

Avaliação de empresas farmacológicas: um estudo de caso goiano sobre percepção de valor¹

Cíntia Oliveira Elias

Moisés Ferreira da Cunha

RESUMO: A gestão baseada em valor, ferramenta da moderna administração, ao utilizar premissas da avaliação de empresas, possui como objetivo a otimização do valor da entidade. A atividade farmacológica contribui para a alavancagem do PIB goiano, apresentando-se como objeto ideal a respeito de valor, gerenciá-lo é crucial para que sejam tomadas as melhores decisões empresariais. Empresas que criam valor acima da média de suas concorrentes oferecem vantagem competitiva, o que reflete a capacidade dos gestores em fazer escolhas. A qualidade das decisões, em termos de investimentos e financiamentos, garante a perpetuidade e o progresso da empresa maximizando seu valor para os proprietários. A pesquisa objetivou analisar o conhecimento dos gestores no que diz respeito à avaliação de empresas baseada em valor, a percepção de valor, assim como seus direcionadores. Utilizou-se a metodologia do estudo de caso, por meio de questionário e entrevista, com a finalidade de identificar alguns pontos-chave para a análise da percepção de valor. Constatou-se que o gestor, em geral, possui uma concepção errônea sobre valor, na medida em que premissas essenciais da gestão baseada em valor não são percebidas com a devida importância.

PALAVRAS-CHAVE: Gestão baseada em valor. Valor. Avaliação de empresas. Empresas farmacológicas.

ABSTRACT A value-based management, which is a tool of modern management, using companies' valuation assumptions, has aimed to optimize the value of the entity. The pharmacological activity currently contributes to the leverage of GDP in Goiás presenting itself as the ideal object concerning value, to manage it is crucial in order to make the best business decisions. Companies that create value above the average of its competitors offer competitive advantage, what should reflect the ability of managers to make choices. The quality of decisions, both in terms of investments, as well as of financing, guarantee the perpetuity and progress of the company to maximize its value to the owners. Thus, this research aimed to analyze the knowledge of managers regarding the assessment of value-based companies, the perception of value as well as their drivers. In order to achieve this goal, we used the methodology of the case study, using a questionnaire and interviews, with the aim of identifying some key points concerning the analysis of the perception of value. As a result, it was found that managers generally have a misconception about value.

KEYWORDS: Value-based management. Value. Valuation of companies. Pharmacochemical Companies.

¹ Resumo publicado nos anais do 11º Conpeex Congresso de Pesquisa, Ensino e Extensão p.360, assim como apresentação oral no III Seminário em Contabilidade na UFG, 2014, Goiânia. III SCont, 2014.

Recebido em: 04/11/2014

Aprovado em: 13/07/2015

Sistema de Avaliação: Double Blind Review

Editores Científicos: Maria Aparecida de Souza Melo e Simone Pereira Silva Bastos

1 INTRODUÇÃO

Na década de 1990, fenômenos como abertura comercial e financeira, privatizações e equilíbrio monetário, dentro de um cenário de globalização produtiva e financeira, proporcionaram a estabilização da economia brasileira. A indústria farmacológica foi uma das que mais absorveram tais modificações, devido à política macroeconômica de controle de preços, à expansão da renda, à criação da Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA), às políticas de controle das patentes e à introdução dos genéricos no mercado (GIAMBIAGI; VILLELA, 2005).

MECHLIN (2012) expõe que, no ano de 1998, entre os dez maiores laboratórios do setor, em termos de faturamento, apenas um era de capital nacional. Tal cenário somente apresentou mudança significativa com a introdução dos medicamentos genéricos no Brasil, através da Lei 9.787 de 10 de janeiro de 1999. Estabeleceram-se alterações das políticas de acesso a medicamentos, expandiu-se o acesso da população a produtos de qualidade a preços menores, fortaleceu-se a indústria nacional e possibilitou-se o crescimento dos laboratórios e o desenvolvimento desse setor no país.

Em 2013, o setor farmacológico nacional alcançou faturamento bruto de R\$ 57 bilhões, quantia da qual os genéricos tiveram aproximadamente 24% do total. Em comparação com o ano de 2012, o crescimento alcançou os 17%. A tendência é que mercados emergentes, como o Brasil, apresentem crescimento, nesse campo, em torno dos 11% ao ano (IMS HEALTH, 2014).

Nesse sentido, o estado de Goiás começou a transformar a sua estrutura econômica baseada, essencialmente, em atividade agropecuária. Exemplo disso é o Distrito Agroindustrial de Anápolis (DAIA), que possui, atualmente, o segundo maior polo farmacológico do país e da América Latina. Apesar de o Distrito Agroindustrial de Anápolis - DAIA ter iniciado as atividades em meados de 1970, indústrias desse ramo começaram a ser implantadas na década de 1990, atraindo laboratórios com tecnologia de ponta, através de políticas de incentivo, como isenção de impostos e financiamentos, agregando desenvolvimento e crescimento na região (SEGPLAN, 2014).

O polo conta com mais de 20 empresas do ramo farmacológico, dentre outras indústrias dos mais variados segmentos, que juntas empregam mais de 10 mil pessoas. (SEGPLAN, 2014). Diante de tal cenário, a necessidade de gerenciar valor apresenta-se como crucial para a tomada das melhores decisões empresariais. Conforme exposto por Copeland *et al.* (2006), gestores que se dedicam a criar valor obtêm empresas mais sólidas, conseqüentemente uma economia melhor estruturada, proporcionando bem estar em nível macroeconômico.

Avaliação de empresas baseada em valor mostra-se como importante ferramenta de gestão e planejamento financeiro. Empresas que criam valor acima da média de suas concorrentes apresentam vantagem competitiva e essa observação deve refletir a capacidade dos gestores em fazer escolhas. A qualidade das decisões (tanto de investimentos quanto de financiamentos) garantem a perpetuidade e o progresso da

empresa maximizando seu valor para os proprietários (DE BRITO; BRITO, 2012).

Com a finalidade de contribuir para este debate, o presente estudo busca responder o seguinte problema de pesquisa: Qual a percepção dos gestores das empresas farmacológicas em Goiás a respeito da gestão baseada em valor? Dessa forma, o objetivo da pesquisa é analisar o conhecimento dos gestores no que diz respeito à avaliação de empresas baseada em valor, a percepção de valor, assim como seus direcionadores.

Para o desenvolvimento do trabalho utilizou-se, inicialmente, de entrevista pessoal com o Presidente da empresa, abordando-o com perguntas para auxiliar na compreensão da empresa como um todo. Posteriormente, foi aplicado um questionário composto por 13 (treze) questões, tanto abertas como fechadas, baseadas na pesquisa de Cunha e Frezatti (2004).

A importância do estudo está em proporcionar um *feedback* para gestores e proprietários das empresas sob o ponto de vista de qualidade da administração, efetividade na maximização de valor, mensurando os efeitos das decisões tomadas no sentido do crescimento das empresas.

O artigo está estruturado em cinco partes, a introdução; referencial teórico: onde são apresentadas informações sobre o setor farmacológico goiano, um panorama geral sobre a teoria de avaliação de empresas e uma síntese de pesquisas anteriores que discutiram gestão baseada em valor. Além destes, a metodologia, análise de resultados e considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Setor Farmacológico Goiano

O Plano Real implementado em 1994 possibilitou a redução da inflação, impactando no aumento do salário dos trabalhadores, associado à retomada de crédito o que ampliou o mercado interno e restabeleceu investimentos e crescimento do PIB. Apesar dos fármacos não terem sido contemplados diretamente pelo aumento do crédito, a indústria farmacêutica recebeu incentivos com a expansão da renda, uma vez que parcela considerável da população brasileira obteve facilidades no acesso aos medicamentos (MECHLIN, 2012).

Segundo Lemos (2006), a criação da ANVISA, a promulgação da Lei de Genéricos e da Lei das Patentes, provocaram significativa expansão neste setor. A introdução dos genéricos, em meados de 1999, possibilitou o fortalecimento de empresas de capital nacional atraindo empresas estrangeiras para esse mercado, estimulando a adesão de novas práticas pelos laboratórios transnacionais instalados no país.

Nesse contexto, o estado de Goiás tornou-se um dos principais polos farmacológicos nacionais, localizado no DAIA, possui, atualmente, o segundo maior polo desse ramo no país e na América Latina, instalado na década de 1990, contando com mais de 20 empresas do setor e empregando mais de dez mil trabalhadores (PMA, 2014).

O Polo Farmacêutico em Goiás movimenta elevadas somas de recursos, conforme salientado pela Secretaria de Estado Gestão e Planejamento de Goiás, o crescimento da atividade industrial goiana em 2013 foi de 2,4%, com ênfase para a

indústria de transformação, que inclui a parcela referente à indústria química e de medicamentos, superando os patamares de 2012 (SEGPLAN, 2014).

2.2 Avaliação de empresas

Avaliação de uma empresa tem como propósito obter o valor justo de mercado, aquele que demonstra de modo equilibrado a capacidade econômica da companhia (MARTINS, 2001; MIRANDA *et al.*, 2009). Fernandez (1999) discorre que uma empresa tem um valor diferente para a companhia e para o comprador. Valor nunca deve se confundir com preço, valor é subjetivo e depende de diversos fatores, enquanto que o preço é aquilo que o comprador e o vendedor acordaram em determinado momento. A identificação do valor depende tanto do sujeito que avalia, quanto do objeto avaliado, e fatores como as percepções sobre o futuro do setor, distintas estratégias, contexto econômico corroboram com essa afirmação.

Valuation é comumente utilizado ao se referir às avaliações de empresas; e segundo Costa *et.al.* (2010) seu significado abrange valoração de ativos econômicos geradores de benefícios futuros a seus proprietários. Envolve toda a análise do passado e futuro, por se referir às expectativas, trata-se de um processo subjetivo. O valor de uma empresa é definido pelo que ela é capaz de produzir de benefícios econômicos futuros de caixa, pelos seus resultados esperados (ASSAF; LIMA, 2010; CUNHA *et al.* 2012).

Nessa perspectiva, sua metodologia exige o domínio de conceitos teóricos em finanças, de suas técnicas e procedimentos e dos inúmeros fatores que condicionam o valor da empresa. Conhecer a companhia, suas atividades, o ambiente no qual ela está inserida é crucial na escolha do método de avaliação a ser utilizado (DAMODARAN,

2007; LICERAS, 2009; MIRANDA *et al.* 2009; PEREZ; FAMÁ, 2004).

Existem diversas razões para a avaliação de empresas, como a compra e venda de negócios, fusões, cisão, dissolução de sociedades, avaliação da habilidade dos gestores em gerar riqueza para os acionistas, entre outros (CUNHA *et al.*, 2013; MUÑOZ; GIACOMOZZI, 2011; COSTA *et al.* 2010; MARTINS *et al.*, 2001; FERNANDEZ, 1999). Porém, não há um método considerado ideal, tudo está interligado às informações disponíveis, ao objetivo da avaliação e à premissa adotada (DAMODARAN, 2007).

Tratando-se do setor farmacológico em Goiás, impulsionador do PIB no estado, a busca por este valor torna-se um campo de estudo promissor. A percepção dos gestores dessas empresas sobre o que seria valor, assim como seus direcionadores, fornece parâmetros para a construção de modelos de avaliação mais adequados para o setor, proporcionando aos administradores dados que favoreçam o melhoramento na gestão baseada em valor (criação de valor, viabilidade de investimentos); melhoramento na gestão de ativos (valoração); dentre outros.

2.2.1 Gestão baseada em criação de valor

A literatura corrente em finanças expõe que o objetivo da administração é a maximização da riqueza para o proprietário (ASSAF, 2009; COPELAND *et.al.*, 2006). Nesse sentido, a função do gestor está associada às decisões capazes de impulsionar a remuneração do capital investido, criando valor econômico (SANTOS, 2011; MULLER; TELLÓ, 2003).

Para Assaf (2009), haverá criação de valor quando as receitas excederem todos os custos envolvidos, até mesmo o custo de oportunidade do capital próprio e de

terceiros investidos, caracterizando o MVA (*Market Value Added*). O MVA mede a geração de valor de uma empresa em relação aos investimentos realizados e é definido, em termos da diferença, entre o valor de mercado da empresa e o capital investido pelos acionistas. Crescimento cria mais valor, com a condição de que o retorno sobre capital exceda seu custo. Faz-se necessária a seleção de estratégias que maximizem o valor presente dos fluxos de caixa previstos, ou do lucro econômico (COPELAND *et.al.*, 2006).

Países, ao convergirem para modelos econômicos baseados em valor, destacar-se-ão à proporção que o capital adquirir maior mobilidade numa economia globalizada (ARAÚJO; –ASSAF, 2003). Em um setor como o farmacológico, inserido em uma economia de mercado, as decisões inerentes aos investimentos e seus financiamentos evidenciarão o risco do negócio, o risco financeiro, o lucro, e, por conseguinte, o valor econômico intrínseco da entidade estará refletido em seu preço de mercado (SANTOS, 2011).

Para Copeland *et.al.* (2006), tal gestão contempla a otimização do valor como objetivo financeiro. Esta é a melhor métrica de desempenho ao exigir uma informação completa, utilizando expectativas de longo prazo, considerando tanto os fluxos de caixa da demonstração de resultados, como do balanço patrimonial e contrapondo os fluxos de caixa distintos ajustados por seus riscos.

Segundo os autores supracitados, existem três fundamentos básicos para se definir direcionadores de valor, entendidos aqui como variáveis que exercem influência sobre o valor da entidade. Primeiramente, estes devem ser claramente relacionados à criação de valor para o acionista e propagado em todos os níveis da empresa; segundo, precisam ser definidos e mensurados tanto

por índices de performance financeiros como por operacionais (os chamados *drivers* não financeiros); e, por fim, devem considerar crescimento de longo prazo e desempenho operacional.

Um dos métodos mais utilizados, e que atende às três condições básicas de *drivers* de valor, é o *Economic Value Added* (EVA), valor econômico agregado, também, conhecido como lucro econômico. Propagado por volta da década de 1980 pela empresa americana de consultoria *Stern Stewart & Co*, como uma alternativa para a análise de resultados, pois considera o retorno operacional do investimento, o capital empregado e seu custo (COSTA *et.al.*, 2010).

Para seu cálculo, o lucro considerado é o operacional após imposto de renda, *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT). Depois de calculado o NOPAT, verifica-se qual o total de ativo operacional despendido para a geração desse lucro. Esse ativo operacional, ou capital investido, entendido aqui como todos os ativos imobilizados em operação, necessidades de capital de giro, incorporando, também, gastos com pesquisa, desenvolvimento e marketing, empregados no ano progresso. Esse mesmo montante pode ser levantado ao se somarem as dívidas onerosas (capital de terceiros) e o patrimônio líquido (capital próprio) como fonte de financiamentos (COSTA *et al.*, 2010).

Depois de verificado o NOPAT, o último passo para o cálculo do EVA é apurar o custo de oportunidade do capital investido. Segundo COSTA *et al.* (2010), a expressão pode ser obtida da seguinte maneira:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Custo de Capital Empregado}$$

O EVA apresenta-se uma medida empresarial diferenciada ao demonstrar se o capital está sendo remunerado de forma

adequada, ponderando o custo de oportunidade de outras aplicações alternativas. As medidas mais utilizadas falham em não considerar o montante e o custo de capital próprio e o de terceiros da empresa, não há como afirmar que o empreendimento está cobrindo os seus custos e, conseqüentemente, maximizado valor para o proprietário (SANTOS, 2011).

Portanto, segundo Cunha e Frezatti (2004), a gestão baseada em valor consiste numa forma de administrar que; utiliza premissas da avaliação de empresas; visando à otimização do valor de um negócio, podendo ser subdividido nos seguintes passos: definição da otimização de valor como objetivo financeiro; adoção da cultura fundamentada em valor; identificação e análise dos *value drivers*; elaboração e execução de técnicas voltadas para os principais *value drivers*.

2.3 Pesquisas anteriores

O Quadro 1 sintetiza algumas, dentre as diversas pesquisas, com autores e respectivos resultados, que foram realizadas a respeito de Gestão Baseada em Valor. e . Dentre elas, a pesquisa de Cunha e Frezatti (2004) utilizada como modelo para o questionário aqui aplicado.

Quadro 1: Estudos Anteriores sobre Gestão Baseada em Valor

Autores	Pesquisa	Resultado
Araújo e Assaf (2003)	Estudaram o papel da contabilidade na moderna gestão financeira, expondo premissas de um modelo baseado na gestão de valor comparativamente aos procedimentos contábeis tradicionais focados no lucro.	Concluíram que o procedimento tradicional não atende ao anseio dos usuários e que para alcançar medidas da criação de riqueza se faz necessário uma estruturação das informações contábeis baseadas em valor.
Cunha e Frezatti (2004)	A gestão baseada em valor analisando a empregabilidade e de métricas voltadas ao valor, através de uma pesquisa de campo junto a empresas do ramo hoteleiro no Rio Grande do Norte.	Constataram que o conceito de gestão de valor não é empregado dentro da realidade estudada e os gestores preferem medidas tradicionais voltadas ao lucro.
Martin <i>et al.</i> (2005)	Investigaram de forma empírica a relação entre criação de valor e os direcionadores de valor,	Verificaram que a quantidade de equipamentos de alta tecnologia é eficaz como

Autores	Pesquisa	Resultado
	financeiros e não financeiros, no setor de saúde no Brasil no período de 2002 a 2003.	direcionador para a criação de valor.
Guimarães Jr et al. (2007)	Objetivaram identificar as estratégias de criação de valor dos gestores, agrupando em macro direcionadores as variáveis que impulsionam e adicionam valor às empresas de <i>softwares</i> .	Concluíram que direcionadores não-financeiros – Governança Corporativa e Gestão de Pessoas – estão ligados ao aumento de valor.
Santos (2011)	Identificar e analisar como os gestores asseguram a criação de valor econômico em cooperativas agroindustriais na região Sul de Minas Gerais. Teve como embasamento teórico aspectos relativos à gestão financeira baseada na criação de valor econômico.	Houve destruição de valor econômico, ou seja, os resultados operacionais da cooperativa não foram capazes de remunerar o capital aplicado.

Autores	Pesquisa	Resultado
Sobue e Pimenta Jr. (2012)	Abordaram a criação de valor por parte de empresas do setor sucroalcooleiro no Brasil usando como parâmetro o EVA e MVA, analisando o nível de correlação alcançados no mercado entre eles.	Correlação estatisticamente significativa apenas para uma das empresas pesquisadas. Concluíram que o EVA não é uma medida coesa para demonstrar o comportamento futuro do MVA das empresas.

Fonte: Elaboração Própria.

3 METODOLOGIA

Como método científico, a presente pesquisa qualifica-se como exploratória descritiva, tratando-se, ainda, de um estudo qualitativo baseado em dados primários. A respeito dos procedimentos de coleta dos dados e informações utilizou-se questionário e entrevista, para o tratamento destas, optou-se pelo estudo de caso. Segundo Théóphilo e Martins (2009), este oferece respostas sobre “de que modo” e “porque” os eventos ocorrem, caracterizando-se por uma investigação empírico-descritiva dos fatos.

3.1 Amostra

O universo da pesquisa abrangeu as empresas do setor farmacológico na cidade de Anápolis, devido ao município ser destaque, neste setor, em Goiás, totalizando

dezenove empresas, destas quatro de capital internacional, como demonstra o gráfico 1. Inicialmente foi enviado o questionário para todas estas empresas do setor localizadas no DAIA, porém, apenas uma manifestou o interesse em ser objeto de estudo.

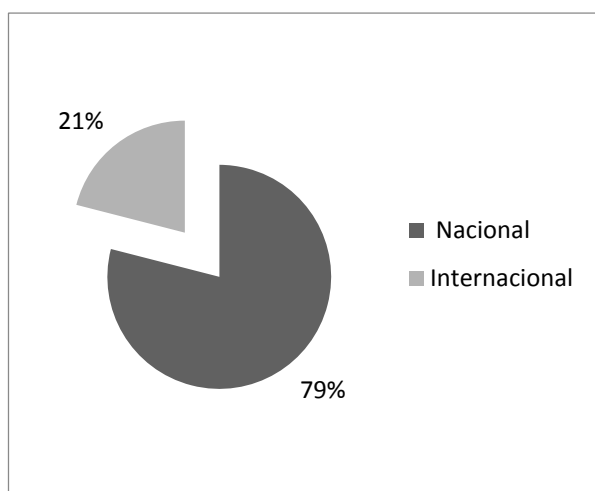


Gráfico 1: Empresas Farmacológicas em Anápolis: Composição do Capital

Fonte: Elaboração própria

3.2 Coleta de dados

O critério para formulação das perguntas foi pautado em características que direcionassem para a possibilidade, ou não, da adoção de uma gestão baseada em valor, visando identificar as características que melhor pudessem representar a realidade a ser estudada.

Assim, concentrou-se em alguns aspectos importantes tais como perfil da empresa, meta financeira, conceito de valor econômico, percepção do papel da contabilidade como ferramenta para gestão de valor, estrutura de capital, entre outras. O questionário aqui utilizado baseou-se na pesquisa de Cunha e Frezatti (2004) que analisou a percepção de valor por parte dos gestores da rede hoteleira no Rio Grande do Norte, assim como nas pesquisas anteriores citadas no quadro 1.

Inicialmente, realizou-se uma entrevista pessoal em fevereiro de 2014 com o Presidente da empresa e as perguntas foram dirigidas para melhor conhecer o perfil da empresa, área de atuação e diferenciais entre a empresa e seu ambiente. O questionário com a maioria de questões fechadas e apenas algumas abertas foi aplicado, posteriormente, em julho de 2014, direcionado ao presidente, e ao responsável pela contabilidade.

O questionário compôs-se de 13 (trezes) questões, sendo 6 (seis) questões abertas para identificar, por exemplo, a maneira que os gestores estão envolvidos no processo de maximização do valor da empresa, como é a mensuração da rentabilidade do capital aplicado, de que maneira o resultado influencia na tomada de decisão, como é o planejamento da empresa a respeito das atividades que incorporam valor, de que maneira os demais setores da organização estão envolvidos no processo de criação de valor, dentre outras.

E também, 7 (sete) questões fechadas para levantar assuntos como a meta financeira da entidade, fator determinante para o valor econômico de um negócio, alternativas para mensurar valor, medidas utilizadas para distribuir valor, papel da contabilidade, diferencial que incorpore valor.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A partir do que foi apurado na entrevista e questionário, faz-se aqui uma análise e discussão dos resultados. Em relação ao perfil empresarial, a empresa estudada (por questões de sigilo não terá seu nome divulgado) inserida no polo industrial de Anápolis, o DAIA, com participação desde meados dos anos 2000.

Em relação à meta financeira da entidade, formulou-se uma questão

específica, para levantar o que seria considerado pelo entrevistado como forma de agregar valor econômico para a empresa. Ao ser questionado sobre esse conceito, foi respondido que se trata de aproveitar um subproduto (resíduo) da produção e a ele adicionar tecnologia para melhorar o valor de comercialização. Tal percepção desse conceito demonstra-se errônea, pois se agrega valor, conforme exposto por Helfert (2003), quando os retornos de fluxo de caixa derivados dos investimentos sobrepõem-se ao custo médio ponderado de capital da entidade.

Porém, ao ser indagado a respeito do que é considerado como fator determinante para o valor econômico de um negócio, os entrevistados optaram dentre as opções: valor do patrimônio líquido, valor de mercado do negócio ou valor presente dos fluxos de caixa esperado, por valor de mercado do negócio.

Para mensurar valor de um empreendimento, constatou-se que é utilizado o retorno sobre investimento. Conforme salientado por Assaf (2009), esta não é eficaz para quantificar valor, por se tratar de uma medida de desempenho sendo considerada métrica de lucro, ao evidenciar a taxa de retorno de determinada aplicação, busca quantificar o que foi ganho ou perdido dado certo montante investido, não considerando o custo de oportunidade do investimento, portanto é ineficaz para informar se a empresa agrega valor.

Em relação às medidas utilizadas para direcionar o valor, os entrevistados escolheram faturamento e valor econômico agregado. Recorrer a valor econômico agregado como direcionador de valor, de acordo com Cunha e Frezatti (2004), proporciona uma análise mais satisfatória demonstrando a real situação da empresa, pois considera seu custo de oportunidade do capital investido e o risco do investimento.

Ao ser indagado a respeito do papel da contabilidade, constatou-se que o gestor a concebe de forma adequada, como instrumento para tomada de decisão, porém, ao também considerá-la como fator que determina o valor da empresa, evidencia viés sobre o entendimento da sua finalidade.

A respeito da estrutura de financiamento, a opção apresentada foi custo de capital próprio; sobre sua forma de cálculo foi exposto, apenas, que se baseia na taxa de juros cobrada no mercado, não sendo evidenciada, com clareza, sua forma de cálculo. A literatura corrente em finanças trata custo de capital próprio como a remuneração mínima exigida pelos acionistas ao investirem seus haveres no empreendimento, é o custo de oportunidade do acionista em um dado momento (MIRANDA *et al.*, 2006). Uma estrutura de financiamento capaz de maximizar valor é aquela que faz uma combinação ideal de capital próprio e de terceiros, resultando em um valor mínimo para o custo de capital da empresa (ALENCAR, 2007).

Ao comparar-se com empresas similares, os gestores responderam como diferenciais que incorporam valor o fato de que a tomada de decisões é realizada através de um planejamento estratégico anual, o qual considera as demandas de cada setor sobre a melhor forma de aquisição de novos investimentos (máquinas, ampliações de área etc.), através das discussões na construção dos orçamentos anuais, todos os setores são envolvidos no processo. Para Martin e Petty (2004), o apoio de gestores do nível tático afetando o comportamento de gestores do nível operacional, envolvendo todos os empregados no processo, destaca-se como primordial para o sucesso da gestão baseada em valor.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo analisar o conhecimento dos gestores no que diz respeito à avaliação de empresas baseada em valor e à percepção de valor, assim como seus direcionadores. Dessa forma, o problema de pesquisa constituiu-se em identificar “Qual a percepção dos gestores das empresas farmacológicas em Goiás a respeito da gestão baseada em valor?”.

Apenas uma empresa do setor farmacológico no DAIA se dispôs a ser objeto de pesquisa, o que levou os autores, para concluir o estudo, a lançarem mão da metodologia do estudo de caso, apesar das suas limitações. Adotou-se como instrumento de levantamento de dados o questionário e a entrevista, com o intuito de verificar o conhecimento do principal gestor da organização no que diz respeito à gestão baseada em valor.

Ao investigar o conhecimento do conceito de valor econômico, constatou-se uma concepção equivocada do termo, apesar desse ser considerado como meta financeira da entidade. A concepção errônea de tal termo pode explicar a escolha de retorno sobre o investimento (ROI) como métrica utilizada para mensurar valor de um empreendimento, uma vez que essa não serve para tal finalidade sendo um indicador baseado no lucro que mensura desempenho, e não valor (ASSAF, 2009).

A respeito do indicador para direcionar valor, os gestores escolheram faturamento e valor agregado. Deve ser utilizada uma combinação de indicadores, pois, empregado de forma isolada não corrobora com benefícios à empresa. Em relação à estrutura de financiamento ter sido apresentada apenas capital próprio, e seu conceito não ser compreendido da forma correta, evidencia, mais uma vez, a concepção enviesada a respeito da gestão

baseada em valor. Segundo COSTA *et al.* (2010), para o cálculo do EVA, principal métrica da criação de valor, é necessário determinar, dentre outros elementos, o custo de capital próprio, sendo essencial conhecê-lo de forma correta.

Perante os resultados expressados, por parte dos gestores da empresa estudada, nota-se que premissas essenciais da gestão baseada em valor não estão sendo percebidas com a devida importância. Assim, a pesquisa colabora com a entidade e com o setor onde a mesma está inserida, ao apresentar um produto capaz de oferecer direcionadores e premissas adequadas, a respeito de uma gestão baseada em valor de forma eficiente, quando utilizada da forma correta apresenta a otimização do valor de um negócio em nível macroeconômico.

O modelo de gestão baseada em valor necessita de otimização do valor como objetivo financeiro, uma cultura baseada em valor, identificação e implementação dos direcionadores de valor, com as principais estratégias empresariais voltadas a ele (ASSAF, 2009; COPELAND *et al.*, 2006).

A pesquisa não pretende encerrar o assunto abordado, e sim instigar a realização de pesquisas futuras sobre o tema. Sugere-se como pesquisas futuras um comparativo da gestão baseada em valor com mais empresas do setor, ou, até mesmo, com empresas de diferentes segmentos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALENCAR, Roberta Carvalho de. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado Brasileiro**. 2007. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

ARAÚJO, Adriana Maria Procópio de; ASSAF NETO, Alexandre. A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em

valor. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 33, p. 16-32, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; GUAISTI, L. **Fundamentos de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 5º ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BRASIL. Lei nº 9.787, de 10 de fevereiro de 1999.

COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. Pearson Makron Books, 2006.

COSTA, Luiz Guilherme Tinoco Aboim; COSTA, Rodolfo Tinoco Aboim; ALVIM, Marcelo Arantes. “Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas”. São Paulo: Atlas, 2010.

CUNHA, Moisés Ferreira et al. “Custo de Capital Médio Ponderado na Avaliação de Empresas no Brasil: Uma investigação da aderência acadêmica e a prática de mercado”. *Revista Ambiente Contábil*, v. 5, n. 2, p. 20-36, 2013.

CUNHA, Darliane Ribeiro; FREZATTI, Fábio. “Gestão baseada em valor: uma pesquisa no setor hoteleiro do Rio Grande do Norte”. *Revista Eletrônica de Administração*, v. 10, n. 4, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. Pearson Prentice Hall, 2007

DE BRITO, Renata Peregrino; BRITO, Luiz Artur Ledur. “Vantagem Competitiva e sua Relação com o Desempenho—uma Abordagem Baseada em Valor”. *RAC-*

Revista de Administração Contemporânea, v. 16, n. 3, p. 360-380, 2012.

FERNÁNDEZ, Pablo. **Valoración de empresas**. Gestión 2000, 1999.

GIAMBIAGI, Fabio; VILLELA, André Arruda. **Economia brasileira contemporânea**. Elsevier Brasil, 2005.

GUIMARÃES JR, F. R. F. **Identificação e mensuração do grau de importância dos direcionadores de valor das pequenas e médias empresas de software no Estado do Ceará. 2007. 87f. 2007**. Tese de Doutorado. Dissertação de Mestrado, UECE, Curso de Mestrado Acadêmico em Administração. Fortaleza: UECE.

HELFERT, Erich A. **Techniques of Financial Analysis—a guide to value creation**, Ed. BMT, 2006.

IMS HEALTH. Disponível em: <<http://www.imshealth.com/portal/site/imshealth>>. Acesso em: 23 de janeiro 2014.

LEMONS CAPANEMA, Luciana Xavier. “A indústria farmacêutica brasileira e a atuação do BNDES”. *BNDES setorial*, v. 23, p. 193-216, 2006.

LICERAS, Alejandro Narváez. “Valoración de empresas: en busca del precio justo”. *Contabilidad y Negocios*, v. 4, n. 7, p. 23-30, 2012.

MARTIN, D., WAKAMATSU, A., OLIVEIRA, E., NAKAMURA, W.” Análise da Relação Entre a Criação de Valor e os Direcionadores de Valor no Setor de Saúde no Brasil (2002-2003)”. *Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, vol.2, n3, p.37-46, 2005.

MARTIN, John D.; PETTY, J. William. **Gestão Baseada em Valor: a resposta das**

empresas à revolução dos acionistas. Qualitymark Editora Ltda, 2004.

MARTINS, Eric Aversari; CARVALHO, L. Nelson. “Ciência da contabilidade: um ensaio teórico sobre seu objetivo e objeto”. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, XI. 2011.

MARTINS, Eliseu. “Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica”. Caderno de estudos, n. 24, p. 28-37, 2001.

MIRANDA, Gilberto José; DOS REIS, Ernando Antonio; LEMES, Sirlei. “Valor de Empresas: Uma Bordagem do Fluxo de Caixa Descontado”. Contabilidade Vista & Revista, v. 17, n. 3, p. 45-65, 2009.

MUNOZ GALLEGOS, Cecilia; MEDINA GIACOMOZZI, Alex; “Determinación del valor económico añadido: un modelo alternativo”. Contabilidad y Negocios, v. 6, n. 11, p. 31-48, 2011.

MÜLLER, Aderbal N.; TELÓ, Admir Roque. “Modelos de avaliação de empresas”. Revista FAE, v. 6, n. 2, p. 97-112, 2003.

PEREZ, M. M; FAMÁ, R. “Avaliação de empresas e apuração de haveres em processos judiciais: uma análise segundo a Teoria de Finanças”. In: Seminário em Administração, FEA/USP-SEMEAD, VI, **Anais...**São Paulo, 2003.

PMA - Prefeitura Municipal de Anápolis. Dados municipais. 2003. Disponível em: <<http://www.anapolis.go.gov.br/portal/>>. Acesso em: 10 de janeiro 2014.

MECHLIN, Ana Raquel Prado. “A indústria farmacêutica brasileira a partir dos anos 1990: a Lei dos Genéricos e os impactos na dinâmica competitiva”. Leituras de Economia Política, n. 19, 2012.

SANTOS, Ercílio. “Criação de valor econômico em cooperativas agroindustriais”. Organizações Rurais & Agroindustriais, v. 4, n. 1, 2011.

SOBUE, Melise Alessandra; JUNIOR, Tabajara Pimenta. “A relação entre a geração de valor econômico e o valor de mercado das empresas sucroalcooleiras brasileiras”. Revista Contemporânea em Contabilidade, v. 9, n. 17, p. 103-120, 2012.

SOBRE OS AUTORES

Cíntia Oliveira Elias, Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Goiás, e-mail: cintia.ufg@gmail.com

Moisés Ferreira da Cunha, Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP), Professor Adjunto na Universidade Federal de Goiás. Diretor da Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas FACE/UFG. Conselheiro Técnico do Instituto Mauro Borges de Estatísticas e Estudos Socioeconômicos. Representante da área das Ciências Sociais Aplicadas no Conselho Deliberativo da Fundação de Apoio à Pesquisa (FUNAPE/UFG). Coordenador de Projetos Técnicos-Científicos na área de Valuation. Pesquisador na área da Contabilidade e Finanças, com ênfase na linha de Finanças corporativas, e-mail: mfccunha@ig.com.br.