

O VALOR RELEVANTE DA INFORMAÇÃO DIVULGADA
PELA FORBES SOBRE AS MARCAS MAIS VALIOSAS DO
MUNDO

Ana Sofia Rolão Inácio

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Contabilidade

Orientadora:

Prof.^ª Dr.^ª Isabel Lourenço,

Prof.^ª Associada com Agregação, ISCTE Business School - Departamento de
Contabilidade

junho 2017

Agradecimentos

A realização desta dissertação de mestrado só foi possível devido ao apoio dos que me rodeiam, e que permitiram que tal se tornasse possível e às quais estarei eternamente grata.

Em primeiro lugar, quero agradecer à Professora Dr^a. Isabel Lourenço, pelo ano magnífico que me proporcionou, pela disponibilidade e conhecimento transmitido. A qualidade deste trabalho deve-se muito à forma como fui orientada.

Ao Alexandre, pelo companheirismo, força e motivação e por me fazer acreditar que concluiria com sucesso esta etapa académica.

De uma forma geral agradeço à minha família, agradecendo de um modo particular ao meu primo Hugo, que está sempre presente quando preciso e aos meus avós por tudo o que transmitiram aos meus pais e que por sua vez me transmitiram a mim.

À minha irmã, a minha melhor amiga, por me ensinar a viver sempre com alegria e por conseguir animar-se sempre que preciso. As suas palavras de carinho e motivação fazem com que queira ser sempre melhor e um exemplo para ela.

Por último, dirijo um agradecimento especial aos meus pais que acreditaram sempre em mim, por todo o apoio emocional e financeiro ao longo dos últimos anos. Sei que não tem sido fácil, mas mostraram-me que com esforço e dedicação tudo se consegue.

Dedico este trabalho aos meus pais e mana, sem eles não era de todo possível!

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 para 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 contabilístico do capital próprio e o resultado líquido e que as estimativas dos coeficientes das medidas contabilísticas tradicionais (valor contabilístico 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 contabilísticas tradicionais.

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

Classificação JEL: M41, G32

Abstract

This study aims to determine if the market value of the brands disclosed by Forbes has relevant value for the shareholders of the companies beyond the variables that synthesize the information that is presented in the Financial Statements.

A sample comprising 685 observations (2014 and 2015) for companies included in Forbes' "The World's Most Valuable Brands" list was used.

The results of this study allow us to conclude that the value of the company's market capitalization is statistically correlated with the book value of equity and the net income and that estimates of the coefficients of traditional accounting measures (book value of equity and net income) are positive and statistically significant. When included in the analysis, the value of corporate brands disclosed in Forbes' list also has market value, in addition to traditional accounting measures.

Keywords: Relevant Value; Market Value; Brands; Forbes.

JEL Classification: M41, G32

Índice

1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	3
2.1. Estudos Empíricos sobre o Valor Relevante dos Ativos Intangíveis	3
2.2. Estudos Empíricos sobre o Valor Relevante da Informação não Contabilística	9
3. Desenho da Investigação	21
3.1. Amostra e Dados	21
3.2. Método de pesquisa	24
4. Resultados	26
4.1. Estatística Descritiva e Correlações	26
4.2. Resultados da Regressão	30
5. Conclusões, Limitações e Sugestões de Investigação Futura	34
6. Referências Bibliográficas	36
7. Anexos	39

Índice Tabelas

Tabela 1 Objetivos, amostra e principais resultados dos estudos empíricos sobre o valor relevante dos ativos intangíveis	7
Tabela 2 Objetivos, amostra e principais resultados dos estudos empíricos sobre o valor relevante da informação não contabilística.....	16
Tabela 3 Decomposição da amostra por indústria	22
Tabela 4 Decomposição da amostra por país e normas aplicadas	23
Tabela 5 Estatística Descritiva.....	26
Tabela 6 Matriz de Correlação para as variáveis contínuas.....	29
Tabela 7 Resultados da regressão OLS.....	31
Tabela 8 Resultados da regressão OLS, separadamente para as empresas que aplicam as IFRS e os US GAAP.....	32
Tabela 9 Matriz de Correlação para as variáveis contínuas.....	39

Abreviaturas

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CO2 – Dióxido de Carbono

Dummy - Variável categórica que foi transformada em numérica

EUA – Estados Unidos da América

FASB - *Financial Accounting Standards Board*

GAAP - *Generally Accepted Accounting Principles* (Princípios de Contabilidade Geralmente Aceites)

Gap – Diferença

IPO – Oferta Pública Inicial

IRFS - *International Financial Reporting Standards*

NASDAQ QNET - NASDAQ Internet Index

PIB – Produto Interno Bruto

Sic Code – Standard Industrial Classification

US GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles* (United States)

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 (capital próprio e resultado líquido).

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).

Na transição da sociedade industrial para a sociedade do conhecimento em meados da década de 80, verificou-se grandes fusões e aquisições nos EUA e na Europa e muitas vezes o valor negociado nas aquisições era maior que a soma dos ativos tangíveis da empresa, atribuindo-se essa diferença à contribuição dos ativos intangíveis na composição do seu valor (Caputo *et al.*, 2008). Atualmente, a velha economia e a nova economia consolidam-se e convergem para uma única economia, bem diferente das anteriores. É nesse cenário que as organizações procuram novas formas de geração de valor, convergindo para a melhor interação entre ativos tangíveis e intangíveis (Perez e Famá, 2006).

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. Esse interesse deve-se ao esforço de as empresas se distinguirem dos seus concorrentes, uma vez que têm um acesso mais fácil à aquisição de ativos tangíveis. O que acaba por as distinguir umas das outras é a sua carteira de ativos intangíveis, cuja principal característica pauta pela sua singularidade, contribuindo decididamente 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 no final de 2014 e 2015. A amostra compreende 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 (capital próprio e resultado líquido). 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 (neste caso a 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, no capítulo 3 é apresentado o desenho de investigação onde constam o processo de seleção da amostra, o processo de recolha de dados e o método de pesquisa. No capítulo 4 são apresentados os resultados do estudo e a sua discussão e, finalmente, no capítulo 5 são apresentados as conclusões, as limitações e as sugestões de investigação futura.

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 este 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). A literatura tem procurado tipificar a forma como as divulgações sobre os ativos intangíveis são efetuadas e relacioná-las com o valor de mercado da marca de cada uma das empresas (Wyatt, 2008).

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

Diversos estudos analisaram a utilidade dos ativos intangíveis para o mercado de capitais, utilizando maioritariamente o modelo de Ohlson. Sendo o objetivo do trabalho 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 (capital próprio e resultado líquido), e sendo uma questão de interesse global, neste capítulo procedemos à revisão dos estudos empíricos relativamente a esses conceitos.

Cazavan-Jeny (2003) analisou se as diferenças entre o valor de mercado e o valor contabilístico de uma empresa devem-se ao não reconhecimento dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras. Baseando-se numa amostra de 470 empresas, este estudo analisou o período de 1994 a 1999. A variável dependente é o rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico da empresa. As variáveis independentes são o *goodwill*, o tamanho da empresa medido como o logaritmo natural do valor de mercado, o crescimento das vendas da empresa entre o ano corrente e o ano anterior, o retorno sobre o capital próprio e por fim, uma variável de risco baseada no CAPM da empresa.

O autor verificou que o rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico da empresa aumentou consideravelmente durante o período de tempo analisado. Esta relação não só representa uma mudança no processo de criação do valor económico, mas também demonstra que existe uma queda no valor relevante das medidas contabilísticas

tradicionais. A variável *goodwill* mostra uma correlação positiva e significativa com a variável dependente. O *goodwill* tem valor relevante para os investidores franceses e as informações contabilísticas impulsionadas por esta variável parecem ser mais confiáveis.

Kallapur e Kwan (2004) estudaram o valor relevante das marcas reconhecidas nas demonstrações financeiras, e basearam o seu estudo numa amostra de 33 empresas no Reino Unido. Os autores utilizaram como variável dependente o valor de mercado das empresas e como variáveis independentes o capital próprio (excluindo as marcas), o resultado líquido e uma variável que representa o valor contabilístico das marcas reconhecidas no balanço.

Os resultados permitiram concluir que o valor contabilístico das marcas reconhecidas tem valor relevante para o mercado. No entanto a valorização das marcas das empresas com baixos incentivos contratuais é substancialmente mais elevada quando comparado com as empresas com incentivos contratuais altos.

Lenormand e Touchais (2008) analisaram se o valor relevante dos ativos intangíveis aumentou após a adoção das IFRS. A amostra é constituída por 160 empresas que fazem parte do mercado financeiro francês. O modelo utiliza o preço por ação da empresa como variável dependente, e tem como variáveis independentes o resultado líquido ajustado por ação de acordo com as normas francesas, o resultado líquido ajustado por ação entre as normas francesas e as IFRS, o capital próprio por ação ajustado para as normas francesas, o capital próprio ajustado entre as normas francesas e as normas internacionais, os ativos intangíveis identificáveis para as normas francesas, os ativos intangíveis identificáveis por ação entre as IFRS e as normas francesas, o *goodwill* das normas francesas e por fim, o *goodwill* por ação entre as IFRS e as normas francesas.

Constatou-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 autores utilizaram como variável dependente o valor de mercado das empresas e como variáveis independentes o capital próprio excluindo os ativos intangíveis identificáveis e o *goodwill*, o resultado líquido, os ativos identificáveis e o *goodwill*.

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 (1990 até 2001). Neste estudo, devido às diferenças temporais deste mercado de capitais emergente e ao facto de a Malásia ter passado por três diferentes condições económicas e contabilísticas, os dados da amostra foram divididos em três períodos contabilísticos distintos. Em 1990 assistiu-se a um período regulatório de contabilidade menos rigoroso, enquanto que nos anos de 1997 e 1998 verificou-se um período de crise financeira. Entre 1999 e 2001 deu-se a recuperação económica. O modelo apresentado tem como variável dependente o preço de mercado por ação. As variáveis independentes são o valor contabilístico dos ativos intangíveis não correntes por ação, o valor contabilístico dos ativos fixos tangíveis por ação, o valor contabilístico dos investimentos não correntes por ação, o valor contabilístico dos ativos correntes por ação, o valor dos passivos por ação e o resultado líquido antes dos elementos extraordinários por ação.

Os resultados obtidos proporcionam evidências de que o valor contabilístico do ativo intangível mostra continuamente uma correlação negativa com o valor de mercado das empresas em todos os períodos temporais analisados, relação esta significativa durante os anos em que existe uma regulação da contabilidade.

Morricone *et al.* (2009) analisaram em que medida o valor relevante da informação contabilística dos ativos intangíveis é afetada pela adoção das IFRS. Para esse fim, a amostra é constituída por 267 empresas aquando da adoção obrigatória das IFRS na Itália, comparando assim o valor relevante dos ativos intangíveis reportados de acordo com os dois sistemas contabilísticos diferentes (GAAP italiano e IFRS). Os autores utilizaram como variável dependente o valor de mercado das ações e como variáveis independentes o valor do capital próprio menos o total de ativos intangíveis, o resultado líquido antes dos elementos extraordinários e dos ativos intangíveis, o ativo intangível capitalizado exceto o *goodwill*, o *goodwill*, e os gastos em investigação e desenvolvimento.

Os resultados do estudo indicam que os ativos intangíveis apresentados nas demonstrações financeiras são considerados pelos investidores na avaliação das empresas. No entanto, houve também uma diminuição estatisticamente significativa no valor relevante dos ativos intangíveis após a mudança das normas italianas para as IFRS.

A adoção das IFRS teve também um efeito negativo sobre o valor relevante do *goodwill*. Este resultado sugere que em ambientes caracterizados por sistemas de governação fracos e com baixa transparência financeira, a introdução de testes de imparidade ao *goodwill* e um maior critério na avaliação a esta variável pode não transmitir informações que sejam úteis para a tomada de decisão.

Sahut *et al.* (2011) analisaram a relevância dos valores contabilísticos transmitidos pelos ativos intangíveis durante a transição para as normas internacionais, em particular o *goodwill* e os outros ativos intangíveis, utilizando para esta análise uma amostra de 1.855 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). O modelo utiliza o preço por ação como variável dependente e, como variáveis independentes, o resultado líquido por ação, o valor do capital próprio por ação deduzido dos ativos intangíveis, o valor do *goodwill* por ação, o valor contabilístico dos outros ativos intangíveis por ação, e por fim, uma variável *dummy* relativamente à intensidade do total dos ativos intangíveis que assume o valor 1 se a empresa tiver ativos intangíveis totais acima da média da amostra, e 0 caso contrário.

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. Consequentemente a maioria dos investidores dão menos atenção ao *goodwill* do que a outros ativos intangíveis, exceto os investidores italianos e finlandeses.

Kimouche e Rouabhi (2016) realizaram um estudo que tinha como objetivo verificar se existe relação entre o valor contabilístico do ativo intangível e o valor de mercado das empresas. A amostra compreende 151 observações selecionadas a partir de uma lista aleatória de empresas francesas ao longo de nove anos (2005 a 2013), após a adoção obrigatória em 2005. Este estudo teve por base o modelo de Ohlson, e utiliza como variável dependente o valor de mercado da empresa medido pelo preço por ação e como variáveis independentes o valor do capital próprio por ação deduzido dos ativos intangíveis e do *goodwill* reconhecidos no balanço da empresa, o resultado líquido por ação ajustado pelas amortizações dos ativos intangíveis e *goodwill*, e por fim, os fluxos de caixa.

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.

A tabela 1 sintetiza cada um dos estudos anteriormente descritos.

Tabela 1 Objetivos, amostra e principais resultados dos estudos empíricos sobre o valor relevante dos ativos intangíveis

	Objetivo	Amostra	Resultados
Cazavan- Jeny (2003)	Verificar se as diferenças entre o valor de mercado e o valor contabilístico de uma empresa deve-se ao não reconhecimento dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras	470 empresas	O rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico da empresa aumentou consideravelmente durante o período de tempo analisado. A variável <i>goodwill</i> mostra uma correlação positiva e significativa com a variável dependente. O <i>goodwill</i> tem valor relevante para os investidores franceses e as informações contabilísticas impulsionadas por esta variável parecem ser mais confiáveis.
Kallapur e Kwan (2004)	Estudar o valor relevante das marcas reconhecidas nas demonstrações financeiras	33 empresas do Reino Unido	O valor contabilístico das marcas reconhecidas tem valor relevante para o mercado. A valorização das marcas das empresas com baixos incentivos contratuais é substancialmente mais elevada quando comparada com as empresas com incentivos contratuais altos.
Lenormand e Touchais (2008)	Analisar se o valor relevante dos ativos intangíveis aumentou	160 empresas do mercado	A informação sem os ativos intangíveis identificados e sem o <i>goodwill</i> preparada de acordo com as

	Objetivo	Amostra	Resultados
	após a adoção das IFRS	financeiros francêses	IFRS é mais relevante para o mercado.
Chalmers <i>et al.</i> (2008)	Averiguar se existe diferença entre o valor relevante dos ativos intangíveis reportados, antes e após a adoção das IFRS na Austrália	Empresas australianas	A mudança para as IFRS permite fornecer informações sobre o <i>goodwill</i> com maior valor relevante para o mercado.
Shukor <i>et al.</i> (2009)	Analisar a relevância dos ativos intangíveis não correntes	Empresas da Malásia	O valor contabilístico do ativo intangível mostra continuamente uma correlação negativa com o valor de mercado das empresas em todos os períodos temporais analisados.
Morricone <i>et al.</i> (2009)	Analisar em que medida o valor relevante da informação contabilística dos ativos intangíveis é afetada pela adoção das IFRS	267 empresas italianas	Os ativos intangíveis apresentados nas demonstrações financeiras são considerados pelos investidores na avaliação das empresas. Existiu uma diminuição estatisticamente significativa no valor relevante dos ativos intangíveis após a mudança das normas italianas para as IFRS. A adoção das IFRS teve também um efeito negativo sobre o valor relevante do <i>goodwill</i> .
Sahut <i>et al.</i> (2011)	Analisar a relevância dos valores contabilísticos transmitidos pelos ativos intangíveis durante a transição para as normas internacionais	1.855 empresas cotadas na União Europeia	O valor contabilístico dos outros ativos intangíveis é maior de acordo com as IFRS do que de acordo com as normas locais. O valor relevante do <i>goodwill</i> diminuiu após a adoção das IFRS. Os ativos intangíveis, exceto o <i>goodwill</i> , tem valor relevante.

	Objetivo	Amostra	Resultados
			A maioria dos investidores dão menos atenção ao <i>goodwill</i> do que a outros ativos intangíveis, exceto os investidores italianos e finlandeses.
Kimouche e Rouabhi (2016)	Verificar se existe relação entre o valor contabilístico do ativo intangível e o valor de mercado das empresas	151 empresas francesas	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 <i>goodwill</i> , que afetam positivamente e substancialmente os valores das empresas francesas no mercado.

Estes estudos anteriormente apresentados têm em comum o facto de analisarem o valor relevante dos ativos intangíveis reconhecidos no balanço.

Não foi ainda estudado o valor relevante da informação adicional sobre os ativos intangíveis da empresa proporcionada por outras fontes que não as demonstrações financeiras.

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, e de forma a melhorar os relatórios financeiros, 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 de indicadores não-contabilísticos permite aos investigadores chegar a conclusões sobre o valor relevante da informação disponibilizada (Sievers *et al.*, 2013). Os indicadores não-contabilísticos 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 à luz da teoria do ciclo de vida, além de também terem testado a evolução das estatísticas financeiras e não financeiras para as empresas da internet. A amostra é constituída por 295 empresas durante o período de tempo entre Janeiro de 1996 e Dezembro de 2000. Seguindo o modelo de Ohlson, utilizaram como variável dependente o valor de mercado da empresa, e como variáveis independentes as medidas contabilísticas tradicionais (valor contabilístico do capital próprio e o resultado líquido) e a variável web que representa uma medida de tráfego na internet. A variável web considera como elementos o número de utilizadores exclusivos, o número total de páginas visitadas num determinado site e o número de horas que cada site é visualizado durante o período de tempo relatado.

Com este estudo foi possível concluir que o resultado líquido está positiva e significativamente correlacionado com o valor de mercado, indicando a sua relevância e fiabilidade como indicador de rentabilidade operacional. 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. Embora de alta importância, o valor relevante das medidas não financeiras tem diminuído ao longo do período de teste. O valor relevante da utilização da internet está relacionado com o estado tecnológico da indústria e não com o ciclo de vida da empresa.

Graham *et al.* (2002) avaliam até que ponto as medidas financeiras e não financeiras da internet, nomeadamente os utilizadores, o número de visualizações por página e o número de horas por utilizador, são relevantes para explicar o valor das ações das

empresas da internet. De modo particular, o objetivo é determinar se esses fatores têm valor relevante complementar e incremental. A amostra é constituída por 341 empresas da internet. Neste estudo os autores seguiram o modelo de Ohlson. Relativamente às informações não financeiras, utiliza-se as variáveis relativamente ao número de utilizadores que visitam o site da empresa, o número médio de visualizações de página por utilizador e o tempo médio gasto no site da empresa.

Com este estudo conclui-se que o resultado líquido não foi significativo na determinação do valor de mercado das empresas da amostra e o valor contabilístico tem um impacto modesto e significativo. No entanto, a variável número de visitantes foi significativa para explicar o valor de mercado. Por outro lado, o resultado líquido não foi relevante para explicar o valor de mercado, uma vez que a maioria das empresas da amostra teve um resultado líquido negativo. Concluiu-se ainda que as estratégias que as empresas da internet adotam podem incrementar o valor para o acionista de acordo com o sector.

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. Foi usada uma amostra constituída por empresas de biotecnologia dos EUA, durante o período temporal entre 1992 e 2003. Uma quantidade substancial de informação não financeira foi recolhida de forma a incluir nas regressões o valor relevante de variáveis que a literatura prévia já tinha estudado para as empresas de biotecnologia. Essas informações correspondem ao nível do índice *AMEX Biotech*, a idade da empresa, o número e âmbito das patentes apresentadas pela empresa na data de avaliação, o número de alianças estratégicas a montante e a jusante da empresa (empresas farmacêuticas), um indicador para saber se o financiamento das empresas privadas foi liderado por um investidor corporativo, variáveis que medem a fase de negócio em que a empresa se encontra e o *the sand hill biotechnology* (SHB) que representa um índice do valor das ações privadas e financiadas de biotecnologia. Este índice é um *proxy* para as perspetivas gerais da indústria biotecnológica separadas do índice *AMEX Biotech*. Por fim foi utilizado o grau de diluição patrimonial gerada pelo financiamento atual, definido como o número de ações emitidas para novos investidores dividida pelo número de ações em circulação pré-moeda.

As principais conclusões retiradas deste estudo remetem para o facto de as demonstrações financeiras terem valor relevante para o mercado de capital de risco,

apesar desses mercados serem diferentes do mercado público. As informações que resumem os dados que constam nas demonstrações financeiras estão correlacionadas com os valores de mercado. Esses valores estão positivamente correlacionados com os saldos de caixa das empresas, ativos não monetários e gastos em investigação e desenvolvimento, e negativamente correlacionadas com a diluição da dívida e da opção de compra de ações. Isso indica que como pretendido pelo FASB, na criação das demonstrações conceituais e padrões emitidos, os GAAP fornecem informações que são úteis para os investidores externos no mercado de ações públicas. A correlação entre o valor de mercado e as informações presentes nas demonstrações financeiras nesse mercado são semelhantes aos do mercado de ações público.

O autor ainda concluiu que 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. Isto acontece porque à medida que as empresas amadurecem, a importância dos ativos em funcionamento aumenta relativamente com as oportunidades de investimento, e os dados das informações financeiras são melhores do que as informações não financeiras refletindo o valor derivado dos ativos no local.

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 nesse país e se essa variável tem valor relevante. Utilizando um modelo de avaliação do resultado residual, expressa-se o valor de mercado do capital próprio em função do valor contábilístico do capital próprio, dos resultados contábilísticos e do desempenho ambiental.

Verifica-se que nas demonstrações financeiras trimestrais das empresas cotadas na Suécia, tanto o valor contábilístico do capital próprio e o resultado líquido 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. A correlação negativa existente entre o desempenho ambiental e o valor de mercado da entidade não se verifica nas empresas altamente qualificadas valorizadas pelos investidores. Argumenta-se que um alto desempenho ambiental é caro e, portanto, tem um impacto negativo sobre os ganhos esperados e os valores de mercado.

Os resultados deste estudo diferem da maioria dos estudos anteriores nos EUA que usaram como medidas de desempenho ambiental as medidas de controlo de poluição, os níveis de poluição, os relatórios e a adoção de padrões ambientais globais rigorosos. A maioria dos estudos encontra uma correlação positiva entre a informação ambiental e as reações do mercado.

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 para o período entre 1990 e 2000, os autores analisaram as empresas que procuram ativamente novas tecnologias e empresas que adotam para os seus processos os sistemas tecnológicos. Os autores tiveram por base o modelo de Ohlson, e utilizaram para além das variáveis contabilísticas tradicionais (valor contabilístico do capital próprio e resultado líquido), outras variáveis como a taxa de sucesso, a complexidade tecnológica e o período de desenvolvimento tecnológico.

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. Ainda se conclui que as condições tecnológicas são instrumentos no processo de criação de valor para todas as empresas, e não apenas para empresas que patenteiam os seus produtos.

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. Aplicando o modelo de Ohlson, expressam o valor de mercado do capital próprio em função do valor contabilístico do capital próprio, dos resultados contabilísticos e do desempenho ambiental e social. 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 e das diferentes componentes das demonstrações financeiras, bem como os *drivers* de valor não financeiro. O período analisado corresponde ao primeiro trimestre de 2009 até ao segundo trimestre de 2010. A variável dependente do modelo corresponde ao valor de mercado da empresa. As informações contabilísticas utilizadas são o valor contabilístico do capital próprio, o fluxo

de caixa operacional, o resultado antes de juros e impostos, o resultado líquido, os gastos em investigação e desenvolvimento e os gastos gerais. O *driver* de valor não financeiro analisado foi o *ranking Alexa*, representando uma métrica da internet, que fornece informações sobre a popularidade do site com base no número de visitantes diários e no número de visualizações da página.

Três modelos foram desenvolvidos. O primeiro modelo concluiu que o valor contábilístico 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 *ranking Alexa* não são relevantes neste primeiro modelo. No segundo modelo, não se encontrou uma correlação significativa entre a variação do valor de mercado, o resultado líquido, o valor contábilístico do capital próprio e o fluxo de caixa operacional. Por fim, no último modelo, que testa o incremento da inclusão de uma informação não financeira, o *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. Partindo de uma amostra de 4.966 empresas para o período entre 1995 e 2004, o modelo proporciona evidências sobre o valor relevante das despesas com publicidade na indústria farmacêutica. O modelo utiliza como variável dependente o valor de mercado da empresa, e utiliza, para além das medidas contábilísticas tradicionais (valor contábilístico do capital próprio e resultado líquido), outras variáveis independentes como uma variável *dummy* que assume o valor 1 para as empresas com um *sic code* igual a 283 e zero no caso contrário, uma variável que mede as despesas em publicidade, uma variável que resulta da interação entre as despesas com publicidade e a variável *dummy* e outra que mede as despesas de investigação e desenvolvimento.

Conclui-se que os investidores consideram a publicidade das empresas farmacêuticas como 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 das empresas farmacêuticas.

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. Partindo do modelo de Ohlson, os autores utilizaram como variável dependente o valor de mercado e como variáveis

independentes o valor contabilístico do capital próprio, o resultado líquido anormal, o desempenho ambiental e por fim, uma variável *dummy* que assume o valor 1 para as empresas que tem emitem mais dióxido de carbono e 0 para as restantes.

As principais conclusões sugerem que o valor de mercado é afetado com uma maior penalização para as empresas classificadas como tendo um maior risco, isto é, aquelas que apresentam uma maior emissão de dióxido de carbono. Neste sentido, a avaliação de mercado é afetada durante o período anterior à aprovação da legislação.

Lourenço *et al.* (2014), investigaram se a avaliação de mercado das duas medidas contabilísticas (valor contabilístico do capital próprio e resultado líquido) 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. O modelo utilizado foi o modelo de Ohlson, utilizando para além das variáveis contabilísticas tradicionais (capital próprio e resultado líquido), a variável DJSI como um sinal da reputação da liderança de sustentabilidade de uma empresa.

Os resultados concluem que a reputação da sustentabilidade influencia a perceção das partes interessadas sobre uma empresa de forma a aumentar os fluxos de caixa esperados. Conclui-se também que a avaliação de mercado do resultado líquido é maior para as empresas que tem liderança ao nível da sustentabilidade. Ainda se conclui que as medidas contabilísticas, 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. Partindo do modelo de Ohlson, testaram se o modelo que expressa o valor de mercado da empresa em função do valor contabilístico do capital próprio e dos resultados contabilísticos. A principal variável não financeira incluída nos modelos é a divulgação ESG por cada empresa específica. Também se incorporou uma variável de desempenho ESG, denominada de Índice de Desempenho Social (SPI), ao nível do país.

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. Assim, as informações ambientais, sociais e governativas estão a ganhar importância para os investidores.

Scaltrito (2016), teve como objetivo avaliar o nível de divulgação voluntária (divulgação discricionária de informações financeiras e não financeiras que as empresas não são obrigadas a divulgar pelos normativos contabilísticos) em empresas cotadas na bolsa de valores italiana, bem como 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 cotadas para o ano de 2012 e 7.714 itens de divulgação voluntária. Para tal, foi utilizado o modelo de Ohlson, incluindo para além das variáveis contabilísticas tradicionais (capital próprio e resultado líquido), a variável VDI que representa o nível de divulgação voluntária.

Os resultados mostram que um maior nível de divulgação voluntária afeta o valor de mercado de forma positiva e significativa. Assim o valor da empresa aumenta nos casos em que a empresa se voluntaria para fornecer informações adicionais. Esta informação adicional aumenta a credibilidade das empresas e reduz a incerteza para potenciais investidores.

A tabela 2 sintetiza cada um dos estudos anteriormente descritos.

Tabela 2 Objetivos, amostra e principais resultados dos estudos empíricos sobre o valor relevante da informação não contabilística

	Objetivo	Amostra	Resultados
Jorion e Talmor (2001)	Estudar o valor relevante das informações financeiras e não financeiras à luz da teoria do ciclo de vida. Testar a evolução das estatísticas financeiras e não financeiras para as empresas da internet.	295 empresas	O resultado líquido está positiva e significativamente correlacionado com o valor de mercado, indicando a sua relevância e confiabilidade como indicador de rentabilidade operacional. O número de visualizações do site e o número de horas são variáveis significativas e com

	Objetivo	Amostra	Resultados
			<p>uma elevada relevância incremental.</p> <p>O valor relevante das medidas não financeiras tem diminuído ao longo do período de teste.</p>
Graham <i>et al.</i> (2002)	Avaliar em que medida as medidas financeiras e não financeiras da internet são relevantes para explicar o valor das ações das empresas	341 empresas	<p>O resultado líquido não foi significativo na determinação do valor de mercado das empresas da amostra e o valor contabilístico tem um impacto modesto e significativo.</p> <p>A variável número de visitantes foi significativa para explicar o valor de mercado.</p>
Hand (2005)	Examinar se o 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	Empresas de biotecnologia dos EUA	<p>As demonstrações financeiras têm valor relevante para o mercado de capital de risco.</p> <p>As informações que resumem os dados que constam nas demonstrações financeiras estão correlacionadas com os valores de mercado.</p> <p>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.</p>

	Objetivo	Amostra	Resultados
Hassel <i>et al.</i> (2005)	Estudar se a informação ambiental é suscetível de afetar os ganhos futuros esperados das empresas e se essa variável tem valor relevante	Informação ambiental recomendada pela Sociedade Sueca de Analistas Financeiros	Nas demonstrações financeiras trimestrais das empresas, tanto o valor contabilístico do capital próprio e o resultado líquido, 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)	Analisar a correlação entre o valor de mercado e as variáveis não financeiras ligadas à inovação tecnológica	12.594 empresas	As informações das variáveis tecnológicas acrescentam valor para o mercado para além do que é refletido nas medidas contabilísticas tradicionais. As condições tecnológicas são instrumentos no processo de criação de valor para todas as empresas.
Semenova <i>et al.</i> (2009)	Estudar se o desempenho ambiental e social se reflete no valor de mercado das empresas	Empresas cotadas de Estocolmo	O valor do desempenho ambiental apresenta-se relevante aos níveis agregado e subagregado. Na dimensão social, o apoio é encontrado para as relações entre o cliente e o fornecedor.
Aghabekyan (2010)	Analisar a relação entre o valor de mercado das empresas baseadas no índice da internet e das	Empresas do índice NASDAQ QNET	No primeiro modelo: o valor contabilístico do capital próprio, o resultado antes de juros e impostos, o resultado

	Objetivo	Amostra	Resultados
	diferentes componentes das demonstrações financeiras, bem como os drivers de valor não financeiro		<p>líquido, os gastos em investigação e desenvolvimento são relevantes. As variáveis fluxo de caixa operacional e o <i>ranking Alexa</i> não são relevantes.</p> <p>No segundo modelo: não existe uma correlação significativa entre a variação do valor de mercado, o resultado líquido, o valor contábilístico do capital próprio e o fluxo de caixa operacional.</p> <p>No terceiro modelo: o ranking <i>Alexa</i> encontra-se refletido no valor de mercado.</p>
Gu e Li (2010)	Estudar se a publicidade das empresas farmacêuticas tem valor relevante	4.966 empresas	<p>Os investidores consideram a publicidade das empresas farmacêuticas como uma fonte de benefícios económicos futuros.</p> <p>As despesas com publicidade não estão relacionadas de forma significativa com a incerteza dos lucros futuros das empresas farmacêuticas.</p>
Chapple <i>et al.</i> (2013)	Averiguar se o efeito da introdução de direitos de emissão de CO2 no valor de mercado das empresas	58 maiores, mais lucrativas e menos arriscadas empresas australianas	O valor de mercado é afetado com uma maior penalização para as empresas que apresentam uma maior emissão de CO2.
Lourenço <i>et al.</i> (2014)	Investigar se a avaliação de mercado do valor	Maiores 600 empresas dos	A reputação da sustentabilidade influencia a

	Objetivo	Amostra	Resultados
	contabilístico do capital próprio e do resultado líquido é maior para empresas líderes em sustentabilidade, quando comparado com empresas que não tem essa liderança	EUA no índice <i>Global Dow Jones Global Market</i>	percepção das partes interessadas sobre uma empresa de forma a aumentar os fluxos de caixa esperados. A avaliação de mercado do resultado líquido é maior para as empresas que tem liderança na sustentabilidade. As medidas contabilísticas, por si só, têm apenas uma capacidade limitada de comunicar o valor de uma empresa aos investidores.
Zuraida <i>et al.</i> (2015)	Estudar o impacto da divulgação ambiental, social e governamental das empresas sobre o valor de mercado	Empresas não financeiras em 38 países	Existe uma correlação positiva e significativa entre as variáveis de interesse e o valor de mercado. A divulgação ambiental, social e governamental das empresas, tanto a nível individual como a nível agregado tem valor relevante.
Scaltrito (2016)	Avaliar o nível de divulgação voluntária. Compreender a relação entre a qualidade da divulgação voluntária e o valor de mercado das empresas.	203 relatórios anuais das empresas cotadas na bolsa de valores italiana e 7.714 itens de divulgação voluntária	Um maior nível de divulgação voluntária afeta o valor de mercado de forma positiva e significativa. O valor da empresa aumenta nos casos em que a empresa se voluntaria para fornecer informações adicionais.

Há diversos estudos que demonstram que há informação não apresentada nas demonstrações financeiras que tem valor relevante, mas nenhum deles analisou o valor de mercado dos ativos intangíveis mais valiosos do mundo determinado pela Forbes.

3. Desenho da Investigação

A metodologia de investigação adotada neste trabalho tem por base o paradigma positivista. Este tipo de abordagem tem como traço característico a explicação dos fenómenos a partir da identificação das suas relações, utilizando para isso instrumentos estatísticos e de recolha de dados (Wink, *et al.*, 2013). Na abordagem positivista, os fatos sociais são quantificáveis pelas variáveis definidas, permitindo a utilização de procedimentos estatísticos. Assim, os dados obtidos provêm de experimentações e levantamentos amostrais, possibilitando a descoberta de novas estruturas. Uma vez focados em resultados e em variáveis correlacionadas, mostram comportamentos sociais em termos de variáveis dependentes e independentes (Zanchet *et al.*, 2011).

Esta perspetiva de investigação está subjacente à teoria positiva da contabilidade, teoria que procura observar e encontrar fatores explicativos para as escolhas contabilísticas e para as práticas de divulgação observadas, no sentido de as compreender e prever (Watts e Zimmerman, 1990).

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* surgiu em 1996 com o objetivo de colmatar a discrepância existente entre o marketing e as finanças. Através da realização de centenas de avaliações às marcas, o relatório assim divulgado anualmente pela *Brand Finance (Global 500)* é o primeiro passo para o estudo, valorização e utilização das marcas. Segundo referiu David Haigh (CEO da *Brand Finance*) no relatório *Global 500 (2015)*, a finalidade de uma marca forte no mercado para além da atração de clientes, da construção da lealdade e a motivação do pessoal, é ganhar dinheiro.

A *Brand Finance* no relatório *Global 500 (2015)* determinou o valor de uma marca utilizando o índice de força da mesma (BSI), 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 (constituída pelo *goodwill* acumulado com clientes, funcionários e outras partes interessadas) e, finalmente, no impacto daqueles sobre o desempenho do negócio. Por outro lado, o *royalty relief* estima a probabilidade das vendas futuras de cada uma das marcas e calcula uma taxa *royalties*

que seria cobrada pela utilização da marca, supondo que ela já não fosse obtida. 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. Em suma, o *Brand Finance* coloca milhares de marcas do mundo à prova todos os anos, avaliando quais são as mais poderosas e valiosas.

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 3 apresenta a decomposição da amostra por indústria, de forma global e separadamente para as empresas que aplicam cada um dos normativos contabilísticos (IFRS ou US GAAP). 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 3 Decomposição da amostra por indústria

Indústrias	IFRS		US GAAP		Total	
	N	%	N	%	N	%
Minério 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 4 apresenta a decomposição da amostra por país de forma global e separadamente para as empresas que aplicam cada um dos normativos contabilísticos

(IFRS ou US GAAP). Os países mais representativos da amostra e que aplicam o normativo contabilístico 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 contabilístico US GAAP, com claro predomínio dos EUA (90.8%).

Tabela 4 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
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

Países	IFRS		US GAAP		Total	
	N	%	N	%	N	%
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).

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

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).

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

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 5 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 os normativos contabilísticos IFRS ou US GAAP, respectivamente. 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 5 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
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

	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
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 de 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 6 apresenta os coeficientes de correlação entre as variáveis contínuas incluídas no modelo (2) (devido à sua natureza discreta e alcance limitado, não se inclui as variáveis binárias na análise de correlação de *Pearson*). 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).

Através da tabela de correlações que apresentamos as variáveis incluídas na regressão mostram algumas indicações de colinearidade.

Contudo conforme expresso em anexo na tabela 9, verifica-se que todos os VIF apresentam, em todos os casos, um valor abaixo de 10, o que atesta que os regressores não estão fortemente correlacionados uns com os outros. A hipótese de que nenhum dos regressores é constante para todos os indivíduos, devido à existência do termo independente, e não existe qualquer relação linear entre eles, é, portanto, mais uma vez confirmada.

Tabela 6 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 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
 **, * representa significância estatística a 1% e a 5%

4.2. Resultados da Regressão

A tabela 7 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).

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 (capital próprio e resultado líquido).

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.

Tabela 7 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 (0.000)	73.448 (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); 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%

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

A tabela 8 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%.

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-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%.

Tabela 8 Resultados da regressão OLS, separadamente para as empresas que aplicam as IFRS e os 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***

	IFRS	US GAAP
	(n = 382)	(n = 303)
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	29.539
	(0.000)	(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%

5. Conclusões, Limitações e Sugestões de Investigação Futura

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 (capital próprio e resultado líquido).

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 amostra compreende 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 (valor contabilístico do capital próprio e resultado líquido) 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 (capital próprio e resultado líquido). 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.

Este estudo apresenta também uma contribuição importante para o debate sobre a evidenciação dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras.

As limitações do estudo são em primeiro lugar a seleção da amostra que é limitada pela disponibilidade de dados sobre as variáveis em estudo, uma vez que a lista da Forbes consultada incide apenas sobre as 500 marcas mais valiosas do mercado são incluídos na amostra, podendo por isso ser uma amostra tendenciosa. Outra das limitações é o facto de existir dados em falta, das 1000 observações iniciais, apenas são apresentadas 685, uma vez que foram agregados os valores que tinham a mesma empresa-mãe. Uma terceira limitação é a forma como a Forbes recolhe os dados, numa investigação futura podem ser considerados fontes de dados alternativas para validar as conclusões deste estudo. Como tal, considerando todas estas limitações, os resultados devem ser interpretados com cautela.

Por fim, em modo de sugestão para pesquisa futura, este estudo poderá incluir a comparação do valor relevante da informação sobre as marcas da lista da Forbes em diferentes contextos, por exemplo países com maior ou menor *enforcement*. Além disso, dado que é possível que o grupo de marcas constantes na lista da Forbes sofra alterações, futuramente poder-se-á investigar se o papel do valor das marcas no mundo económico altera ao longo do tempo.

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*, 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), 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), 29–56.
- Beisland, L. A. (2009). A Review of the Value Relevance Literature. *The Open Business Journal*, 2(1), 7–27.
- Brand Finance (2015). The annual report on the world's most valuable global brands.
- Bris, A., Smit, W., & Sorell, M. (2010). The Value of a Global Brand: Is Perception Reality?
- Caputo, E., Macedo, M. & Nogueira, H. (2008). Brand Evaluation: An Application in the Case of Bombril, 7(2).
- 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), 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), 1–33.
- Duarte, T. (2009). *A Possibilidade da Investigação a 3: Reflexões sobre Triangulação (Metodológica)*. Centro de Investigação e Estudos de Sociologia.
- Fernandez, P. (2015). *Valuation of Brands and Intellectual Capital*.
- 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), 47–70.
- Gu, F., & Li, J. (2010). The Value-Relevance of Advertising: Evidence from

- Pharmaceutical Industry. *Journal of Accountig, Auditing and Finance*, 25(1), 85–120.
- Hand, J. R. M. (2005). The Value Relevance of Financial Statements in Venture Capital Market. *The Accounting Review*, 80(2), 613–648.
- Hassel, L., Nilsson, H., & Nyquist, S. (2005). The Value Relevance of Environmental Performance. *European Accounting Review*, 14(1), 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), 151–172.
- Kayo, E., & Kimura, H. (2008). The Determinants of Intangibility. *Revista de Administração Mackenzie*, 7(3), 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), 506–529.
- Lenormand, G., & Touchais, L. (2008). La Pertinence des Actifs Incorporels avec les IFRS. *Finance Contrôle Stratégie*, 11(2), 173–201.
- Lourenço, I. C., Callen, J., Branco, M., & Curto, J. (2014). The Value Relevance of Reputation for Sustainability Leadership. *J Bus Ethics*, 119, 17–28.
- Matolcsy, Z., & Wyatt, A. (2008). The Association between Technological Conditions and the Market Value of Equity. *The Accounting Review*, 83(2), 479–518.
- Moneva, J., & Cuellar, B. (2009). The Value Relevance of Financial and Non-Financial Environmental Reporting. *Environ Resource Econ*, 44, 441–456.
- Morricone, S., Oriani, R., & Sobrero, M. (2009). *The Value Relevance of Intangible Assets and the Mandatory Adoption of IFRS*.
- Nascimento, E. M., Oliveira, M. C. De, Marques, V. A., & Cunha, J. V. A. Da. (2012). Intangible Assets: Impact Analysis of Intangibility Degree in Business Performance Indicators. In *Encontro Nacional de Engenharia de Produção (ENEGEP)* (Vol. 31, pp. 37–52).
- Perez, M. M., & Famá, R. (2006). Ativos Intangíveis e o Desempenho Empresarial. *Revista de Contabilidade E Finanças - USP*, 40, 7–24.
- Sahut, J.M., Boulerne, S., & Frédéric, T. (2011). Do IFRS provide better information

- about intangibles in Europe? *Review of Accounting and Finance*, 10(3), 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), 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., Ibrahim, M., Kaur, J., & Nor, H. (2009). The Value Relevance of Intangible Non-Current Assets During Different Economic Conditions and Accounting Environments. *Malaysian Accounting Review*, 8(2), 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), 467–511.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156.
- Wink, P. K. da S., Lopes, J. E. de G., Theóphilo, C. R., Pederneiras, M. M. M., & Costa, R. dos S. (2013). Epistemological Approach: A Research in the Controllershship and Accounting Graduate Program of FEA/USP. *Revista Ambiente Contabilístico*, 5(1), 263–280.
- Wyatt, A. (2008). What Financial and Non-Financial Information on Intangibles is Value-Relevant? A Review of the Evidence. *Accounting and Business Research*, 38(3), 217–256.
- Zanchet, A., Marques, C., & Martins, G. D. A. (2011). Epistemologia das Abordagens Metodológicas na Pesquisa Contábil: do Normativismo ao Positivismo. In *XXXV Encontro da ANPAD* (pp. 1–17).
- Zuraida, Z., Houge, N., & Zijl, T. (2015). Value Relevance of Environmental, Social and Governance Disclosure. *International Journal of Accounting Research Symposium*, 1–59.

7. Anexos

Tabela 9 Cálculo dos VIF

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
BV		2.570	3.212	3.967	2.896	3.431	3.684	3.628	3.788	3.979	3.970	3.925	3.987	3.971	3.992	3.992	3.992
NI	2.858		4.441	4.279	4.166	2.760	4.295	3.735	4.442	4.413	4.373	4.404	4.431	4.419	4.377	4.410	4.434
TRADEMARK	1.456	1.810		1.800	1.720	1.796	1.752	1.810	1.605	1.809	1.810	1.800	1.809	1.809	1.780	1.808	1.810
US GAAP	5.547	5.379	5.553		4.967	5.266	5.553	5.528	5.581	5.579	4.637	3.671	5.531	5.576	5.538	5.476	5.509
BV US	3.639	4.706	4.769	4.464		3.579	4.796	4.876	4.990	5.016	5.009	5.001	5.010	4.958	5.017	4.702	4.997
NI US	4.898	3.542	5.658	5.377	4.066		5.606	5.648	5.700	5.649	5.663	5.697	5.685	5.700	5.683	5.699	5.700
LEVERAGE	2.429	2.545	2.548	2.618	2.516	2.588		2.132	2.495	2.625	2.622	2.632	2.630	2.537	2.625	2.110	2.606
ROA	2.096	1.940	2.307	2.285	2.242	2.286	1.869		2.286	2.306	2.304	2.307	2.298	2.307	2.294	2.295	2.307
SIZE	2.324	2.450	2.172	2.449	2.436	2.450	2.322	2.427		2.408	2.447	2.436	2.436	2.448	2.411	2.150	2.444
NET SALES	1.182	1.178	1.185	1.185	1.185	1.175	1.183	1.185	1.165		1.138	1.181	1.186	1.180	1.180	1.166	1.138
LN GDP	1.669	1.652	1.678	1.394	1.675	1.667	1.672	1.676	1.676	1.611		1.618	1.649	1.676	1.665	1.661	1.678
LN MK	2.926	2.951	2.960	1.957	2.967	2.975	2.977	2.976	2.960	2.965	2.869		2.974	2.949	2.949	2.972	2.972
SIC 1	1.218	1.217	1.220	1.209	1.218	1.217	1.219	1.215	1.214	1.220	1.199	1.219		1.147	1.186	1.142	1.201
SIC 4	1.462	1.463	1.469	1.469	1.453	1.470	1.417	1.470	1.470	1.464	1.468	1.457	1.383		1.312	1.236	1.396
SIC 5	1.364	1.344	1.341	1.353	1.364	1.360	1.360	1.356	1.342	1.357	1.353	1.351	1.326	1.217		1.328	1.275
SIC 6	2.921	2.901	2.919	2.866	2.738	2.922	2.342	2.906	2.564	2.875	2.892	2.918	2.736	2.457	2.845		2.908
SIC 7+8	1.304	1.302	1.304	1.287	1.299	1.304	1.291	1.304	1.301	1.252	1.304	1.302	1.284	1.238	1.220	1.298	

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, US GAAP, BV US, NI US, que permite que os coeficientes das variáveis capital próprio (BV) e resultado líquido (NI) possam

variar em função do normativo contabilístico aplicado, 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, SIC 1, SIC 4, SIC 5, SIC 6, SIC 7+8, representa a classificação da empresa em termos da indústria onde está posicionada
