A Relação entre Investimento em Propaganda e o Valor da Firma: Uma Revisão Sistemática e uma Agenda de Pesquisa para Futuros Estudos

Autoria

Ricardo Saraiva Frio - ricardo.frio@yahoo.com.br

Professor de graduação ICEAC/FURG - Universidade Federal do Rio Grande

Prog de Pós-Grad em Admin/Esc de Admin - PPGA/EA/UFRGS - Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Thiago dos Santos Glasenapp - thiago.glasenapp@gmail.com

Prog de Pós-Grad em Admin/Esc de Admin - PPGA/EA/UFRGS - Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Rodrigo Heldt - rodrigoheldt@gmail.com

Prog de Pós-Grad em Admin/Esc de Admin - PPGA/EA/UFRGS - Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Resumo

Um desafio aos profissionais de marketing é demonstrar o impacto de suas ações no valor das empresas. O grande investimento em comunicação realizado pelas empresas torna recorrente os esforços em demonstrar a capacidade de geração de valor para a firma derivada deste investimento. Este estudo buscou realizar uma revisão sistemática da literatura sobre os efeitos da propaganda no valor da firma, a fim de compilar os resultados e propor uma agenda de estudos futuros. De forma geral, foram observados efeitos positivos da comunicação no valor da firma, apesar de alguns resultados contraditórios terem sido encontrados. Algumas variáveis que podem afetar essa relação foram observadas, tais como cultura, setor e tamanho da empresa. Foi possível identificar, também, uma escassez de estudos brasileiros sobre o tema. Assim, propôs-se uma agenda de pesquisa focada em variáveis moderadoras que podem vir a afetar a relação proposta, a fim de obter maior generalização nos resultados.

A Relação entre Investimento em Propaganda e o Valor da Firma: Uma Revisão Sistemática e uma Agenda de Pesquisa para Futuros Estudos

Resumo
Um desafio aos profissionais de marketing é demonstrar o impacto de suas ações no valor das empresas. O grande investimento em comunicação realizado pelas empresas torna recorrente os esforços em demonstrar a capacidade de geração de valor para a firma derivada deste investimento. Este estudo buscou realizar uma revisão sistemática da literatura sobre os efeitos da propaganda no valor da firma, a fim de compilar os resultados e propor uma agenda de estudos futuros. De forma geral, foram observados efeitos positivos da comunicação no valor da firma, apesar de alguns resultados contraditórios terem sido encontrados. Algumas variáveis que podem afetar essa relação foram observadas, tais como cultura, setor e tamanho da empresa. Foi possível identificar, também, uma escassez de estudos brasileiros sobre o tema. Assim, propôs-se uma agenda de pesquisa focada em variáveis moderadoras que podem vir a afetar a relação proposta, a fim de obter maior generalização nos resultados.
Palavras-chave: propaganda, valor da firma, investimento, revisão sistemática, produtividade de marketing

1. Introdução

Para Katsikeas et al. (2016), uma questão central ao marketing é o seu papel em explicar a performance da empresa. Srinivasan e Hanssens (2009) acreditam que os profissionais e pesquisadores da área estão frente a um maior clamor para comunicar o valor criado aos acionistas, a partir de suas ações e políticas. Nessa linha, nota-se uma aproximação da pesquisa em marketing com a pesquisa em finanças (HYMAN e MATHUR, 2005), a partir da perspectiva proposta por Hanssens, Rust e Srivastava (2009) de que as atividades em marketing devem aumentar o valor da firma.

Pesquisas recentes são divergentes a respeito da importância do marketing nas organizações. Enquanto Homburg et al. (2015), sugerem que o departamento de marketing está perdendo sua importância frente aos demais, Feng, Morgan e Rego (2015) apontam para um aumento do poder e influência do departamento. É consensual, no entanto, que o aumento da influência e do poder do marketing associa-se positivamente com medidas de performance das organizações (FENG, MORGAN e REGO, 2015; HOMBURG et al. 2015).

A propaganda e comunicação é uma área do marketing que recebe constantes e elevados investimentos dentro das organizações (SHIMP e ANDREWS, 2012). Empresas que investem mais em propaganda são aquelas que apresentam melhor performance, ao considerar três medidas de desempenho (*Sharpe Ratio*, *Jensen's alpha* e valor econômico adicionado) (JOHNSON e SOENES, 2003). No entanto, pesquisas começam a apontar que o investimento além do necessário nessa área pode gerar ineficiência por parte das empresas (CHEONG, GREGORIO e KIM, 2014). Ainda de acordo com os autores, a ineficiência do investimento em comunicação está evoluindo ao longo dos anos.

Em editorial no *International Journal of Advertsing*: *The Review of Marketing Communications*, Taylor (2010) enfatiza a necessidade de pesquisas que tratem sobre o retorno de investimento em programas de comunicação integrada de marketing. Já no ano de 2017, o *European Journal of Marketing* dedicou uma edição inteira ao debate da comunicação integrada de marketing. Kitchen (2017, pg. 394) aponta a evolução de comunicação integrada de marketing, e que: *"medir o retorno do investimento se tornou mais direto, a partir dos telefones celulares, e mais complexos, já que muitos outros canais de mídia se proliferam"*

De acordo com Shah e Akbar (2008), os estudos relacionados à investimento em propaganda e o valor da firma apresentam resultados divergentes. É possível identificar que alguns autores obtém uma relação positiva entre o investimento em comunicação e o valor da

firma (por exemplo, JOSHI e HANSSENS, 2010) enquanto outros apontam retornos positivos com canibalização entre ferramentas (por exemplo, SRIDHAR et al. 2016). Ou seja, o aumento em uma leva a um declínio da eficácia das outras no valor da firma. Há casos em que essa relação não é atingida (TULI, MUKHERJEE e DEKIMPE, 2012[1]).

Assim, se faz relevante um melhor e mais aprofundado entendimento sobre a relação entre o investimento em comunicação de marketing e o valor da firma. O objetivo do estudo é realizar uma revisão sistemática da literatura de investimento em propaganda e valor da firma, a fim de propor uma agenda para futuras pesquisas.

Os pressupostos de revisão sistemática da pesquisa baseiam-se no trabalho de Wolfswinkel, Furtmueller e Wilderom (2011). Os autores entendem que sua proposta auxilia na elaboração de revisões mais rigorosas da literatura, sofisticando os esforços dos revisores em busca do progresso teórico. Palmatier, Houston e Hulland (2018) acreditam que artigos de revisão podem ser úteis ao progresso científico do marketing.

Os resultados aqui obtidos ampliam os achados de Shah e Akbar (2008), que pesquisaram o período de 1964-2004[2], ao considerar um período mais recente da publicação dos artigos (de 1997 a 2017). A agenda de pesquisa proposta contribui para orientar pesquisadores sobre futuros caminhos a serem seguidos.

2. Referencial teórico

2.1. Investimento em comunicação e métricas

O investimento em comunicação em marketing é composto por diversas ferramentas, cada qual destinada a um objetivo específico e com capacidade de alcançar públicos distintos (SHIMP e ANDREWS, 2013). Cabe notar, no entanto, que distintas mídias podem afetar umas às outras, conforme identificam Sridhar et al. (2016). Individualmente os três tipos de mídias por eles utilizados (*online*, nacional e regional) afetam positivamente no valor da firma, contudo, o aumento do efeito de uma acaba por canibalizar a eficácia das outras. Os gestores devem identificar um nível ótimo de investimento para evitar gastos elevados e ineficazes (CHEONG, GREGORIO e KIM, 2014).

O valor financeiro das empresas pode ser afetado por um grande número de sinais, ou seja, atividades das empresas que irão gerar expectativas aos investidores com potenciais ganhos futuros, o investimento em propaganda gera expectativa aos investidores influenciando seu comportamento (JOSHI e HANSSENS, 2010). A partir de resultados anteriores, Sridhar et al. (2016) explicam que o investimento em propaganda pode aumentar as vendas, melhorando assim a performance das empresas.

Liu, Shankar e Yun (2017) identificam que um maior investimento em propaganda de marca após o recall reduz os efeitos negativos do recall e do retorno anormal de ações. Os autores argumentam que o investimento em propaganda de marca gera efeitos positivos nos consumidores e investidores. Ainda argumentam que uma ênfase na comunicação demonstra compromisso em aumentar o valor da marca e os investidores tornam-se menos propensos a esperar um impacto negativo no fluxo de caixa. Os autores mencionam também o papel do valor da marca. O maior *brand equity* afeta positivamente a performance da firma (PETERSON e JEONG, 2010).

Os estudos citados sugerem que gestores de organizações devem procurar investir em comunicação devido aos efeitos positivos sobre vendas e valor da marca, além do efeito positivo gerado sobre acionistas. No entanto, é necessário que esse investimento seja feito de maneira criteriosa, a fim de manter a eficiência das comunicações.

3. Método

Conforme já sinalizado, o propósito deste estudo é fazer uma revisão sistemática de trabalhos que abordam possíveis efeitos entre investimentos em propaganda e valor da firma, consolidando desta maneira qual a compreensão atual da área de marketing sobre este tópico.

Para isso, foi feita uma análise sistemática da literatura vigente sobre o tópico. As etapas e método da revisão foram estabelecidos a partir dos passos sugeridos por Wolfswinkel, Furtmueller e Wilderom (2011) e a aplicação prática desse método por Broilo e Espartel (2016). Primeiramente, foram definidas as bases a serem investigadas e o período de avaliação. Posteriormente, os artigos das bases foram filtrados selecionados por dois juízes com base em critérios pré-estabelecidos. Havendo alguma discordância, um terceiro juiz avaliou.

3.1. Bases de dados e critérios de busca

Para a busca inicial dos estudos, foram utilizadas as bases EBSCO, *Web of Science* e Google Acadêmico. Como período de busca, foram considerados válidos os *papers* relacionados ao tema escritos nos últimos 21 anos (de 1997 em diante). Os termos "*advertising*" e "*firm value*" foram utilizados como filtros de busca e foram considerados os artigos nos quais esses termos aparecessem em seu título, resumo e palavras-chave. Como resultado final foram obtidos 125 artigos.

3.2. Refinamento de seleção e análise

Após o filtro inicial foram excluídos materiais que apresentavam artigos não acadêmicos ou incompletos (resumo ou intenção de pesquisa), identificando-se 5 ocorrências. Em seguida analisou-se o material coletado, primeiramente na base da EBSCO, após na *Web of Science* e posteriormente no Google Acadêmico, buscando-se verificar artigos duplicados entre as bases, totalizando 38, ou seja, após a análise da primeira base (EBSCO), verificou-se quais artigos repetiam-se nas seguintes. Da mesma forma, após analisar a *Web of Science*, buscou-se quais artigos se repetiam na base do Google Acadêmico.

Um total de 12 artigos não puderam ser acessados. Os critérios para a busca obtiveram 22 artigos duplicados, ou seja, apareceram mais de uma vez nos resultados ou o mesmo artigo foi publicado em um congresso e uma revista, nessa situação optou-se por analisar o artigo da revista. Por fim, 12 artigos foram retirados por não apresentarem relação com o tema. No total 36 artigos permaneceram para análise. A síntese dos resultados pode ser observada na tabela 1.

Tabela 1 – Resumo dos artigos encontrados

	Número inicial de artigos	Artigos sem relação com o tema	Artigos não acadêmicos ou incompletos	Artigos em outra base	Artigos sem acesso	Artigos duplicados	Número final de artigos analisados
EBESCO	44	5	4	0	0	18	17
Web of Science	25	2	0	15	0	0	8
Google Acadêmico	56	5	1	23	12*	4	11
Total	125	12	5	38	12	22	36

Fonte: elaborado pelos autores

* Devido aos critérios de busca da ferramenta, não foi possível identificar nesses artigos se as palavras de busca encontravam-se no título ou no resumo ou nas palavras-chave.

A partir da análise dos artigos, foram estipuladas as categorias temáticas abordadas (i.e. investimento em propaganda, competição, sinergia/canibalização, propaganda enganosa e gestão de crise) e o tipo de mídia utilizado. Artigos que debatem performance, métricas financeiras e valor da firma (KATSIKEAS et al. 2016; OLIVEIRA et al. 2010; SRINIVASAN e HANSSENS, 2009) foram utilizados para caracterizar o tipo de dado utilizado na análise (longitudinal ou estudo de evento) e métricas usadas para determinar o valor da firma (baseadas

no consumidor; produto no mercado; contábeis; empresa; e mercado financeiro). O resultado dessa análise é explorado no próximo capítulo.

4. Resultados

4.1. Caracterização da amostra

A verificação das fontes de publicação dos periódicos ocorreu a partir de uma análise de frequência gerada a partir do software JASP®. As principais fontes de publicação são: *Journal of Marketing* (7 artigos), *Journal of Academy of Marketing Science* e *Management Science* (3 artigos), *Journal of Marketing Research* (2 artigos) e *Journal of Retailing* (2 artigos). Ao separar as fontes (periódicos e congressos) por área, identificou-se uma maior parte de artigos publicados em fontes focadas em marketing (18), Gestão (6), contabilidade finanças (5), comunicação (2) e demais áreas com um (e.g. economia, engenharia, internet e turismo). Com relação ao ano de publicação, foram identificados os seguintes resultados: seis artigos publicados em 2016; cinco em 2011 e 2014; quatro em 2010; três em 2009 e 2012; dois em 2017; e um nos demais anos identificados (1997, 2001, 2003, 2005, 2006, 2013, 2015 e 2018).

O maior número de artigos recentes se explica devido ao chamado de alguns autores e a necessidade do marketing em justificar os elevados investimentos na área (KUMAR, 2015; RUST et al. 2004), além da aproximação entre teoria e prática (KUMAR, 2017). Em outras palavras, os pesquisadores identificam a necessidade de pesquisas que justifiquem os investimentos em propaganda, atendendo a uma necessidade da academia e do mercado.

Além de considerar o investimento em propaganda, três artigos investigaram competição e as outras categorias de estudo apresentaram um artigo (sinergia/canibalização; propaganda enganosa e gestão de risco), nota-se que em alguns artigos mais de um tópico é debatido. A vasta maioria dos trabalhos (30) tratam a propaganda de forma genérica, sem especificar ferramentas. A metodologia preferencial dos estudos foi a análise de dados longitudinais (31 artigos), enquanto estudo de eventos foi utilizado em 7 pesquisas. Observa-se que dois estudos utilizaram das duas metodologias.

Ao considerar as métricas, na presente análise buscou-se em um primeiro identificar o que os autores do artigo denominam valor da firma, e sua relação com investimentos em propaganda. Contudo, como forma de ampliar o conhecimento e os achados, caso no artigo se demonstre o impacto do investimento em propaganda em outras métricas estipuladas em Katsikeas et al. (2016); Oliveira et al. (2010); e Srinivasan e Hanssens (2009) – mesmo que não relacionadas diretamente ao valor da firma – essa foi computada, ampliando o entendimento sobre quais métricas são afetadas pelo investimento em propaganda. As principais medidas identificadas foram: Q de Tobin (13); retorno total de acionista/retorno de ação (10); retorno anormal de curto prazo (6); market to book, receita de venda e lucro/lucratividade (4); e retorno anormal de longo prazo (3). As demais medidas relacionam-se com satisfação dos consumidores, vendas, *market-share*, novos produtos, returno on assets (ROA), fluxo de caixa, risco e liquidez.

Nota-se uma utilização mais ampla de medidas de retornos de ações e Q de Tobin. Sridhar et al. (2016) apontam vantagens de utilizar Q de Tobin, são elas: incorpora informações sobre expectativa de ganhos futuros; não é afetada por convenções contábeis, mas ajustada a performance da indústria; compara várias organizações e indústrias, pois não é afetada pelos objetivos organizacionais; e não é vulnerável a interpretações da lei tributária.

O retorno anormal de ações pode ser uma *proxy* para expectativa dos investidores quanto a futuros desvios no fluxo de caixa em função de um evento (RAITHEL, TAYLOR e HOCK, 2016). Sirinivasan et al. (2009) entendem que as ações de marketing são ativos intangíveis que afetam a perspectiva dos investidores quanto ao fluxo de caixa futuro, refletindo o retorno de ações. A métrica utilizada pode afetar a elasticidade da propaganda no valor da firma (EDELING e FISCHER, 2016), os autores identificam que a elasticidade da propaganda tende a ser maior para medidas do nível de firma (e.g. Q de Tobin) ao invés de retorno de ações. Os

autores citam o estudo de Mizik e Jacobson (2009) para argumentar que o valor de Q de Tobin pode sofrer auto correlação e sugerem que a medida de retorno de ações é melhor variável dependente.

4.2. Análise dos dados

4.2.1. Análise das categorias temáticas identificadas

Investimento em propaganda. O estudo de Edeling e Fischer (2016) trata-se de uma meta-análise da propaganda. Além de identificar diferenças de resultados em função da métrica de valor de firma, os autores apontam que uma maior concentração de mercado leva a menor eficiência da propaganda no valor da firma. Os autores acreditam que o aumento do investimento de uma companhia na propaganda leva a uma reação de suas concorrentes, diminuindo os efeitos.

Competição. Considerando o ambiente competitivo destacam-se os achados de Joshi e Hanssens (2010) os quais apontam que o aumento do investimento em comunicação diminui o valor de firma de suas concorrentes de mesmo tamanho. Ainda sobre o cenário competitivo, os autores identificam que o mercado pune empresas em que o investimento em propaganda se desvia do nível ótimo. Eles consideram que, ao anunciarem, as empresas tornam-se familiares aos acionistas, convertendo-se em opção mais atrativa de investimento. Já Fosfuri e Giarratana (2009) avaliam marca registrada como proxy para nova publicidade, os autores identificam, em um mercado maduro e próximo a um duopólio, que o registro de uma nova marca de uma empresa, aumenta a capitalização de mercado de sua concorrente. Os autores argumentam que em mercados maduros há maior lealdade e identidade dos consumidores com as marcas, assim todas empresas se beneficiam da propaganda. Com base nesses estudos, se observa que os efeitos da propaganda no valor de firma das empresas concorrentes apresentam um campo para futuros estudos que abordem quais situações a propaganda da concorrência afeta positivamente (negativamente) as métricas da empresa.

Sinergia/canibalização. Identificou-se apenas o estudo de Sridhar et al. (2016). Nele os autores dividem as várias mídias em três grupos (nacional, regional e *online*), apresentando as diferenças quanto quantidade e qualidade do alcance, bem como a mensagem elaborada por cada uma. Os autores constatam que o valor da firma é impactado individualmente por cada ferramenta, contudo o aumento do investimento em uma ferramenta aumenta sua eficiência, contudo enfraquece a relação das demais ferramentas. Os autores acreditam que os distintos objetivos dessas mídias acabam por confundir o consumidor através de mensagens conflitantes.

Propaganda enganosa. A partir da metodologia de estudo de evento, Jeong e Yoo (2011) identificam que empresas que envolvem-se em propaganda enganosa e são punidas pela *federal Trade Commission* (fTC) experimentam um retorno anormal negativo de ações. Contudo, empresas com maior investimento em propaganda foram menos afetadas nessa relação – o investimento em comunicação apresenta-se como variável moderadora.

Gestão de crises. Uma possível explicação a esse efeito moderador apresentado no parágrafo anterior pode ser observada na pesquisa classificada aqui como gestão de crises de Liu, Shankar e Yun (2017), estudo no qual se constatou que o volume de propaganda reduz os efeitos negativos de longo prazo do volume de recall e retorno anormal. Os autores argumentam que a ênfase em investimentos em publicidade pode demonstrar comprometimento em aumentar o valor da marca. Acredita-se que apesar de enviar um sinal negativo ao mercado ao se envolver em propaganda enganosa, as empresas que investem mais nessa mídia demonstram intenção de aumentar o *brand eqüity* diminuindo a percepção de perdas dos acionistas. Se observa o papel moderador da propaganda como forma a reduzir efeitos negativos.

4.2.2. Propaganda e o Q de Tobin

Conforme mencionado, em 13 estudos o valor da firma foi mensurado com base no Q de Tobin. A maior parte dos estudos apontam para relação positiva entre o investimento em comunicação e essa métrica de valor de firma (10). Em alguns casos foram identificados efeitos

duplos (positivo e positivo/negativo), em função de análise conjunta e mitigada dos dados ou forma de mensuração. É possível observar a eficácia da propaganda no valor da firma, considerando o Q de Tobin como medida. Contudo, explora-se os resultados contrários como forma a elucidar potenciais diferenças.

Inicialmente se observa o estudo de Malshe e Agarwal (2015) que explora o papel da alavancagem na satisfação do consumidor. Os autores identificam que a relação negativa entre alavancagem e satisfação é mediada pelos investimentos em propaganda. Os autores pontuam que o investimento em propaganda gera impactos positivos em diversas variáveis que antecedem a satisfação (por exemplo, qualidade percebida). Na continuação da análise, os autores observam que o valor da firma (medido pelo log de Q de Tobin) não é afetado pela propaganda (relação positiva, porém sem significância estatística). Da mesma forma Merino, Srinivasan e Srivastava (2006) identificam que investimento em propaganda apresenta valor positivo no Q de Tobin, contudo a relação é negativa quando considera-se a variabilidade do valor intangível (log de Q de Tobin). Identifica-se que a forma de mensurar e analisar a medida de performance pode influenciar o resultado.

Outro fator que pode afetar a relação entre comunicação e o valor da firma é a estratégia da empresa (McALISTER et al. 2016). Os autores acreditam que as empresas que se utilizam da estratégia de diferenciação se beneficiam mais desse investimento, pois as comunicações utilizadas buscam criar algo diferenciado para o consumidor, e isso torna o cliente menos sensível às variações de preço e mais responsivo aos chamados da empresa. A estratégia torna-se um fator de controle que pode afetar essa relação. Peng et al. (no prelo) identificam uma relação positiva, porém insignificante entre propaganda e o valor da firma. Contudo, os autores consideram o impacto do tamanho da empresa, medido a partir do total de ativos, e constatam a relação apenas em empresas maiores (vs. menores). Esses dois estudos atestam que algumas variáveis relacionadas com características das empresas podem afetar as relações propostas, devendo haver um controle por parte dos pesquisadores.

4.2.3. Propaganda e o retorno de ações

Ao se tratar as medidas de retorno de ações (sejam retornos anormais ou total), observou-se que houveram 19 ocorrências dessas medidas. Em quatro vezes falhou-se em achar a relação positiva do valor do investimento em propaganda e essas medidas, sendo dois para retornos anormais de curto prazo e dois para retorno total de acionistas/retorno de ação.

Miyazaki e Morgan (2001) testam o efeito do anúncio da propaganda nos jogos olímpicos no retorno de ações, através de um estudo de eventos. Os autores indicam que apesar da crítica a esse tipo de estratégia, seus resultados falham em achar retornos negativos significantes, e, em uma janela de tempo analisada, encontram um resultado positivo, sugerindo que apesar das críticas, investir em grandes eventos, como os jogos olímpicos, aparenta ser uma estratégia justificável. Entretanto, deve-se notar que os resultados, em geral, apontam para efeito neutro. Outro estudo demonstra que o impacto da propaganda na final do campeonato de futebol americano (*Super Bowl*) só é positivo nos retornos através do aumento do *brand equity* baseado no consumidor (RAITHEL, TAYLOR e HOCK, 2016). Os autores afirmam que estudos anteriores sobre a comunicação no *Super Bowl* apresentam resultados mistos, e argumentam a necessidade de se testar variáveis moderadoras/mediadores, como o *brand equity* baseado no consumidor. Dessa forma, é possível que a falha em achar resultados significativos no patrocínio das olimpíadas (MIYAZAKI e MORGAN, 2001) se associe a não consideração de variáveis moderadoras e mediadoras (RAITHEL, TAYLOR e HOCK, 2016).

Ao considerar o retorno total dos acionistas, Tuli, Mukherjee e Dekimpe (2012) apontam que o investimento em propaganda no setor de varejo só afetará positivamente o valor da firma na presença de ganhos inesperados[3]. Esse resultado vai de encontro ao estudo de Ho, Keh e Ong (2005) que observam que empresas não-manufatureiras se beneficiam mais de investimento em propaganda, frente empresas de manufatura, os autores argumentam que

empresas não-manufatureiras podem não utilizar P&D e assim focar na propaganda. Nota-se, com base em ambos estudos que, apesar de aparentemente empresas não-manufatureiras se beneficiarem mais dos investimentos em propaganda, exceções são observadas em outras pesquisas. Se identifica ainda que as relações podem ser afetadas pelos distintos setores estudados.

4.2.4 Propaganda e Market-to-book, lucro, receita e variáveis culturais

Há de se observar que, em geral, os resultados apontam para a eficácia da propaganda em medidas relevantes, como lucro e receita, porém essas medidas não são necessariamente relacionadas com o mercado financeiro (KATSIKEAS et al., 2016). Como exceção, verifico u-se o estudo de Bayus, Erickson e Jacobson (2003), que não encontraram efeitos positivos da propaganda de um novo produto na lucratividade da empresa. Espera-se que o investimento em propaganda afete positivamente essas medidas, pois conforme apresentam Srinivasan et al. (2009), diversos estudos demonstram o resultado positivo nessas medidas, aparentando um consenso da eficácia da comunicação.

Com relação a medida Market-to-book, nota-se uma menor utilização (quatro estudos), cabendo destacar os achados de Srinivasan et al. (2013), os quais apontam que a maior propaganda intensifica a relação entre abertura (fechamento) de loja e menor (maior) valor de firma. Os autores apontam que o fechamento de lojas indica aos investidores que a cadeia irá se focar no atual núcleo de consumidores. Os demais estudos apresentam efeito positivo.

Por fim, cabe ressalvar que em sua maioria os estudos ocorrem com empresas e bases de dados nos Estados Unidos. Kundu, Kulkarni e Murthy (2010) não identificam relação positiva da propaganda no valor da firma (Q de Tobin) em empresas da Índia, ao dividirem por setores apenas em dois o resultado foi positivo (nomeadamente financeiro e duráveis). Os autores contribuem ao indicar a necessidade de avaliar setores separadamente, conforme apresentado nos parágrafos anteriores. Ainda outro ponto em questão é a cultura, além desse estudo realizado na Índia, o estudo de Han e Manry (2004*), realizado com empresas da Coréia do Sul, e que aponta para resultados negativos do investimento em propaganda e o preço de ações.

Cabe ressalvar que a principal contribuição da análise foi demonstrar que a relação entre investimento em comunicação e o valor da firma pode apresentar várias nuances, não apresentando uma relação generalizada a todo tipo de companhia. Reitera-se assim o argumento de Assaf et al. (2017) que afirmam que essa relação (investimento em propaganda e valor da firma) não é direta. Há de se considerar ainda que as empresas possuem recursos limitados e várias áreas a receberem investimentos, devendo assim buscar um nível ótimo de alocação de recursos de forma a obter máximo valor de firma.

5. Agenda de pesquisa

Nesta seção os principais tópicos que demonstram ainda necessidade de novos estudos, identificados com base na revisão sistemática, são apresentados.

Nota-se um chamado na literatura para estudos que considerem variáveis moderadoras que afetem o caminho de investimento em propaganda e o valor da firma (e.g. Assaf et al. 2017; Edeling e Fisher, 2016). Esse chamado se justifica no presente estudo, ao demonstrar que elementos como a estratégia e o setor podem afetar essa relação. Shah e Akbar (2008) atentam para novos estudos em distintos setores como forma a observar em quais os resultados são maiores. Ainda há de se considerar que estudos consideram o investimento da propaganda a partir do valor bruto, sem considerar outros elementos como período de vinculação e pessoas atingidas. Ainda os estudos não consideram a presença ou ausência de endossantes que podem intensificar (ou diminuir) a relação. Também não se observou nos estudos uma análise do histórico da empresa (se já se envolveu em propagandas enganosas no passado, por exemplo). Ainda há de se considerar o público alvo (jovens, idosos, homens, mulheres, etc.) para entender

se o investimento em comunicação aos diferentes públicos apresenta efeitos diversos no valor da firma.

Outra variável que deve ser melhor verificada é a cultura. Em um primeiro momento nota-se uma escassez de estudos realizados no Brasil (a partir da revisão identificou-se apenas Fortunato et al. (2010), que realizam a análise com base em empresas norte americanas). Com isso, gestores e investidores brasileiros baseiam suas decisões a partir de pesquisas com empresas de outros países. Contudo, os resultados demonstram uma potencial diferença cultural. Este estudo encoraja pesquisadores brasileiros a realizarem mais análises com empresas nacionais e a buscarem comparar, em pesquisas simultâneas, resultados com empresas de outros países, os resultados obtidos.

Ainda se encoraja novos estudos a aprofundar tópicos com menos estudos identificados. Para análise de canibalização/sinergia seria importante que novas pesquisas busquem ampliar as ferramentas do mix de comunicação para além daquelas identificadas na revisão, possibilitando a identificação de um nível ótimo de investimento, além disso, é importante considerar outras áreas de investimento nas empresas, além de comunicação, buscando identificar melhor performance a partir de múltiplas ferramentas.

6. Considerações finais

Este estudo objetivou realizar uma revisão sistemática das pesquisas que relacionam investimento em propaganda ao valor da firma. A partir de uma base final de 36 artigos produzidos nos últimos 21 anos se observou que, em geral, medidas que se associam a métricas relevantes, contudo não associadas diretamente ao mercado financeiro, apontam resultados positivos ao efeito da propaganda. Para medidas de mercado financeiro os resultados apontam em sua maioria efeitos positivos, porém demonstrou-se que relações insignificantes e negativas podem ser encontradas, indicando a necessidade de maiores pesquisas para aprofundar essa relação.

Os resultados demonstram que existem variáveis que devem ser conhecidas e controladas, pois elas podem exercer influência na relação entre propaganda e valor da firma (a partir de moderação e/ou mediação). Uma maior generalização desses estudos seria de grande valia aos executivos, ao demonstrar em quais setores, condições, culturas, etc. a propaganda gera melhores resultados ao valor da firma. Essas questões estão expostas na agenda de pesquisa proposta.

Este estudo traz contribuições à academia ao compilar e demonstrar os motivos pelos quais a relação entre propaganda e o valor da firma não pode ser generalizado, além de encaminhar uma agenda para futuras pesquisa. Gerencialmente, este estudo apresentou situações onde valor da firma não é afetado pelos investimentos em propaganda e servindo de guia à gestores quanto ao investimento ou não nessa ferramenta.

O presente estudo buscou seguir uma metodologia de revisão sistemática, contudo algumas limitações, inclusive inerentes à metodologia, são observadas. Uma primeira limitação encontra-se nas palavras usadas na busca ("*advertsing*" e "*firm value*"), novos estudos podem considerar outras como "*firm performance*"; "*metrics*"; "*shareholder value*"; além dos nomes das métricas (Q de Tobin, por exemplo). Outra limitação ocorre no foco do estudo em atentar-se aos investimentos em comunicação, não levando em consideração outros investimentos. Novos estudos devem mapear outras variáveis como investimento em pesquisa e desenvolvimento, responsabilidade social, entre outros. Ressalva-se que na presente análise alguns artigos debatiam concomitantemente esses tópicos, porém os resultados não foram reportados em função do escopo. Sugere-se que futuras pesquisas busquem preencher as lacunas apresentadas na agenda de pesquisa.

Notas

[1] Frente a um crescimento inesperado.

[2] Os autores não explicitam no texto o período de análise. Considerou-se 1964-2004 com base nos resultados apresentados.

[3] Reflete a performance em um período e a capacidade de gerar receitas (TULI, MUKHERJEE e DEKIMPE 2012).

* Artigos utilizados para embasar resultados descobertos, porém não selecionados na revisão sistemática em função dos critérios utilizados.

Referências

BAYUS, Barry L.; ERICKSON, Gary; JACOBSON, Robert. The financial rewards of new product introductions in the personal computer industry. **Management Science**, v. 49, n. 2, p. 197-210, 2003.

BROILO, Patricia Liebesny; ESPARTEL, Lélis Balestrin. Confusão do Consumidor no Cenário Multimídia e Multicanal: Definição do Construto e Agenda de Pesquisa. **REMark**, v. 15, n. 1, p. 42, 2016.

CHEONG, Yunjae; DE GREGORIO, Federico; KIM, Kihan. Advertising spending efficiency among top US advertisers from 1985 to 2012: Overspending or smart managing?. **Journal of Advertising**, v. 43, n. 4, p. 344-358, 2014.

EDELING, Alexander; FISCHER, Marc. Marketing's impact on firm value: Generalizations from a meta-analysis. **Journal of Marketing Research**, v. 53, n. 4, p. 515-534, 2016.

FENG, Hui; MORGAN, Neil A.; REGO, Lopo L. Marketing department power and firm performance. **Journal of Marketing**, v. 79, n. 5, p. 1-20, 2015.

FORTUNATO, Graziela et al. Interacao dos dispendios de publicidade com ciclos economicos e o valor da empresa: analise empirica das empresas Norte-Americanas do setor de bens de consumo. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 3, 2010.

FOSFURI, Andrea; GIARRATANA, Marco S. Masters of war: Rivals' product innovation and new advertising in mature product markets. **Management Science**, v. 55, n. 2, p. 181-191, 2009.

JEONG, Jaeseok; YUN YOO, Chan. Deceptive advertising and abnormal stock returns: An event study analysis. **International Journal of Advertising**, v. 30, n. 3, p. 509-535, 2011.

JOHNSON, Robert; SOENEN, Luc. Indicators of successful companies. **European Management Journal**, v. 21, n. 3, p. 364-369, 2003.

JOSHI, Amit; HANSSENS, Dominique M. The direct and indirect effects of advertising spending on firm value. **Journal of Marketing**, v. 74, n. 1, p. 20-33, 2010.

HAN, Bong H.; MANRY, David. The value-relevance of R&D and advertising expenditures: Evidence from Korea. **The International Journal of Accounting**, v. 39, n. 2, p. 155-173, 2004.

HANSSENS, Dominique M.; RUST, Roland T.; SRIVASTAVA, Rajendra K. Marketing strategy and Wall Street: nailing down marketing's impact. **Journal of Marketing**, v. 73, n. 6, p. 115-118, 2009.

HO, Yew Kee; KEH, Hean Tat; ONG, Jin Mei. The effects of R&D and advertising on firm value: an examination of manufacturing and nonmanufacturing firms. **IEEE Transactions on Engineering Management**, v. 52, n. 1, p. 3-14, 2005.

HOMBURG, Christian et al. The loss of the marketing department's influence: is it really happening? And why worry?. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 43, n. 1, p. 1-13, 2015.

HYMAN, Michael R.; MATHUR, Ike. Retrospective and prospective views on the marketing/finance interface. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 33, n. 4, p. 390-400, 2005.

KATSIKEAS, Constantine S. et al. Assessing performance outcomes in marketing. **Journal of Marketing**, v. 80, n. 2, p. 1-20, 2016.

KITCHEN, Philip J. "Guest editorial", **European Journal of Marketing**, v. 51 n. 3, p.394-405, 2017.

KUMAR, V. Evolution of marketing as a discipline: What has happened and what to look out for. **Journal of Marketing**, v. 79, n. 1, p. 1-9, 2015.
KUMAR, V. Integrating theory and practice in marketing. **Journal of Markeing**, v. 81, n. 2, p. 1-7, 2017.
LIU, Yan; SHANKAR, Venkatesh; YUN, Wonjoo. Crisis management strategies and the long-term effects of product recalls on firm value. **Journal of Marketing**, v. 81, n. 5, p. 30-48, 2017.
MALSHE, Ashwin; AGARWAL, Manoj K. From finance to marketing: the impact of financial leverage on customer satisfaction. **Journal of Marketing**, v. 79, n. 5, p. 21-38, 2015.
MCALISTER, Leigh et al. Advertising effectiveness: the moderating effect of firm strategy. **Journal of Marketing Research**, v. 53, n. 2, p. 207-224, 2016.
MERINO, Maria; SRINIVASAN, R.; SRIVASTAVA, R. K. Advertising, R&D, and variability of cash flow and intangible firm value. **Unpublished manuscript**, 2006.
MIYAZAKI, Anthony D.; MORGAN, Angela G. Assessing the Market Value of Sponsoring: Corporate Olympic Sponsorships. **Journal of Advertising Research**, v. 41, n. 1, p. 9-15, 2001.
OLIVEIRA, MOR de et al. Interface entre marketing e finanças: um levantamento sobre indicadores de desempenho e aproximação entre as essas áreas. **Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, 2010.
PALMATIER, Robert W.; HOUSTON, Mark B.; HULLAND, John. Review articles: purpose, process, and structure. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 46, n. 1, p. 1-5, 2018
PENG, Chi-Lu et al. Synergy between R&D and advertising on shareholder value: Does firm size matter?. **Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration**, no prelo.
PETERSON, Robert A.; JEONG, Jaeseok. Exploring the impact of advertising and R&D expenditures on corporate brand value and firm-level financial performance. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 38, n. 6, p. 677-690, 2010.
RAITHEL, Sascha; TAYLOR, Charles R.; HOCK, Stefan J. Are Super Bowl ads a super waste of money? Examining the intermediary roles of customer-based brand equity and customer equity effects. **Journal of Business Research**, v. 69, n. 9, p. 3788-3794, 2016.
SHAH, Syed Zulfiqar Ali; AKBAR, Saeed. Value relevance of advertising expenditure: A review of the literature. **International Journal of Management Reviews**, v. 10, n. 4, p. 301-325, 2008.
SHIMP, Terence A.; ANDREWS, J. Craig. **Advertising promotion and other aspects of integrated marketing communications**. Cengage Learning, 2013.
SRIDHAR, Shrihari et al. Relating online, regional, and national advertising to firm value. **Journal of Marketing**, v. 80, n. 4, p. 39-55, 2016.
SRINIVASAN, Shuba; HANSSENS, Dominique M. Marketing and firm value: Metrics, methods, findings, and future directions. **Journal of Marketing Research**, v. 46, n. 3, p. 293-312, 2009.
SRINIVASAN, Shuba et al. Product innovations, advertising, and stock returns. **Journal of Marketing**, v. 73, n. 1, p. 24-43, 2009.
SRINIVASAN, Raji et al. Effects of opening and closing stores on chain retailer performance. **Journal of Retailing**, v. 89, n. 2, p. 126-139, 2013.
TAYLOR, Charles, Editorial, **International Journal of Advertising: The Review of Marketing Communications**, v. 29, n. 2, p. 161-164, 2010.
TULI, Kapil R.; MUKHERJEE, Anirban; DEKIMPE, Marnik G. On the value relevance of retailer advertising spending and same-store sales growth. **Journal of Retailing**, v. 88, n. 4, p. 447-461, 2012.
WOLFSWINKEL, Joost F.; FURTMUELLER, Elfi; WILDEROM, Celeste PM. Using grounded theory as a method for rigorously reviewing literature. **European Journal of Information Systems**, v. 22, n. 1, p. 45-55, 2013.