fluxo de caixa operacional. Por fim, no último modelo, conclui que a inclusão do *ranking Alexa* já se encontra refletido no valor de mercado.

Gu e Li 2010 estudaram se as despesas com publicidade das empresas farmacêuticas têm valor relevante, baseando-se numa amostra de 4.966 empresas para o período entre 1995 e 2004. Conclui-se que os investidores consideram a publicidade uma fonte de benefícios económicos futuros. Constatou-se ainda que as despesas com publicidade não estão relacionadas de forma significativa com a incerteza dos lucros futuros.

Chapple *et al.* 2013 estudaram o efeito da introdução de direitos de emissão de CO₂ no valor de mercado das empresas, com base nas 58 maiores, mais lucrativas e menos arriscadas empresas australianas a partir de 2007. A principal conclusão sugere que o valor de mercado é afetado com uma maior penalização para as empresas que apresentam uma maior emissão de dióxido de carbono.

Lourenço *et al.* 2014 investigaram se a avaliação de mercado das duas medidas contabilísticas é maior para empresas líderes em sustentabilidade, quando comparado com empresas que não tem essa liderança. A análise empírica baseia-se nas maiores 600 empresas dos EUA no índice *Global Dow Jones Global Market (DJGTSM)* no final de 2010. As principais conclusões são que a reputação da sustentabilidade influencia a

perceção das partes interessadas sobre uma empresa. As medidas contabilísticas tradicionais, por si só, têm apenas uma capacidade limitada de comunicar o valor de uma empresa aos investidores.

Zuraida et al. 2015 investigaram o impacto da divulgação ambiental, social e governamental (ESG) das empresas sobre o valor de mercado, utilizando uma amostra de empresas não financeiras em 38 países durante o período entre 2008 e 2012. Concluiu-se que existe uma correlação positiva e significativa entre as variáveis de interesse e o valor de mercado. A divulgação ESG, tanto a nível individual como a nível agregado, tem valor relevante.

Scaltrito 2016 teve como objetivo avaliar o nível de divulgação voluntária e compreender a relação entre a qualidade da divulgação voluntária e o valor de mercado das empresas italianas cotadas. A amostra é constituída por 203 relatórios anuais de empresas italianas para o ano de 2012 e 7.714 itens de divulgação voluntária. Os resultados mostram que um maior nível de divulgação voluntária afeta o valor de mercado de forma positiva e significativa.

3. Desenho da Investigação

3.1. Amostra e Dados

A análise empírica utiliza a lista “The World's Most Valuable Brands” da Forbes para identificar o valor de mercado das 500 marcas mais valiosas no final de 2014 e 2015.

A *Brand Finance* no relatório *Global 500* (2015) determinou o valor de uma marca utilizando o índice de força da mesma, o *royalty relief* e as receitas da marca. O índice

de força de uma marca atribui a cada uma delas uma escala entre 0 e 100 baseada no investimento em marketing, no património da marca e, no impacto daqueles sobre o desempenho do negócio. Relativamente às receitas da marca, determina-se as receitas específicas através da estimação de uma proporção das receitas da empresa-mãe atribuível a cada marca em específico e prevê-se as receitas específicas de cada marca utilizando uma função de receitas históricas, previsões de analistas e taxas de crescimento económico. Por fim, aplica-se a taxa *royalty* às receitas previstas para se obter as receitas finais.

Para a análise empírica, identificou-se o nome das empresas-mãe detentoras de cada marca, sendo apenas analisadas as empresas que apresentam as suas demonstrações financeiras de acordo com as IFRS ou de acordo com as US GAAP. São utilizados dados de 2 anos, 2014 e 2015, pelo que a amostra compreende 685 observações relativas a 342 empresas em 2014 e 343 em 2015. Os dados contabilísticos e os dados de mercado de cada uma das empresas foram recolhidos a partir da base de dados *Thomson Reuters Datastream*.

A Tabela 1 apresenta a decomposição da amostra por indústria, de forma global e separadamente para as empresas que aplicam cada um dos normativos contabilísticos. Quando analisadas em conjunto, o sector industrial é o que apresenta um maior número de observações (30.8%), seguindo-se o sector de finanças e seguros, o sector comercial e o sector de *utilities*.

Tabela 1. Decomposição da amostra por indústria

Indústrias	IFRS		US GAAP		Total	
	N	%	N	%	N	%
Mínério e Construção	26	6.8	2	0.7	28	4.1
Industrial	105	27.5	106	35.0	211	30.8
Comercial	91	23.8	53	17.5	144	21.0

<i>Utilities</i>	43	11.3	51	16.8	94	13.7
Finanças e Seguros	107	28.0	50	16.5	157	22.9
Serviços	10	2.6	41	13.5	51	7.5
Total	382	100	303	100	685	100

A Tabela 2 apresenta a decomposição da amostra por país de forma global e separadamente para as empresas que aplicam cada um dos normativos contábilísticos. Os países mais representativos da amostra e que aplicam o normativo contábilístico IFRS são o Reino Unido (14.4%), seguindo-se a França (12%), a China (11.5%) e por fim a Alemanha (9.4%). Apenas em 5 países (Canadá, China, EUA, Japão e Suíça) existem empresas que aplicam o normativo contábilístico US GAAP, com claro predomínio dos EUA (90.8%).

Tabela 2. Decomposição da amostra por país e normas aplicadas

Países	IFRS		US GAAP		Total	
	N	%	N	%	N	%
África do Sul	2	0.5	0	0.0	2	0.3
Alemanha	36	9.4	0	0.0	36	5.3
Austrália	14	3.7	0	0.0	14	2.0
Bélgica	4	1.0	0	0.0	4	0.6
Brasil	10	2.6	0	0.0	10	1.5
Canadá	24	6.3	4	1.3	28	4.1
China	44	11.5	1	0.3	45	6.5
Coreia do Sul	17	4.5	0	0.0	17	2.5
Dinamarca	1	0.3	0	0.0	1	0.1
Emirados Árabes Unidos	2	0.5	0	0.0	2	0.3
Espanha	14	3.7	0	0.0	14	2.0
EUA	2	0.5	275	90.8	277	40.4
Finlândia	2	0.5	0	0.0	2	0.3
França	46	12.0	0	0.0	46	6.7
Holanda	17	4.5	0	0.0	17	2.5
Hong Kong	6	1.6	0	0.0	6	0.9

Países	IFRS		US GAAP		Total	
	N	%	N	%	N	%
Índia	6	1.6	0	0.0	6	0.9
Itália	14	3.7	0	0.0	14	2.0
Japão	16	4.2	17	5.6	33	4.8
Luxemburgo	2	0.5	0	0.0	2	0.3
Malásia	2	0.5	0	0.0	2	0.3
México	3	0.8	0	0.0	3	0.4
Noruega	6	1.6	0	0.0	6	0.9
Portugal	2	0.5	0	0.0	2	0.3
Reino Unido	55	14.4	0	0.0	55	8.0
Rússia	11	2.9	0	0.0	11	1.6
Suécia	12	3.1	0	0.0	12	1.8
Suíça	12	3.1	6	2.0	18	2.7
Total	382	100	303	100	685	100

3.2. Método de pesquisa

Com o objetivo de estudar o valor relevante das informações contabilísticas, utiliza-se o modelo de Ohlson (1995) refletido no modelo (1).

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 NI_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

onde P é a capitalização de mercado da empresa, BV representa o seu valor contabilístico (capital próprio) e NI representa o resultado líquido. Todas as variáveis são expressas por ação.

Com a finalidade de investigar se o valor de mercado das marcas divulgado pela Forbes tem valor relevante para o mercado, para além das variáveis que sintetizam a

informação que é apresentada nas demonstrações financeiras (valor contabilístico do capital próprio e resultado líquido), utiliza-se o seguinte modelo (2).

$$\begin{aligned} P_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 NI_{it} + \alpha_3 US GAAP + \alpha_4 BV US GAAP_{it} \\ & + \alpha_5 NI US GAAP_{it} + \alpha_6 TRADEMARK_{it} + \alpha_7 LEVERAGE_{it} \\ & + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 SIZE_{it} + \alpha_{10} NET SALES_{it} + \alpha_{11} LN GDP_{it} \\ & + \alpha_{12} LN MK_{it} + \alpha_{13} IND_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \tag{2}$$

A principal variável independente usada neste modelo é a variável TRADEMARK, que representa o valor de mercado das marcas das empresas divulgadas na lista da Forbes, também deflacionada pelo número de ações da empresa. Espera-se que o coeficiente da variável TRADEMARK ($\alpha_6 > 0$) seja positivo e estatisticamente significativo, indicando que o valor de mercado das marcas divulgado pela Forbes tem valor relevante para o mercado, para além do capital próprio e do resultado líquido.

Considerando que a amostra compreende empresas que aplicam as IFRS e empresas que aplicam as US GAAP, o modelo contempla também 3 variáveis (US GAAP, BV US GAAP e NI US GAAP) que permite que os coeficientes das variáveis capital próprio (BV) e resultado líquido (NI) possam variar em função do normativo contabilístico aplicado.

Contudo, foram usadas outras variáveis independentes com o objetivo de controlar as características da empresa e as características dos países que também possam influenciar o valor de mercado das empresas. Relativamente às características das empresas, são usadas as variáveis LEVERAGE (total da dívida do final do ano dividida pelo total de ativos no final do ano), ROA (rentabilidade dos ativos), SIZE (logaritmo natural do total de ativos no final do ano), NET SALES (crescimento anual médio das

vendas nos últimos 3 anos) e por fim, a variável IND (que corresponde à classificação da empresa em termos da indústria onde está posicionada). Por outro lado, relativamente aos países, são usadas as variáveis LN GDP (logaritmo natural do PIB per capita do país) e o LN MK (logaritmo natural da capitalização de mercado das empresas cotadas em bolsa no país).

4. Resultados

4.1. Estatística Descritiva e Correlações

A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva das variáveis contínuas incluídas no modelo (2), considerando toda a amostra e também as subamostras de 382 e 303 empresas que aplicam as IFRS ou US GAAP, respetivamente. Ao comparar os dois subgrupos de empresas, conclui-se que no subgrupo de empresas que aplicam os US GAAP as variáveis analisadas apresentam maior média (exceto as variáveis LEVERAGE e SIZE). Para a igualdade de médias do teste paramétrico t que mostra que os valores médios são estatisticamente diferentes para todas as variáveis, este resultado é consistente.

Tabela 3. Estatística Descritiva

	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Todas as empresas (n = 685)					
P	48.279	37.585	45.375	0.026	263.040
BV	20.256	13.493	21.010	0.035	116.672
NI	2.649	1.937	2.970	-5.535	17.601
TRADEMARK	9.739	6.534	12.484	0.055	158.283
LEVERAGE	0.678	0.685	0.203	0.102	0.997
ROA	0.049	0.036	0.056	-0.131	0.328

	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
SIZE	18.081	17.903	1.562	10.219	21.952
NET SALES	4.590	2.640	13.269	38.990	137.040
LN GDP	10.631	10.745	0.442	8.643	11.532
LN MK	15.443	15.404	1.536	10.450	17.037
Empresas que aplicam IFRS (n = 382)					
P	31.236	16.981	38.441	0.026	244.008
BV	18.248	9.260	22.473	0.035	116.672
NI	1.784	0.875	2.696	-5.535	17.601
TRADEMARK	7.635	3.568	12.493	0.055	158.283
LEVERAGE	0.697	0.702	0.208	0.157	0.969
ROA	0.036	0.024	0.050	-0.131	0.280
SIZE	18.359	18.227	1.642	10.219	21.952
NET SALES	4.272	2.910	12.448	30.940	137.040
LN GDP	10.427	10.589	0.493	8.643	11.532
LN MK	14.327	14.355	1.056	10.450	17.037
Empresas que aplicam US GAAP (n = 303)					
P	69.764	61.090	44.365	3.649	263.040
BV	22.788	16.510	18.737	0.062	91.343
NI	3.739	3.157	2.945	-4.609	13.657
TRADEMARK	12.392	9.120	11.975	0.531	124.183
LEVERAGE	0.655	0.662	0.194	0.102	0.997
ROA	0.066	0.056	0.059	-0.103	0.328
SIZE	17.731	17.626	1.380	14.610	21.668
NET SALES	4.992	2.520	14.248	38.990	136.310
LN GDP	10.889	10.904	0.126	9.492	11.011
LN MK	16.850	17.037	0.613	14.234	17.037

P é a capitalização de mercado da empresa, BV é o seu valor contabilístico (capital próprio), NI é o resultado líquido, TRADEMARK é o valor de mercado das marcas divulgada na lista da Forbes, LEVERAGE é o total da dívida do final do ano dividida pelo total de ativos no final do ano, ROA é a rentabilidade dos ativos, SIZE é o logaritmo natural do total de ativos no final do ano, NET SALES é o crescimento anual médio das vendas nos últimos 3 anos, LN GDP é o logaritmo natural do PIB per capita do país, LN MK é o logaritmo natural da capitalização de mercado das empresas cotadas em bolsa no país.

Relativamente às medidas contabilísticas tradicionais (capital próprio e resultado líquido), e considerando a amostra global, verifica-se que em média o BV é 20.256 dólares e o NI é 2.649 dólares. Para as empresas que aplicam as IFRS, o capital próprio

e o resultado líquido assumem em média valores iguais a 18.248 dólares e 1.784 dólares, respetivamente. Relativamente às empresas que aplicam as US GAAP, estes valores correspondem a 22.788 dólares e de 3.739 dólares, respetivamente.

A variável TRADEMARK, assume em média valores de 9.739, 7.635 e 12.392 dólares, respetivamente quando se considera a amostra global, as empresas que aplicam as IFRS e as empresas que aplicam as US GAAP.

Considerando a amostra global, verifica-se que em média o LEVERAGE é 67.8%, e que a rentabilidade dos ativos é 4.9%, e o crescimento das vendas é 459%. Por outro lado, considerando a amostra que inclui apenas as normas IFRS verifica-se que em média o LEVERAGE é 69.7%, e a rentabilidade dos ativos é 3.6%, e o crescimento das vendas é 427.2%. Para a amostra que inclui apenas as normas US GAAP, verifica-se que em média o LEVERAGE é 65.5%, e que a rentabilidade dos ativos é 6.6%, e o crescimento das vendas é 499.2%.

A Tabela 4 apresenta os coeficientes de correlação entre as variáveis contínuas incluídas no modelo (2). Consistente com os resultados estabelecidos na literatura contabilística, o valor da capitalização de mercado da empresa é positivo e estatisticamente correlacionado com o BV (0.496) e o NI (0.707). A principal variável independente usada no modelo (TRADEMARK) está positivamente correlacionada (0.602) com o valor da capitalização de mercado da empresa. Esta última variável também está significativamente correlacionada com o ROA (0.309), NET SALES (0.095), LN GDP (0.376) e LN MK (0.363).

Tabela 4. Matriz de Correlação para as variáveis contínuas

	P	BV	NI	TRADEMARK	LEVERAGE	ROA	SIZE	NET SALES	LN GDP
P	1	-	-	-	-	-	-	-	-
BV	.496**	1	-	-	-	-	-	-	-
NI	.707**	.567**	1	-	-	-	-	-	-
TRADEMARK	.602**	.438**	.404**	1	-	-	-	-	-
LEVERAGE	-.131**	-.069	-.018	-.062	1	-	-	-	-
ROA	.309**	-.138**	.379**	.140**	-.441**	1	-	-	-
SIZE	-.223**	.170**	-.040	-.301**	.520**	-.480**	1	-	-
NET SALES	.095*	-.095*	-.049	.040	-.134**	.086*	-.192**	1	-
LN GDP	.376**	.210**	.300**	.207**	-.007	.107**	-.148**	-.183**	1
LN MK	.363**	.048	.298**	.170**	-.084*	.270**	-.143**	.073	.317**

P é a capitalização de mercado da empresa, BV é o seu valor contábilístico (capital próprio), NI é o resultado líquido, TRADEMARK é o valor de mercado das marcas divulgada na lista da Forbes, LEVERAGE é o total da dívida do final do ano dividida pelo total de ativos no final do ano, ROA é a rentabilidade dos ativos, SIZE é o logaritmo natural do total de ativos no final do ano, NET SALES é o crescimento anual médio das vendas nos últimos 3 anos, LN GDP é o logaritmo natural do PIB per capita do país, LN MK é o logaritmo natural da capitalização de mercado das empresas cotadas em bolsa no país

** , * representa significância estatística a 1% e a 5%.

4.2. Resultados da Regressão

A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão que resulta da estimação OLS do modelo (2). A coluna C1 inclui todas as variáveis. Na coluna C2 foi retirada a variável independente TRADEMARK. As estimativas dos coeficientes da coluna 1 para as variáveis BV e NI são ambas positivas tendo o sinal esperado (0.169 e 6.427). Na coluna 2 os coeficientes BV e NI também são positivos (0.615 e 6.611).

Tabela 5. Resultados da regressão OLS

	C1	C2
Constante	-103.005**	-54.433
BV	0.169*	0.615***
NI	6.427***	6.611***
TRADEMARK	1.153***	-
US GAAP	5.965	9.946*
BV US GAAP	0.103	-0.211
NI US GAAP	0.741	1.432
LEVERAGE	5.456	21.491**
ROA	12.947	10.783
SIZE	0.319	-3.194***
NET SALES	0.391***	0.424***
LN GDP	10.383***	9.622***
LN MK	-0.125	0.749
R ² Ajustado	0.685	0.629
F value	88.630***	73.448***

Regressão OLS realizada com efeito indústria. Variável dependente: P (capitalização de mercado da empresa). Variáveis independentes: BV (representa o valor contabilístico do capital próprio); NI (representa o resultado líquido); TRADEMARK (representa o valor de mercado das marcas divulgada na lista da Forbes); US GAAP (representa as empresas que aplicam as normas US GAAP); BV US GAAP (representa o valor contabilístico do capital próprio das empresas que aplicam as US GAAP); NI US GAAP (representa o valor do resultado líquido das empresas que aplicam as US GAAPP); LEVERAGE (representa o total da dívida do final do ano dividida pelo total de ativos no final do ano); ROA (representa a rentabilidade dos ativos); SIZE (representa o logaritmo natural do total de ativos no final do ano); NET SALES (representa o crescimento anual médio das vendas nos últimos 3 anos); LN GDP (representa o logaritmo natural do PIB per capita do país); LN MK (representa o logaritmo natural da capitalização de mercado das empresas cotadas em bolsa no país)

***, **, * representa significância estatística a 1%, 5% e 10%

Como esperado, quando incluído na análise, o valor de mercado das marcas das empresas divulgadas na Forbes é positivo e estatisticamente significativo (coeficiente: 1.153 e $p\text{-value} < 0.01$), o que significa que o valor de mercado das marcas divulgado pela Forbes tem valor relevante para o mercado, para além das medidas contabilísticas tradicionais.

Em termos de BV, e quando se compara a coluna 1 e a coluna 2, o valor do coeficiente apresenta diferenças significativas. Utilizando o valor de mercado das marcas das empresas divulgadas na Forbes, este valor é positivo e estatisticamente significativo, com um $p\text{-value}$ associado de 10% (coeficiente: 0.169 e $p\text{-value}$: 0.068). Por outro lado, quando o valor de mercado das marcas é retirado, o seu coeficiente aumenta 0.446, mas o seu $p\text{-value}$ é agora inferior a 1%. Isto acontece porque ao utilizar-se o valor de mercado das marcas, poderemos estar a incorrer na duplicação de alguns valores que fazem parte do valor contabilístico do capital próprio que aparece nas demonstrações financeiras.

Por outro lado, o coeficiente NI é positivo e estatisticamente significativo quando a análise é feita com o valor de mercado das marcas das empresas divulgadas na Forbes (coeficiente: 6.427 e $p\text{-value} < 0.01$), ou quando não se utiliza este valor (coeficiente: 6.611 e $p\text{-value} < 0.01$).

As variáveis BV US GAAP e NI US GAAP não são estatisticamente significativas o que indica que não há diferença na forma como o mercado valoriza os valores contabilísticos (capital próprio e resultado líquido) preparados de acordo com as US GAAP e de acordo com as IFRS.

Os coeficientes das variáveis NET SALES e LN GDP são positivos e estatisticamente significativos ao nível de significância de 1%, o que indica que as

empresas com maior crescimento das vendas e as empresas de países com maior PIB per capita têm maior valor de mercado.

As restantes variáveis de controlo não são estatisticamente significativas no modelo que inclui a variável TRADEMARK.

No primeiro modelo, 68.5% da variabilidade encontrada para a capitalização de mercado da empresa é explicada pelas variáveis independentes e os restantes 31.5% deve-se a outros fatores. Para um valor de F de 88.630, o modelo é estatisticamente significativo a 1%. Já na coluna 2, 62.9% da variabilidade encontrada para a capitalização de mercado da empresa é explicada pelas variáveis independentes e os restantes 37.1% deve-se a outros fatores. Para um valor de F de 73.448, o modelo é estatisticamente significativo a 1%. No geral o modelo apresentado em C1 é melhor relativamente a C2, ou seja, é melhor utilizar-se a variável independente do valor de mercado das marcas das empresas divulgadas na Forbes.

Também se efetuou uma análise separada para as empresas que aplicam as IFRS e para as empresas que aplicam os US GAAP.

A Tabela 6 apresenta os resultados da regressão que resulta da estimação OLS do modelo (2), excluindo a variável US GAAP e as duas interações desta com os valores contabilísticos capital próprio e resultado líquido. A coluna C1 inclui todas as empresas que aplicam as IFRS e a coluna C2 inclui as empresas que aplicam as US GAAP. As estimativas dos coeficientes para as variáveis BV e NI são ambas positivas tendo o sinal esperado (0.236 e 0.615, para a coluna 1 e 6.345 e 6.096, para a coluna 2). Estas duas variáveis quando analisadas em separado, permitem obter as mesmas conclusões uma vez que os coeficientes são positivos e o *p-value* associado é estatisticamente significativo a 1%.

Tabela 6. Resultados da regressão OLS, (IFRS vs US GAAP)

	IFRS (n = 382)	US GAAP (n = 303)
Constante	-73.808**	99.886
BV	0.236***	0.615***
NI	6.345***	6.096***
TRADEMARK	0.884***	1.273***
LEVERAGE	-4.170	42.038***
ROA	45.906	42.894
SIZE	0.947	-0.555
NET SALES	0.071	0.799***
LN GDP	8.815***	-21.259
LN MK-C	-1.157	7.685**
R ² Ajustado	0.725	0.570
F value	72.728 (0.000)	29.539 (0.000)

Regressão OLS realizada com efeito indústria. Variável dependente: P (capitalização de mercado da empresa). Variáveis independentes: BV (representa o valor contabilístico do capital próprio); NI (representa o resultado líquido); TRADEMARK (representa o valor de mercado das marcas divulgada na lista da Forbes); LEVERAGE (representa o total da dívida do final do ano dividida pelo total de ativos no final do ano); ROA (representa a rentabilidade dos ativos); SIZE (representa o logaritmo natural do total de ativos no final do ano); NET SALES (representa o crescimento anual médio das vendas nos últimos 3 anos); LN GDP (representa o logaritmo natural do PIB per capita do país); LN MK (representa o logaritmo natural da capitalização de mercado das empresas cotadas em bolsa no país)

***, **, * representa significância estatística a 1%, 5% e 10%.

A principal variável independente do modelo, TRADEMARK, que corresponde ao valor de mercado das marcas divulgado pela Forbes deflacionado pelo número de ações, tem em ambas as colunas um coeficiente positivo (0.884 e 1.273, coluna 1 e coluna 2, respetivamente) e estatisticamente significativa ($p\text{-value} < 0.01$).

Quando se utiliza o normativo contabilístico IFRS, 72.5% da variabilidade encontrada para a capitalização de mercado da empresa é explicada pelas variáveis independentes e os restantes 27.5% deve-se a outros fatores. Para um valor de F de 72.728, o modelo é estatisticamente significativo a 1%. Quando se utiliza o normativo contabilístico US GAAP, 57% da variabilidade encontrada para a capitalização de

mercado da empresa é explicada pelas variáveis independentes e os restantes 43% deve-se a outros fatores. Para um valor de F de 29.539, o modelo é estatisticamente significativo a 1%.

5. Conclusão

Este estudo tem como objetivo determinar se o valor de mercado das marcas divulgado pela Forbes tem valor relevante para os acionistas das empresas que detêm essas marcas, para além das variáveis que sintetizam a informação que é apresentada nas demonstrações financeiras.

A análise empírica utiliza a lista “The World's Most Valuable Brands” da Forbes para identificar o valor de mercado das 500 marcas mais valiosas no final de 2014 e 2015, compreendendo 685 observações relativas a 342 empresas em 2014 e 343 em 2015. Foram identificadas as empresas determinantes dessas marcas e foram recolhidas as respetivas demonstrações financeiras. Consideraram-se apenas as empresas que apresentam as suas demonstrações financeiras de acordo com os normativos contabilísticos IFRS ou US GAAP.

Os resultados deste estudo são consistentes com as evidências empíricas anteriores como, Jorion e Talmor 2001, Graham et al. 2002, Kallapur e Kwan 2004, Hassel et al. 2005, Matolcsy e Wyatt 2008, Semenova et al. 2009, Aghabekyan 2010, Gu e Li 2010, Sahut et al. 2011, Chapple et al. 2013, Lourenço et al. 2014 e Kimouche e Rouabhi 2016, que referem que o valor da capitalização de mercado da empresa está estatisticamente correlacionado com o valor contabilístico do capital próprio e o resultado líquido e que as estimativas dos coeficientes das medidas contabilísticas tradicionais são positivas e estatisticamente significativas.

Quando incluído na análise, o valor das marcas das empresas divulgadas na lista da Forbes tem valor relevante para o mercado para além das medidas contabilísticas tradicionais. Mesmo não estando refletido nas demonstrações financeiras, o valor de mercado das marcas afeta o valor de mercado das ações das empresas detentoras dessas marcas.

Este estudo contribui para a literatura sobre o valor relevante dos ativos intangíveis (Morricone et al. 2009, Sahut et al. 2011 e Kimouche e Rouabhi 2016), ao proporcionar evidência de que o mercado vê as marcas como uma importante fonte de valor das empresas.

Este estudo contribui também para a literatura sobre o valor relevante da outra informação, além do capital próprio e do resultado líquido das empresas (Lourenço et al. 2014, Zuraida et al. 2015 e Scaltrito 2016), ao demonstrar empiricamente que o valor de mercado das marcas determinado por uma entidade independente (Forbes) é relevante para os investidores.

6. Referências Bibliográficas

- Aghabekyan, L., 2010. Value-relevance of Financial and Non-financial Information for the Publicly Traded Internet- based Companies in the Post-Sarbanes-Oxley Period.
- Antunes, M.& & Leite, R., 2008. Disclosure of Information on Intangible Assets and their Usefulness in Investment Analysis. *Revista Universo Contabilístico*, 4(4), pp.22–38.
- Barth, M.E., Beaver, W.H. & Landsman, W., 2001. The Relevance of the Value Relevance Literature For Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), pp.77–104.

- Behn, B. & Riley, R., 1999. Using Nonfinancial Information to Predict Financial Performance: The Case of the U.S. Airline Industry. *Journal of Accountig, Auditing and Finance*, 14(1), pp.29–56.
- Beisland, L.A., 2009. A Review of the Value Relevance Literature. *The Open Business Journal*, 2(1), pp.7–27.
- Brand Finance, 2015. The annual report on the world's most valuable global brands.
- Cazavan-Jeny, A., 2003. Value-Relevance of Expensed and Capitalized Intangibles – a French Survey.
- Chalmers, K., Godfrey, J.M. & Clinch, G., 2008. Adoption of International Financial Reporting Standards: Impact on the Value Relevance of Intangible Assets. *Australian Accounting Review*, 18(3), pp.237–247.
- Chapple, L., Clarkson, P.M. & Gold, D.L., 2013. The Cost of Carbon: Capital Market Effects of the Proposed Emission Trading Scheme (ETS). *Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 49(1), pp.1–33.
- Graham, C.M., Cannice, M. V & Sayre, T.L., 2002. The Value-Relevance of Financial and Non-financial Information for Internet Companies. *Thunderbird International Business Review*, 44(1), pp.47–70.
- Gu, F. & Li, J., 2010. The Value-Relevance of Advertising: Evidence from Pharmaceutical Industry. *Journal of Accountig, Auditing and Finance*, 25(1), pp.85–120.
- Hand, J.R.M., 2005. The Value Relevance of Financial Statements in Venture Capital Market. *The Accounting Review*, 80(2), pp.613–648.
- Hassel, L., Nilsson, H. & Nyquist, S., 2005. The Value Relevance of Environmental Performance. *European Accounting Review*, 14(1), pp.41–61.
- Ittner, C. & Larcker, D., 1998. Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of

- Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction. *Journal of Accounting Research*, 36.
- Jorion, P. & Talmor, E., 2001. Value Relevance of Financial and Non Financial Information in Emerging Industries: The Changing Role of Web Traffic Data.
- Kallapur, S. & Kwan, S.Y.S., 2004. The Value Relevance and Reliability of Brand Assets Recognized by U.K Firms. *The Accounting Review*, 79(1), pp.151–172.
- Kayo, E. & Kimura, H., 2008. The Determinants of Intangibility. *Revista de Administração Mackenzie*, 7(3), pp.112–130.
- Kimouche, B. & Rouabhi, A., 2016. The Impact of Intangibles on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from French Companies. *OmniaScience*, 12(2), pp.506–529.
- Lenormand, G., & Touchais, L., 2008. La Pertinence des Actifs Incorporels avec les IFRS. *Finance Contrôle Stratégie*, 11(2), pp.173–201.
- Lourenço, I.C. et al., 2014. The Value Relevance of Reputation for Sustainability Leadership. *J Bus Ethics*, 119, pp.17–28.
- Matolcsy, Z. & Wyatt, A., 2008. The Association between Technological Conditions and the Market Value of Equity. *The Accounting Review*, 83(2), pp.479–518.
- Moneva, J. & Cuellar, B., 2009. The Value Relevance of Financial and Non-Financial Environmental Reporting. *Environ Resource Econ*, 44, pp.441–456.
- Morricone, S., Oriani, R. & Sobrero, M., 2009. The Value Relevance of Intangible Assets and the Mandatory Adoption of IFRS.
- Nascimento, E.M. et al., 2012. Intangible Assets: Impact Analysis of Intangibility Degree in Business Performance Indicators. In *Encontro Nacional de Engenharia de Produção (ENEGEP)*. pp. 37–52.
- Sahut, J.M., Boulerne, S., & Frédéric, T., 2011. Do IFRS provide better information

about intangibles in Europe? *Review of Accounting and Finance*, 10(3), pp.267–290.

Scaltrito, D., 2016. Is Voluntary Disclosure Value Relevant? Evidence from Italian Listed Companies. *The International Journal of Business and Finance Research*, 10(2), pp.17–30.

Semenova, N., Hassel, L.G. & Nilsson, H., 2009. *The Value Relevance of Environmental and Social Performance: Evidence from Swedish SIX 300 Companies*,

Shukor, Z. et al., 2009. The Value Relevance of Intangible Non-Current Assets During Different Economic Conditions and Accounting Environments. *Malaysian Accounting Review*, 8(2), pp.43–66.

Sievers, S., Mokwa, C.F. & Keienburg, G., 2013. The Relevance of Financial versus Non-Financial Information for the Valuation of Venture Capital-Backed Firms. *European Accounting Review*, 22(3), pp.467–511.

Zuraida, Z., Houge, N. & Zijl, T., 2015. Value Relevance of Environmental, Social and Governance Disclosure. *International Journal of Accounting Research Symposium*, pp.1–59.