

**FUNDAÇÃO OSWALDO ARANHA  
CENTRO UNIVERSITÁRIO DE VOLTA REDONDA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO  
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**LARISSA NEVES E SILVA  
LUCAS FREDERICO GOTTGROY RIBEIRO GOMES  
RAYANE APARECIDA DOS SANTOS**

**ANÁLISE DO CUSTO DE AGÊNCIA EM EMPRESAS DE CAPITAL  
ABERTO**

**VOLTA REDONDA**

**2020**

**FUNDAÇÃO OSWALDO ARANHA**  
**CENTRO UNIVERSITÁRIO DE VOLTA REDONDA**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO**  
**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**ANÁLISE DO CUSTO DE AGÊNCIA EM EMPRESAS DE CAPITAL**  
**ABERTO**

Monografia apresentada ao Curso de Engenharia de Produção do UniFOA como requisito à obtenção do título de bacharel em Engenharia de Produção

Alunos:

Larissa Neves e Silva

Lucas Frederico Gottgroy Ribeiro Gomes

Rayane Aparecida dos Santos

Orientadora:

Professora Doutora Sirlei Aparecida de Oliveira  
Bubnoff

**VOLTA REDONDA**  
**2020**

## FOLHA DE APROVAÇÃO

Alunos:

Larissa Neves e Silva  
Lucas Frederico Gottgroy Ribeiro Gomes  
Rayane Aparecida dos Santos

Título da Monografia:

Análise do custo de agência

Orientadora:

Prof. Doutora Sirlei Aparecida de Oliveira Bubnoff

Banca Examinadora:

---

Prof. Doutora Sirlei Aparecida de Oliveira Bubnoff

---

Prof. MSc Byanca Porto de Lima

---

Prof.MSc João Adelino de Faria Júnior

Primeiramente a Deus por nos permitir um novo recomeço a cada amanhecer, presenteando-nos com a saúde e força para lutarmos pelos nossos sonhos e objetivos. Aos nossos pais, companheiros e familiares que sempre nos incentivaram na caminhada do conhecimento.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradecemos a todos aqueles que de alguma maneira torceram, se alegraram, apoiaram, se esforçaram e não deixaram que desistíssemos, em especial aos familiares e amigos que estiveram ao nosso lado no dia a dia, que participaram dos momentos bons e, principalmente, dos dias difíceis durante nossa graduação.

Agradecemos também, aqueles que proporcionaram o conhecimento necessário para desenvolvermos nossa profissão com sucesso, a todos nossos mestres e orientadores: Muito obrigado.

## RESUMO

Atualmente observa-se mais interesse sobre os mercados de capitais, isso em função da instabilidade econômica mundial. As maiores nações estão atentas e preocupadas com a movimentação de seus mercados, que vem sofrendo grandes impactos e oscilações refletindo em pressões por parte de diferentes setores aos governos locais. Diante de tal cenário, é notório o aumento de interesse sobre o assunto. O objetivo deste trabalho é realizar uma ampla análise sobre a teoria da firma e a existência do custo de agência, discriminando a origem destes custos e as consequências do mesmo. Para tal realizou-se uma revisão bibliográfica ampla e com diferentes assuntos, para criar um arcabouço teórico consistente com o tema da pesquisa, posteriormente foi realizada seleção e coleta de dados disponibilizados pelas empresas analisadas neste trabalho, que pudessem ser de interesse de acionistas e investidores. Duas empresas foram consideradas Companhia Siderúrgica Nacional do setor de siderurgia e Ambev da área de bebidas, visto serem empresas de grande porte e terem suas ações negociadas em bolsas de valores. Foi utilizada a análise fundamentalista demonstrando que diferentes indicadores podem ser utilizados para seleção de uma carteira de ativos, porém, foi observado que para uma tomada de decisão consistente diversos dados devem ser considerados, fazendo-se necessária uma comparação com valores históricos das demonstrações financeiras, verificação do passado da empresa de interesse, periodicidade de pagamentos de dividendos, sendo que a maioria destas informações encontram-se publicadas pelas empresas em jornais oficiais e de grande circulação. Conclui-se, que para uma boa análise, inúmeros aspectos devem ser considerados gerando uma alta responsabilidade para os administradores e possíveis custos de agência.

**Palavras-chave:** Custo de agência. Mercado de capitais. Teoria da firma.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Composição acionária da CSN .....	25
Gráfico 2 – Composição do capital social da CSN .....	25
Gráfico 3 – Composição acionária da Ambev .....	26
Gráfico 4 – Composição do capital social da Ambev .....	27
Gráfico 5 – Histórico do lucro líquido da CSN .....	29
Gráfico 6 – Histórico do lucro líquido da Ambev .....	29
Gráfico 7 – Histórico do patrimônio líquido da CSN .....	31
Gráfico 8 – Histórico do patrimônio líquido da Ambev .....	32
Gráfico 9 – Histórico da proporção de dívidas da CSN .....	34
Gráfico 10 – Histórico da proporção de dívidas da Ambev .....	34

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Comparação entre os sistemas anglo-saxônico e nipo-germânico .....	17
Quadro 2 – Objetivos e atribuições da CVM .....	20
Quadro 3 – Histórico da bolsa no Brasil .....	21
Quadro 4 – Tipos de ações .....	23
Quadro 5 – Verificação de boa governança da CSN e Ambev .....	37

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Preço sobre lucro da CSN e Ambev .....	28
Tabela 2 – Valor dos dividendos da CSN e Ambev .....	30
Tabela 3 – P/VPA da CSN e Ambev .....	31
Tabela 4 – Margem líquida da CSN e Ambev .....	33
Tabela 5 – Retorno sobre o patrimônio líquido da CSN e Ambev .....	35
Tabela 6 – EV/EBIT da CSN e Ambev .....	36

## LISTA DE SIGLAS

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

SEC – *Securities & Exchange Commission* – Comissão de Valores Mobiliários

BVRJ – Bolsa de Valores do Rio de Janeiro

BM&F – Bolsa de Mercadorias & Futuros

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CSN – Companhia Siderúrgica Nacional

NYSE – *New York Stock Exchange* – Bolsa de valores de Nova York

DY - *Dividend Yield* – Valor dos dividendos

P – Preço

L – Lucro

VPA – Valor patrimonial ajustado

ROE – Retorno sobre patrimônio líquido

RPL – Retorno sobre patrimônio líquido

IR – Imposto de renda

EV - *Enterprise Value* – Valor de firma

EBIT – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* - Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>11</b>
1.1	Problema abordado.....	11
1.2	Justificativa.....	11
1.3	Objetivos.....	12
1.3.1	Objetivo Geral.....	12
1.3.2	Objetivos Específicos.....	12
1.4	Metodologia.....	12
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>14</b>
2.1	Custo de Agência.....	14
2.2	Teoria da Firma.....	15
2.3	Governança Corporativa.....	16
2.3.1	Sistema Anglo-saxônico.....	17
2.3.2	Sistema Nipo-germânico.....	17
2.4	Análise para mercado de capitais.....	17
2.4.1	Análise Técnica.....	17
2.4.2	Análise Fundamentalista.....	18
2.5	Comissão de Valores Mobiliários.....	19
2.6	Bolsa de Valores.....	20
2.6.1	B3 – Brasil Bolsa Balcão.....	21
2.6.2	Tipo de Ações.....	22
2.7	Lei sobre Publicação de Dados.....	23
<b>3</b>	<b>ESTUDO DE CASO</b> .....	<b>24</b>
3.1	Justificativa de escolha das empresas.....	24
3.2	Companhia Siderúrgica Nacional (CSN).....	24
3.3	Ambev.....	25
<b>4</b>	<b>RESULTADOS E DISCUSSÃO</b> .....	<b>27</b>
4.1	Análise Fundamentalista.....	27
4.1.1	Preço sobre Lucro (P/L).....	27
4.1.2	Valor dos Dividendos (DY).....	30
4.1.3	Preço / Valor Patrimonial Ajustado (P/VPA).....	30
4.1.4	Margem líquida.....	32
4.1.5	Dívida Bruta / Patrimônio Líquido.....	33
4.1.6	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE ou RPL).....	34
4.1.7	Valor de Firma / Lucro antes de juros e Imposto de Renda (EV/EBIT).....	35
4.1.8	A qualidade da governança.....	36
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>38</b>
<b>6</b>	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>40</b>

## **1 INTRODUÇÃO**

Em ambientes incertos as empresas buscam a maximização de seus rendimentos, sendo que um dos métodos mais utilizados é a abertura de capital. Neste modelo as economias interagem livremente, seja no sentido de aquisição de bens ou entrada de capital. A capitalização das empresas por meio da abertura de capital mostra-se com menor risco de alavancagem financeira do que empréstimos realizados em bancos.

Quando uma empresa tem muitos sócios (o poder acionário fica diluído) o poder de decisão permanece reunido na administração original. As empresas antes de abrir capital têm grande preocupação com a estrutura de controle acionário, a divisão das funções entre administradores e proprietários.

Entretanto, não é incomum os conflitos de agência a partir do momento que são estabelecidos duas ou mais ocupações dentro da sociedade, gerando contestações e desarmonia entre os agentes.

Havendo qualquer conflito entre os proprietários e administradores gera-se a necessidade de medidas para fiscalizar os administradores, os quais incluem: contratação de auditorias externas; implantação de planos de controle; despesas com seguros contra perdas provocadas por atos desonestos de gestores; entre outros. Os custos originados por essas medidas são comumente chamados de custo de agência.

O objetivo do presente trabalho é realizar uma análise ampla sobre teoria da firma, mais especificamente, avaliar o custo de agência que as empresas podem assumir em algumas situações, explicando os cenários em que estes custos surgem.

### **1.1 Problema abordado**

O problema principal ao qual será foco para o desenvolvimento do trabalho é analisar qual seria a melhor estratégia a ser utilizada para avaliar o custo de agência, e explicar também o motivo da existência destes custos. Para solucionar estas questões serão utilizados os dados disponibilizados pelas próprias empresas.

### **1.2 Justificativa**

A justificativa se dá devido ao fato do Mercado de Capitais ser de extrema relevância dentro da economia de um país, sendo meios seguros de captação de recursos para empresas de diferentes portes, estando o Engenheiro de Produção perfeitamente qualificado para atuar neste setor, visto a sua ampla visão desde os processos produtivos até a compreensão de resultados financeiros e econômicos. Diante de mercados desafiadores o engenheiro de produção pode desempenhar diferentes atividades oferecendo suporte aos acionistas no momento da tomada de decisões em variados tipos de aplicações.

### **1.3 Objetivos**

#### **1.3.1 Objetivo Geral**

Realizar uma análise ampla sobre teoria da firma, com base nos dados disponibilizados publicamente, mais especificamente, avaliar o custo de agência que as empresas assumem e a explicação da existência destes custos.

#### **1.3.2 Objetivos Específicos**

- Analisar os dados disponibilizados de interesse para acionistas e futuros investidores;
- Avaliar o custo de agência que as empresas assumem;
- Definir os principais conflitos de agência segundo a literatura especializada;
- Verificar os principais sistemas de gestão corporativa – a saber: sistema anglo-saxônico e sistema nipo-germânico.

### **1.4 Metodologia**

Este trabalho fará uso da pesquisa bibliográfica, que é um estudo sistematizado elaborado com base em informações publicadas em revistas, exemplares, redes eletrônicas, jornais, isto é, material acessível ao público. O mesmo proporciona instrumental analítico para outros tipos de pesquisa, assim como pode esgotar-se em si mesmo.

A metodologia que será aplicada para o desenvolvimento deste projeto será de caráter exploratório, revisão de literatura de cunho investigativo sobre dados específicos das entidades que publicam seus balanços patrimoniais e dados disponibilizados pelas universidades em seus sites, referente ao tema abordado.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Custo de Agência**

O custo de agência refere-se a um gasto decorrente de conflitos de agência presente em uma corporação. Arruda, Freitas Junior e Madruga (2008, p. 79) afirmam que esses conflitos advêm da admissão de agentes para prática de certo serviço, encarregando-lhes da tomada de medidas que podem debater com os interesses dos acionistas. Deste modo, os conflitos de interesse dirigem à presença de custos como de oportunidade, despesas para supervisão da conduta dos administradores e as perdas residuais. Os riscos morais e o desequilíbrio informacional (informações incompletas) são razões de grande interferência nos custos de transação de forma geral.

A Teoria da Agência, para Arruda, Freitas Junior e Madruga (2008) é importante para o entendimento do contrato onde uma ou mais pessoas (principal), admitem um agente para realização de uma atividade de seu interesse. O principal, é responsável pela avaliação, seleção das informações e remuneração. E o agente é encarregado pela tomada de decisão.

Quando uma companhia é pequena, o proprietário consegue controlar e administrar, de acordo com Rocha et al (2012, p.332). Assim, as decisões e ações concentram-se em seu domínio, que realiza a função de dirigente e é o único sócio da empresa, por isso opera segundo o que considera ser o melhor para o funcionamento eficiente de seu negócio. Conforme a companhia vai se transformando, o andamento torna-se complexo, o que faz com que tenha necessidade de contratar gestores de confiança. Que serão remunerados e terão o controle específico para tomarem certas decisões. De acordo com essa delegação de funções, o proprietário é denominado de principal e o administrador é chamado de agente.

Uma questão, base de observação da Teoria da Agência, é o risco em que o agente e o principal estão inseridos, segundo Rocha et al (2012, p. 332). Isso acontece quando há aumento da satisfação pessoal e o agente começa a ter uma conduta oportunista em seus atos, sem levar em consideração o principal. Além de investigar a essência dos conflitos, a Teoria propõe meios de assegurar um contrato competente na resolução dos problemas entre agente e principal.

Definido também por Correia, Amaral (2008, p. 6) os custos de agência são aqueles identificados como custos de transação, informação e contratação. Esses decorrem da soma dos custos de estruturar e fazer contratos entre agente e principal. Com gastos com comprometimento pelo agente e gastos de monitoramento pelo principal. Portanto, é constatado que os custos de agência não podem ser totalmente eliminados, a menos que os papéis de agente e principal sejam combinados em um só, ou seja, o proprietário detenha cem por cento do seu capital. Esses custos surgem inevitavelmente, em qualquer relação envolvendo a cooperação entre duas ou mais pessoas em um contrato.

## **2.2 Teoria da Firma**

A Teoria da Firma é apresentada na parte de finanças e assegura que o propósito de uma instituição é a potencialização dos lucros. A firma, de acordo com Vieira (2010, p. 37) é o lugar no qual são sucedidas transições tecnológicas em um serviço ou bem, a mesma obtém insumos, faz uma combinação de produção e comercializa produtos. Esta é a característica onde o gestor age de forma racional, com o intuito de aumentar o lucro, visando a coerência de informações junto aos agentes.

A firma é como uma organização, visto que as práticas de elaboração e aplicação demandam um setor administrativo restrito à hierarquia e distribuição de tarefas no campo produtivo e no gerencial. Vale destacar, que seu progresso estará ligado ao fator tempo, ou seja, o período primordial para elevação, através do conhecimento, a qualificação institucional dentro da firma, a qual indica o nível de capacidade no aproveitamento dos recursos produtivos.

O desenvolvimento da firma é um método que requer tempo, e a capacidade adquirida pelo grupo gerencial não pode ser reproduzida automaticamente, sendo uma razão de evolução da firma de maneira singular.

Ainda segundo Vieira (2010, p. 38), apesar de terem importância para o desenvolvimento, os recursos produtivos constituem um complexo de serviços; a maneira como utilizarão é o que irá estabelecer a vantagem competitiva de uma companhia em relação as demais. Porém, os serviços produtivos não devem ser atrelados a fatores quantitativos, mas sim à aptidão dos recursos físicos e humanos

presentes, e aos ganhos que sua aplicação causa ao crescimento e andamento da empresa.

### **2.3 Governança Corporativa**

A governança corporativa, conforme definição do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015, p. 20) é um sistema que aplica os princípios fundamentais do *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, para gerir, incentivar e fiscalizar organizações, empresas e partes interessadas, visando uma otimização do valor econômico de longo prazo, qualidade da gestão, longevidade e o bem comum.

A aplicação correta do Código resulta em um clima organizacional estável e confiante, para os envolvidos internamente e externamente (relações com terceiros), e pode ser feita em qualquer tipo de corporação, independentemente do porte, natureza jurídica ou tipo de controle, mas é importante ressaltar que cada uma tem a sua singularidade. Contudo, sem a prática da ética, a aplicação do Código pode não ser eficiente para evitar erros comportamentais e seus efeitos prejudiciais à empresa. Os princípios básicos da governança corporativa, são classificados pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015, p. 20) em:

Transparência – Representa a disponibilização de dados que seja de interesse dos demais, não se restringindo somente naquelas exigidas por leis ou regulamentações.

Equidade – Consiste no tratamento justo de todas as partes envolvidas, incluindo necessidades, direitos, deveres, expectativas e interesses.

Prestação de contas – Os governantes devem prestar conta da sua atuação, com clareza, arcando com as consequências por suas omissões e seus atos.

Responsabilidade corporativa – Considerando o modelo de negócio da empresa, a governança deve prezar pela viabilidade econômico-financeira, minimizando os pontos negativos e maximizando os positivos.

A governança corporativa é apresentada em dois modelos, o sistema anglo-saxônico e sistema nipo-germânico.

### 2.3.1 Sistema Anglo-saxônico

Conforme Lethbridge (1997, p.212), o sistema anglo-saxônico tem como centro os interesses dos acionistas, desenvolvimento de capital e alcance de alta recompensa nos investimentos. Com o propósito de minimizar os conflitos de agência, foca na divisão igual e no acerto dos valores alcançados entre os sócios. Nesse sistema a pulverização do capital é alta, o que ocasiona um fracionamento entre propriedade e gestão, resultando em embates entre acionistas e administradores.

### 2.3.2 Sistema Nipo-germânico

Ainda segundo Lethbridge (1997, p.212), o sistema nipo-germânico não tem como propósito principal a maximização do capital dos acionistas, mas sim o equilíbrio dos interesses dos sócios e as partes envolvidas como colaboradores, produtores e consumidores. Este sistema possui riqueza concentrada e muitos títulos são de longo prazo.

O Quadro 1, a seguir, apresenta uma comparação entre os sistemas Anglo-saxônico e Nipo-germânico.

Quadro 1 - Comparação entre os sistemas anglo-saxônico e nipo-germânico

Anglo-saxônico	Nipo-germânico
Presença pulverizada dos acionistas;	Elevada concentração de acionistas;
Requer maior nível de transparência;	Nível de transparência menor;
Elevada fluidez;	Baixa fluidez;
Formação de valor focado aos acionistas;	Procuram estabilidade entre os interesses das classes interessadas na empresa e os acionistas;
Divergência de interesse acontece entre acionistas e administração.	Conflito de agência ocorre no meio de acionista regulador e menor acionista.

Fonte: Victória (2007), adaptado pelos autores.

## 2.4 Análise para mercado de capitais

### 2.4.1 Análise Técnica

Segundo Matsura (2017), a análise técnica é bastante utilizada por pessoas físicas que vão investir, talvez por sua facilidade, visto que é basicamente o estudo gráfico do histórico de valores de uma ação. Esta análise evidencia que o mais relevante é compreender o desempenho do mercado, apontado no gráfico de valores, já que é consequência de todas as informações importantes.

Segundo Lisboa (2008, p. 615) A análise técnica está baseada nos valores das ações das companhias negociadas nas bolsas de valores, nem sempre esses valores possuem relação com os parâmetros da instituição, mas para a análise técnica, essas informações não são importantes, pois de acordo com os gráficos é possível ter uma previsão do futuro considerando os padrões do passado.

#### **2.4.2 Análise Fundamentalista**

De acordo com Malta, Camargos (2007, p.52) o propósito da análise fundamentalista é determinar o valor da ação com base em informações a respeito de posicionamento competitivo, riscos, lucros, crescimentos etc. As demonstrações contábeis mostram dados a respeito dos princípios da empresa, alterações realizadas nessas podem interferir em oscilações nos valores das ações.

A análise dos demonstrativos financeiros e a utilização de indicadores permitem avaliar o patrimônio da companhia e da tomada de decisão, em relação ao passado, que é apresentado nas demonstrações. E ao futuro, que é retratado nos orçamentos financeiros e no valor vigente das ações, segundo Malta, Camargos (2007).

Ainda segundo Malta, Camargos (2007) a análise fundamentalista tem como base a concepção de que os investidores possuem a habilidade de utilizar os dados financeiros históricos passados para desenvolver métodos de investimentos rentáveis. O objetivo dessa análise é avaliar uma empresa ou ativo, com o intuito de estabelecer seu preço intrínseco, com a utilização de informações extraídas das demonstrações financeiras antigas e atuais, além de informações macroeconômicas e setoriais. Uma diferença entre o valor intrínseco e o preço corrente é uma indicação de remunerações previstas para investimentos na ação.

## 2.5 Comissão de Valores Mobiliários

Segundo Toledo Filho (2006), a responsabilidade de fiscalizar e regular o mercado de capitais era do Banco do Brasil, porém, por ter inúmeras outras atividades, não o fazia com eficiência. Como solução, foi criada a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) pela Lei nº 6.385, em 7 de dezembro de 1976, porém, só assumiu suas funções em 1978. Esta foi moldada em cima da *Securities & Exchange Commission* (SEC) dos Estados Unidos, a qual foi criada em 1934, visando prevenir práticas irregulares no mercado. A CVM é vinculada ao Ministério da Fazenda, sob orientação do Conselho Monetário Nacional e é subordinada ao Poder Executivo.

Ainda segundo Toledo Filho (2006, p.103), a CVM detém o poder de normatizar e vistoriar os participantes do mercado, objetivando fornecer segurança e incentivo a todos os envolvidos, cumprindo a Lei nº 6.385.

A CVM regula o mercado por meio de atos específicos como instrução, deliberação e parecer de orientação. Quando se faz necessário desenvolver ou modificar normas, essa busca ouvir todos os envolvidos, não limitando somente ao governo, focando em desenvolver um melhor embasamento técnico. Cabe também à CVM, impor aos infratores de suas normas suas devidas penalidades. E quando solicitada em processos judiciais deve prestar assessoria à Justiça Federal ou Estadual, apresentando provas ou juntando pareceres (TOLEDO FILHO, 2006, p.103).

Dirigida por um presidente e quatro diretores escolhidos pelo presidente da República de acordo com a Medida Provisória nº8 de 2001, a CVM obtém fundos para executar suas funções e cobrir seus custos através de três maneiras: por ser uma autarquia, verba do orçamento federal; receitas de prestação de serviços; e rendas de bens patrimoniais e receitas eventuais. Devido a subordinação hierárquica, a CVM no momento, mantém-se limitada quando se faz necessária a punição de empresas estatais, pois contraria o governo. Acredita-se que com a globalização e o desenvolvimento, a CVM consiga maior autonomia para desempenhar suas funções (TOLEDO FILHO, 2006, p.103).

O Quadro 2, a seguir, apresenta os objetivos e atribuições da Comissão de Valores Mobiliários.

Quadro 2 - Objetivos e atribuições da CVM

OBJETIVOS	ATRIBUIÇÕES
Incentivar a criação de poupança e sua utilização em valores mobiliários;	Registrar e supervisionar as companhias abertas, por meio de informações sempre atualizadas;
Proporcionar a ampliação e o exercício eficiente e regular do mercado de ações e incentivar a utilização permanente em ações do capital social das companhias abertas, estimulando as criações de carteiras de médio a longo prazos;	Registrar a emissão de valores mobiliários;
Salvaguardar os titulares de valores mobiliários contra atos ilegais de administradores de carteiras de valores mobiliários;	Qualificar os auditores independentes, administradores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários;
Impedir ou constranger modalidades de fraudes;	Permitir a constituição de bolsas de valores, sociedades corretoras e distribuidoras;
Possibilitar acesso do público a dados sobre valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido;	Vedar ou cancelar registros, credenciamentos e autorizações;
Possibilitar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.	Cessar a emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários ou decretar recesso nas bolsas.

Fonte: Elaborado pelos autores.

## 2.6 Bolsa de Valores

As bolsas de valores são instituições de caráter econômico e têm como objetivo a negociação pública, segundo Pinheiro (2019, p. 293). Ela visa promover local adequado para as negociações de títulos em mercado aberto e livre, fiscalizado e organizado pelas autoridades competentes; organizar o pregão e os sistemas de transação, além do registro das operações realizadas e sua rápida divulgação; fiscalizar os membros e emissores dos cumprimentos do seu regulamento e proporcionar aos investidores total garantia pelos títulos negociados.

Historicamente é difícil determinar uma data para a primeira bolsa de valores no mundo, visto que o mercado iniciou com trocas de mercadorias e depois surgiram as moedas, em seguida a negociação com títulos começou na cidade de Anvers, na

Bélgica, eram títulos públicos, negociados com mercadorias, metais e moedas (TOLEDO FILHO, 2006, p.41).

De acordo com Toledo Filho (2006, p.41), a palavra bolsa surgiu no fim do século XIII na cidade de Bruges, na Bélgica, local onde as reuniões dos comerciantes eram realizadas, de frente à casa de uma família de nobres do local, os Van der Burse, cujo o escudo era composto por três bolsas de pele, representando honradez e méritos por seu desempenho na área mercantil.

O Quadro 3, a seguir, apresenta de forma cronológica o surgimento da Bolsa no Brasil.

Quadro 3: Histórico da bolsa no Brasil

1845	Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ)
1890	Bolsa Livre (São Paulo)
1895	Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo
1967	Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)
1986	Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F)
1997	Acordo entre BM&F e Bolsa Brasileira de Futuros
2002	A BM&F lançou a Bolsa Brasileira de Mercadorias, que reunia as Bolsas de Mercadoria dos estados de Goiás, Mato Grosso do Sul, Minas Gerais, Paraná e Rio Grande do Sul e da Cidade de Uberlândia
2007	Desmutualização das bolsas
2008	BM&F Bovespa (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros)
2017	Brasil, Bolsa, Balcão (B3)

Fonte: Pinheiro (2019), adaptado pelos autores.

### 2.6.1 B3 – Brasil Bolsa Balcão

Em outubro de 1917 foi fundada a Bolsa de Mercadorias de São Paulo por agenciadores envolvidos à exportação, manufatura e ao comércio, conforme Reis (2018). Com o passar dos anos, essa bolsa ficou mais famosa pelas transações agropecuárias. A bolsa Mercantil & Futuros surgiu em julho de 1985, ganhando a condição de destaque diante das grandes bolsas de *commodities* do mundo. Alguns anos depois, em 1991, as duas se uniram, formando a sigla BM&F. Em 2002 adquiriu

ações patrimoniais da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) e iniciou a sua expansão.

A Bovespa, uma importante bolsa de valores do Brasil, é responsável pela mediação e a conciliação dos títulos das empresas de capital aberto do país. Foi fundada por Emílio Rangel Pestana, suas incumbências iniciaram em agosto de 1890, porém somente em 2001, quando ocorreu incorporação de todas as bolsas do país, a Bovespa começou a centralizar toda as transições de ações do país e adquiriu ofício de extrema pertinência no cenário mundial.

Segundo Pinheiro (2019), no ano de 2008, a Bovespa que negociava títulos no mercado, começou um sistema de união com a BM&F (Bolsa de Mercadorias & Futuros), que negociava *commodities* e derivados, adquirindo o status de terceira maior bolsa em valor de mercado no mundo, ficando depois da Bolsa dos EUA e da Alemanha, somente. Esta fusão fundou uma nova sociedade, nomeada de BM&FBovespa.

Em março de 2017, de acordo com Pinheiro (2019), o CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) e a CVM aprovam a junção da BM&F Bovespa e da Cetip, integradora do mercado financeiro, que resultou na B3, uma empresa do mercado financeiro em destaque a nível global no setor. Aguarda-se que essa união traga a quinta colocação de maior bolsa do mundo.

### **2.6.2 Tipo de Ações**

Ações são títulos que representam uma parte do capital de uma empresa. O comprador de uma ação passa a ser sócio da empresa emitente e passa a participar de seus resultados. E para empresas de capital aberto, registradas nas bolsas, o proprietário da ação pode negociá-la a qualquer momento. Atualmente, quase a totalidade das ações, é da forma escritural, no ato da venda os computadores registram a “baixa” na empresa emissora e a “entrada” na conta do comprador (TOLEDO FILHO, 2006, p.43).

Ainda segundo Toledo Filho (2006) as companhias abertas devem se atentarem em quanto disponibilizar de seu capital em ações. Existe um mínimo de 25% do capital que devem estar em circulação, para tornar-se parte da bolsa e o aconselhado é que não ultrapasse 50%, por questões de autoridade e poder sobre a

organização, pois um mesmo investidor pode adquiri-las e tomar a chefia da sua empresa.

O Quadro 4, a seguir, exemplifica a principal diferença entre ações ordinárias e preferenciais.

Quadro 4 – Tipos de Ações

TIPOS DE AÇÕES	
Ordinárias	Preferenciais
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poder de voto nas Assembleias Gerais.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prioridade no recebimento de dividendos, reembolso do capital no caso de liquidação ou fim da sociedade.</li> </ul>

Fonte: Elaborado pelos autores.

## 2.7 Lei sobre Publicação de Dados

Conforme a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, no final de cada período social, ou seja, anualmente, as organizações devem desenvolver com base em dados reais algumas importantes demonstrações financeiras, expressando de forma clara as mutações que ocorreram no exercício. Das demonstrações financeiras obrigatórias incluem o balanço patrimonial, demonstrações dos lucros ou prejuízos acumulados, demonstração do resultado do exercício, demonstração dos fluxos de caixa e nas companhias abertas e demonstração do valor adicionado.

As apresentações dos dados acima mencionados devem ter como base para indicação os valores correspondentes das demonstrações do exercício anterior, suas contas semelhantes poderão ser agrupadas, mas é proibido utilizar designações genéricas, por exemplo, diversas contas ou contas-correntes. Essas demonstrações devem estar acompanhadas por notas explicativas, objetivando um esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício.

### **3 ESTUDO DE CASO**

#### **3.1 Justificativa de escolha das empresas**

Dentre as possíveis escolhas, optou-se pelo estudo de duas empresas fornecedoras de produtos, uma na área de siderurgia, no caso a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) e a outra na área de bebidas, que é a Ambev. Entre os aspectos relevantes para escolha estão o fato de serem duas empresas com destaque no mercado, multinacionais de setores distintos e localização de algumas de suas instalações na região Sul Fluminense.

A apresentação com devida transparência de dados, contribuições no mercado financeiro nacional e internacional e participação na Bolsa de Valores proporcionando relações com acionistas são outros fatores que contribuíram para essa tomada de decisão, visto que são requisitos básicos para análise do presente trabalho.

#### **3.2 Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)**

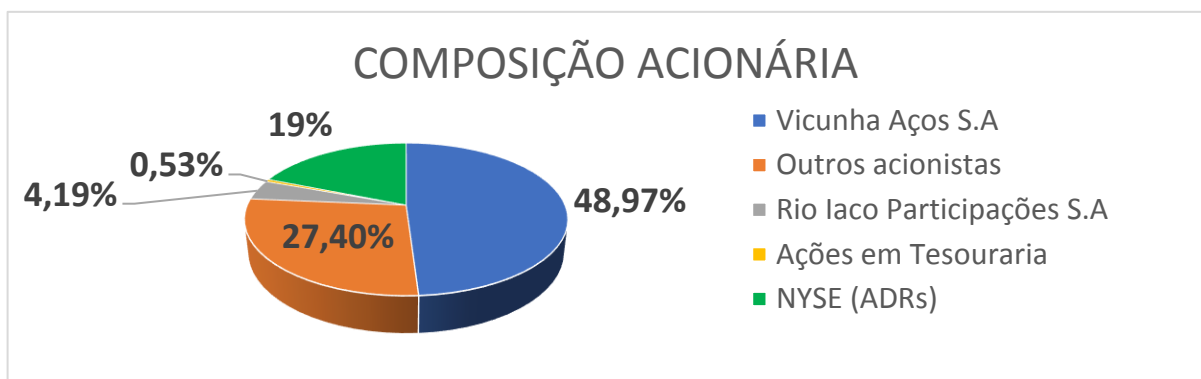
Segundo o site da empresa, a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), objeto deste estudo é um competente grupo integralizado atuando de forma importante em cinco campos: cimento, siderurgia, energia, mineração e logística. Hoje, a companhia possui uma indústria globalizada de fabricação e tratamento de ferros fundidos e aços; cinco entidades industriais, existindo duas delas internacionais; fontes de estanho, dolomita, minério de ferro e calcário; uma organização firme de aços planos; atuações em linhas férreas; presença em duas hidrelétricas; e terminos portuários. Por meio de uma administração forte e transformadora, a instituição confia na potência eficiente dos recursos nacionais e na grande capacidade brasileira de competição na esfera siderúrgica.

Instituída em abril de 1941, a CSN foi a fabricante primitiva de aços planos, marcando o desenvolvimento industrial da nação, visto que seu aço possibilitou a inauguração das primeiras manufaturas nacionais. Em 1993, tornou-se propriedade privada, inovou seus processos e diferenciou sua operação. A Companhia possui um olhar sustentável que amplia a capacidade dos sistemas da indústria e traz benefícios com a economia circular, levando privilégios para os envolvidos nessa corrente de criação de valor.

A associação tem presença em dezoito Estados do Brasil e atuação nos países Portugal e Alemanha. É uma empresa de capital aberto e seus títulos estão relacionados nas Bolsas de Valores de Nova York e São Paulo.

O Gráfico1, a seguir, apresenta a composição acionária da CSN, composto em sua maioria por ações da Vicunha Aços S.A e outros acionistas. O Grupo Vicunha é composto por três segmentos diferentes, sendo eles a têxtil, financeira e siderurgia. A sociedade Vicunha Aços S.A é representada na CSN através da família Steinbruch.

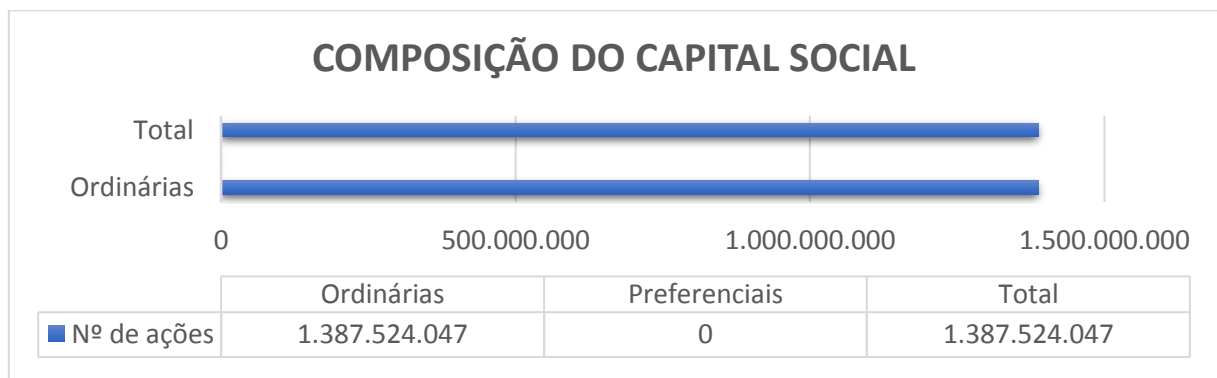
Gráfico 1: Composição acionária da CSN



Fonte: Elaborado pelos autores. NYSE – Bolsa de valores de Nova York.

Conforme apresentado no gráfico 2, a seguir, a composição do Capital Social da CSN, é composta 100% por ações ordinárias, que são aquelas que asseguram o direito do investidor na participação das assembleias corporativas.

Gráfico 2: Composição do capital social da CSN



Fonte: Elaborado pelos autores.

### 3.3 Ambev

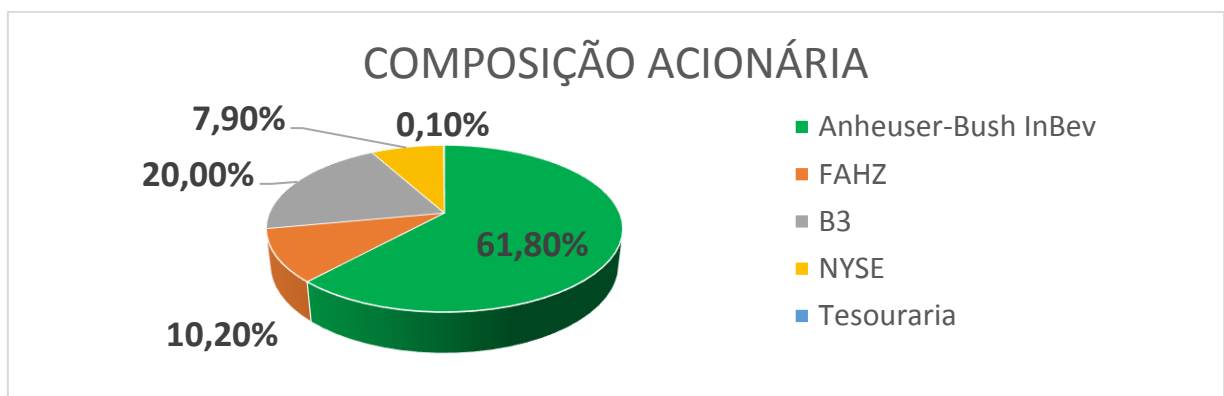
Segundo o site da empresa, instituída no Brasil em 1999, a Ambev desenvolveu-se através da aliança entre a Companhia Antarctica e a Cervejaria Brahma. Tornando-se a primeira multinacional do país, terceira maior fábrica de cervejas e ocupando o quinto lugar na produção de bebidas do mundo, incluindo cervejas, bebidas não alcoólicas e não carbonatadas, e refrigerantes.

A Ambev possui sede em São Paulo e centros de distribuição em todos os estados, contando com trinta e cinco mil cooperadores; trinta marcas de bebida; duas Maltarias e trinta e duas Cervejarias no Brasil. É uma companhia de capital aberto, com atuação em dezoito países.

Sua expansão internacional ocorreu em 2003 por meio de uma negociação com a Quinsa, marcando presença na comercialização de cerveja do Paraguai, Uruguai, Argentina e Bolívia. Suas ações estão listadas na Bolsa de Valores de Nova York e na Bolsa, Brasil, Balcão (B3).

Abaixo, no Gráfico 3, a composição acionária da Ambev. Sendo 61,80% da empresa Anheuser-Bush InBev que teve sua origem através de uma fusão, em 2004, entre a empresa brasileira Ambev e a Interbrew, maior empresa de bebidas da Bélgica.

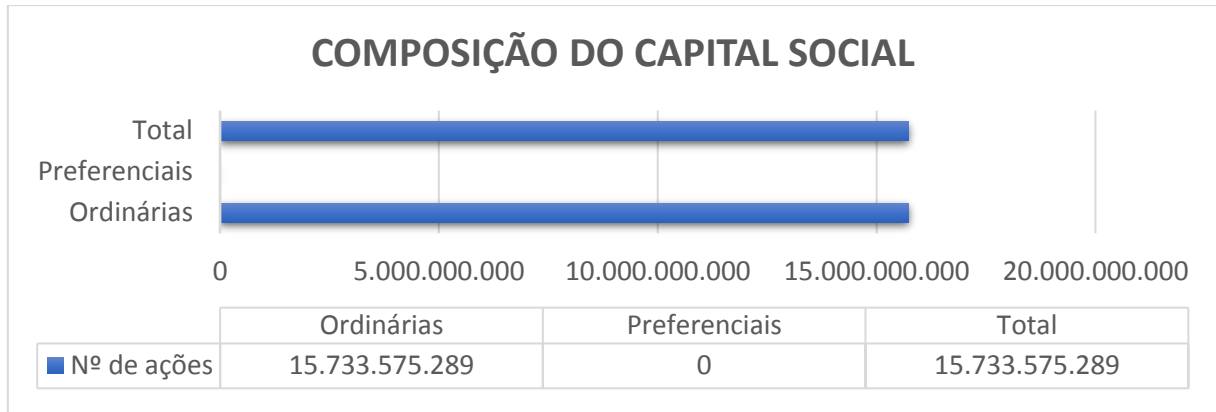
Gráfico 3: Composição acionária da Ambev



Fonte: Elaborado pelos autores.

A seguir no gráfico 4, apresenta-se a composição do Capital Social da Ambev formada 100% por ações ordinárias, que garantem ao acionista o poder de influenciar nas tomadas de decisões e escolha de administradores.

Gráfico 4: Composição do capital social da Ambev



Fonte: Elaborado pelos autores.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 4.1 Análise Fundamentalista

Para a análise do custo de agência, optou-se pela utilização da análise fundamentalista. Segundo Pinheiro (2019), ela estuda as informações disponíveis no mercado sobre determinada organização, com a finalidade de obtenção do real valor. Seus indicadores são mecanismos de análise cujo propósito não é a contagem de um valor absoluto para uma empresa, mas um método comparativo para verificar se há naquele momento ações atrativas para compra ou vendas no mercado de capitais. Utiliza-se os dados publicados nos balanços patrimoniais das companhias, como patrimônio líquido, lucro, receita líquida, etc., para uma melhor compreensão de seu comportamento. Essa técnica baseia-se em comparações entre dados atuais e seus valores históricos.

#### 4.1.1 Preço sobre Lucro (P/L)

Segundo Pinheiro (2009), o índice Preço sobre Lucro (P/L) correlaciona o preço das ações com os lucros, e possibilita o conhecimento de valor, visto que seus resultados demonstram se as ações estão dispendiosas. Por meio deste, o investidor pode avaliar em quanto tempo terá retorno do capital investido mediante os lucros.

O índice elevado de P/L, de modo teórico, indica o quão valorizado está a ação da empresa, o que levaria muito tempo para o acionista recuperar seu investimento.

E um menor P/L apresenta o oposto, demonstrando que a companhia tem um potencial maior de valorização da sua ação.

Todavia, o indicador P/L não considera um reinvestimento dos lucros e nem o futuro potencial de crescimento das empresas. Uma vez que considera que a empresa distribua 100% dos lucros aos seus acionistas e obtenha sempre o mesmo rendimento, conforme Pinheiro (2019, p. 531). Dessa forma, o elevado índice P/L pode apontar que o mercado gera altas expectativas de crescimento da empresa a longo prazo, e por esta razão já precifica a ação atual visando possíveis resultados futuros. Por sua vez, um índice baixo representa que o mercado tem menor expectativa de estabilidade de lucros sobre aquela empresa. A seguir, na tabela 1, apresenta-se os valores do preço sobre lucro das duas empresas em estudo no dia 20 de junho de 2020.

Tabela 1 – Preço sobre lucro da CSN e Ambev

	<b>CSN</b>	<b>AMBEV</b>
<b>P/L</b>	35,69 anos	21,33 anos

Fonte: Fundamentus (20 de junho de 2020), adaptado pelos autores.

Levando em conta essas informações, faz-se necessária uma análise do histórico do lucro líquido da organização. O lucro diz respeito ao rendimento resultante do capital investido em uma empresa, sendo assim, o lucro líquido é a parcela disponível após abatidas suas despesas não operacionais e a tributação. (PINHEIRO, 2019, p.501).

No gráfico 5, apresenta-se os históricos do lucro líquido no período definido para a análise (cinco anos) da empresa CSN, onde observa-se que nos anos de 2015 e 2016 tinham saldos negativos. A partir de 2017 teve um crescimento e alcance de valores positivos.

Gráfico 5: Histórico do lucro líquido da CSN



Fonte: Elaborado pelos autores.

Como parâmetros de análise para o P/L comparado ao lucro líquido usaremos:

- P/L > 20, ação com valor alto. Somente um histórico de lucro líquido muito bom poderia justificar um valor tão elevado para o P/L não ser considerado caro.
- P/L < 3, ação com valor baixo.

Conforme o gráfico 6, observam-se os valores anuais, em milhões, de 2015 a 2019 do lucro líquido da empresa Ambev, em que é possível notar que os saldos foram constantes. Sofrendo apenas uma pequena queda no ano de 2017, mas voltando a crescer no ano seguinte.

Gráfico 6: Histórico do lucro líquido da Ambev



Fonte: Elaborado pelos autores.

#### 4.1.2 Valor dos Dividendos (DY)

Segundo Pinheiro (2019), o índice Valor dos Dividendos (DY), corresponde ao retorno de um título com o pagamento de dividendos, ou seja, é a rentabilidade obtida com a compra das ações.

Os dados expostos na tabela 2, a seguir, referem-se aos valores dos dividendos em porcentagem da Companhia Siderúrgica Nacional e da empresa Ambev, na data presente desta análise.

Tabela 2 – Valor dos dividendos da CSN e Ambev

	<b>CSN</b>	<b>AMBEV</b>
<b>DY</b>	2,7%	3,5%

Fonte: Fundamentus (20 de junho de 2020), adaptado pelos autores.

É importante atentar-se às novas empresas na bolsa, pois estas precisam reinvestir seus lucros para sustentar o seu crescimento, logo, pagarão menos dividendos aos seus acionistas. Estes reinvestimentos de lucros realizados, beneficiam mais seus acionistas do que o recebimento de seus proventos, visto que o objetivo é a valorização das ações. Também existem as situações em que há empresas maiores e mais seguras na bolsa, que já atingiram o estado de maturação do qual é impossível manterem as mesmas taxas de crescimentos que detinham inicialmente. E como o preço das ações representa a performance da empresa no mercado, seus sócios serão pouco beneficiados pelas valorizações dos títulos, por isso as empresas optam por pagar mais dividendos para agradar e manter os seus acionistas.

#### 4.1.3 Preço / Valor Patrimonial Ajustado (P/VPA)

O indicador preço/valor patrimonial ajustado (P/VPA), correlaciona o preço que é pago no mercado e o valor patrimonial de ação da companhia. O P/VPA viabiliza o conhecimento a respeito do fundo de comércio oferecido pelo mercado ao setor ou empresa. Diz respeito a associação entre a capitalização e o valor contábil teórico. Assim como o P/L, este não leva em consideração a perspectiva de crescimento da empresa, o que pode justificar um retorno mesmo pagando acima do desejável. Porém, o que o difere do P/L é o fato de não considerar a rentabilidade da empresa

(PINHEIRO, 2009). O preço sobre valor patrimonial ajustado das empresas em análise, são apresentados na tabela 3.

Tabela 3 – P/VPA da CSN e Ambev

	<b>CSN</b>	<b>AMBEV</b>
<b>P/VPA</b>	3,72	3,10

Fonte: Fundamentus (20 de junho de 2020), adaptado pelos autores.

Como parâmetros, pode-se utilizar:

$P/VPA > 1$ , considerada uma oportunidade de venda, menos atrativa, visto que a companhia é avaliada com valor acima do seu PL (patrimônio líquido).

$P/VPA = 1$ , companhia avaliada com valor igual ao seu PL.

$P/VPA < 1$ , considerada uma oportunidade de compra, mais atrativa, uma vez que companhia é avaliada com valor inferior ao seu PL.

O patrimônio líquido é um dado retirado do balanço patrimonial publicado pelas empresas. Também conhecido por capital próprio, expressa a diferença entre os ativos e os passivos de uma companhia. Esse dado representa a quantia obtida pelos acionistas ou sócios da empresa.

Obtidos dos dados financeiros da empresa CSN e apresentados de forma ilustrativa no gráfico 7, apresentam-se os valores do patrimônio líquido no período dos últimos cinco anos.

Gráfico 7: Histórico do patrimônio líquido da CSN



Fonte: Elaborado pelos autores.

Do mesmo modo, apresentam-se os valores do patrimônio líquido, dos cinco anos utilizados na análise, da Ambev, no gráfico 8 abaixo. Em ambos, gráficos 7 e 8,

podemos observar que esse número cresceu gradativamente no decorrer dos anos analisados, com exceção do ano de 2016 da AMBEV que sofreu uma queda, mas voltou a crescer logo em seguida.

Gráfico 8: Histórico do patrimônio líquido da Ambev



Fonte: Elaborado pelos autores.

#### 4.1.4 Margem líquida

A margem líquida é um indicador em porcentagem feito através da divisão do lucro líquido pela receita líquida de uma empresa. Através deste é possível identificar o quanto de fato se lucra num determinado período de tempo em cima das vendas realizadas pela empresa.

Usualmente uma empresa que apresenta uma margem líquida acima de 10%, geralmente opera com uma folga de caixa. Então mesmo que a economia em que a mesma se encontra venha sofrer uma crise que cause quedas nas vendas, dificilmente sofrerá prejuízos. Com o mesmo cenário para as empresas que utilizam uma margem líquida muito apertada, possivelmente finalizará prejuízos.

Vale ressaltar que ainda sim, existem empresas que tem margens apertadas e geram lucro aos seus acionistas. O indicador margem líquida deve ser usado como comparação em empresas com as mesmas atividades setoriais.

Apenas em caráter didático, as margens líquidas das empresas em análise deste trabalho serão apresentadas juntas na tabela 4, a seguir. Lembrando que a CSN é do setor de siderurgia e a Ambev de bebidas, ou seja, na prática essa margem serve como mais um indicador dentro da análise fundamentalista de sua respectiva empresa, e sem poder de comparação entre elas.

Tabela 4 – Margem Líquida da CSN e Ambev

<b>Margem líquida</b>	<b>CSN</b>	<b>AMBEV</b>
<b>2015</b>	PJ	28%
<b>2016</b>	PJ	29%
<b>2017</b>	0,60%	16%
<b>2018</b>	23%	23%
<b>2019</b>	9%	23%

Fonte: Fundamentei (2020), adaptado pelos autores.

No ano de 2018 a CSN apresentou uma receita líquida de R\$22.969 milhões, o que representa um aumento de 23% em relação a 2017. Esta melhoria está relacionada ao volume e aumento de preços realizados em siderurgia e minério de ferro, o que justifica os dados apresentados na margem líquida. Em 2019 teve um volume menor de vendas no comércio exterior e preços internos e externos estáveis no mercado. As chuvas fortes nos locais de extração justificam a queda de 14% na sua margem líquida.

Na margem líquida da Ambev pode-se notar que em 2017 o rendimento líquido da empresa teve redução de 1,6% no segundo trimestre comparado ao ano anterior e a quantidade de vendas no Brasil reduziu 4,7% em hectolitros. No segundo trimestre, o lucro bruto teve redução de 4% em relação a 2016. No ano de 2018 houve aumento de 6,9% da receita líquida atingindo R\$ 50,23 bilhões, com a redução de 2,5% da quantidade comercializada sendo estabilizada pelo crescimento do faturamento de cervejas mais caras e Premium, conforme portal de notícias do G1.

Esses acontecimentos também justificam os picos nos mesmos anos nos gráficos 5 e 6 de Lucro líquido e 7 e 8 de Patrimônio Líquido apresentados anteriormente.

#### **4.1.5 Dívida Bruta / Patrimônio Líquido**

O quociente da dívida bruta pelo patrimônio líquido é outra perspectiva que pode ser usada na análise fundamentalista. Esse resultado demonstra a proporção de dívidas em relação ao valor total de uma empresa. Ou seja, se o valor obtido for maior que 1 ou maior que 100%, significa que a empresa possui um valor de dívidas maior do que seu valor no mercado. E se o valor for menor que 0,5 ou 50% é um bom indicativo de continuidade da análise.

Assim sendo, pode-se verificar no gráfico 9 esse índice, em cada ano analisado da CSN. Observa-se que este indicador teve uma linha decrescente no decorrer dos anos, o que é positivo para a empresa visto que significa a diminuição de dívidas.

Gráfico 9: Histórico da proporção de dívidas da CSN



Fonte: Elaborado pelos autores.

No gráfico 10, a seguir, consta os resultados desse indicador referente a Ambev. E observa-se que esta possui valores baixos, onde somente em 2016 teve um pequeno crescimento devido ao aumento de impostos estaduais, incertezas políticas e econômicas junto com uma taxa de desemprego dentre as maiores registradas em anos, fazendo com que a renda disponível fosse reduzida.

Gráfico 10: Histórico da proporção de dívidas da Ambev



Fonte: Elaborado pelos autores.

#### 4.1.6 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE ou RPL)

O retorno sobre o patrimônio líquido (RPL), é um indicador percentual que se refere à capacidade da empresa em gerar valor sobre ela mesma, ou seja, retorno dos recursos próprios investidos na empresa (PINHEIRO, 2019, p. 508).

Na tabela 5, pode-se observar que a CSN teve valores negativos nos anos de 2015 e 2016, tendo rendimentos positivos a partir de 2017. Já a AMBEV manteve-se com saldos positivos nestes cinco anos com bons valores.

Tabela 5 – Retorno sobre o patrimônio líquido da CSN e Ambev

RPL	CSN	AMBEV
2015	PJ	26%
2016	PJ	28%
2017	1%	16%
2018	52%	20%
2019	20%	19%

Fonte: Fundamentei (2020), adaptado pelos autores.

Através deste indicador é possível verificar quanto, em porcentagem, o patrimônio líquido consegue gerar de lucro líquido para os acionistas e sócios. Sendo assim, quanto maior a porcentagem, melhor será para os interessados e participantes dessa empresa. Como um parâmetro para essa análise será utilizado como um resultado satisfatório RPL superior a 10%.

#### 4.1.7 Valor de Firma / Lucro antes de juros e Imposto de Renda (EV/EBIT)

O resultado da divisão do valor de firma por lucro antes de imposto de renda e juros apresenta o valor operacional da companhia, isto é, o quanto a empresa constitui na prática sem descontar juros e impostos.

Para estipular o valor de firma de uma organização é preciso fazer o somatório de toda dívida líquida da empresa com o valor de mercado (que se dá pela multiplicação do preço da ação pelo número de ações emitidas). E o lucro antes do imposto de renda (IR) e juros é obtido por meio da subtração do lucro operacional líquido as despesas não operacionais, acrescentando as receitas não operacionais.

A seguir, na tabela 6, é apresentado esse indicador de ambas empresas obtidos no site Fundamentus. Para análise, considera-se que quanto menor o valor do índice, mais atrativa está a empresa, pois significa que ela está subavaliada em relação aos seus recursos.

Tabela 6 – EV/EBIT da CSN e Ambev

	CSN	AMBEV
EV/EBIT	9,56	14,21

Fonte: Fundamentus (20 de junho de 2020), adaptado pelos autores.

#### 4.1.8 A qualidade da governança

As empresas de capital aberto vivenciam momentos, em determinados períodos estão com suas ações valorizadas, o que é ótimo para quem detêm, ou desvalorizadas, porém com possibilidade de crescimento, ou seja, um momento oportuno para comprá-las e assim por diante. O mercado de capitais é movido por altos e baixos, e isto não significa somente bom ou ruim, cabe a governança da companhia gerenciar seu patrimônio conforme o momento. E para uma tomada de decisões bem-sucedida é indispensável uma governança competente.

Existem diversas formas de avaliar uma boa gestão, mas foram utilizados quatro pontos considerados mais relevantes para esta análise, que são:

- Estar listada no NOVO MERCADO

De acordo com o site da BM&FBOVESPA, o Novo Mercado surgiu no ano de 2000 estabelecendo um diferenciado padrão de governança corporativa. Tornou-se nível de transparência e governança, as quais os investidores exigiam para que pudessem fazer novas aberturas de capital. Recomendado para empresas que fazem grandes ofertas e que sejam direcionadas a qualquer investidor.

Ainda segundo a BM&FBOVESPA, o Novo Mercado tornou-se oficialmente um segmento para a negociação de empresas que praticam governança corporativa adicionais aquelas que são exigidas pela legislação brasileira, fazendo com que elas alcancem o maior nível de padrão de governança corporativa, onde as empresas que estejam nesta listagem de segmento possam emitir apenas ações ordinárias.

- Possuir um *Free float* superior a 30%

O *Free Float*, é o termo utilizado na bolsa para se referir, em porcentagem, as quantidades de ações em circulação na bolsa de valores, isto é, todas as ações que

não pertencem a controladores (acionistas que detenham mais de 5% do capital total da empresa) e as que são mantidas na tesouraria da organização.

- Apresentar uma boa reputação no Reclame Aqui

A empresa que tem uma boa reputação no Reclame Aqui gera uma ótima imagem aos seus clientes e fornecedores, fortalecendo a relação entre eles, gerando resultados positivos financeiramente para a organização. E para seus acionistas ou interessados é um critério desejável para investir ou manter-se participante de uma empresa.

- Não ter alta participação do governo

Uma empresa que tem em sua governança alta participação do governo não é uma organização que deslumbra os acionistas visto que a interferência do mesmo na companhia não traz vantagens e determinada acessibilidade de dados e informações para estes investidores.

A seguir, no quadro 5, mostra-se os dados referente a esses quatro pontos para verificação da qualidade das empresas analisadas.

Quadro 5 – Verificação de boa governança da CSN e Ambev

	<b>CSN</b>	<b>AMBEV</b>
<b>Tipo de listagem</b>	Tradicional	Tradicional
<b>Free Float</b>	36,30%	27,90%
<b>Classificação no Reclame Aqui</b>	Não recomendada	Ótima
<b>Participação do governo</b>	Não possui	Não possui

Fonte: Elaborado pelos autores.

## 5 CONCLUSÃO

Diante da crise econômica, pela qual passa o país, torna-se cada vez mais necessário que os acionistas e futuros investidores estejam atentos aos acontecimentos e a estabilidade da companhia a ser investida.

Através da análise das informações dos balanços patrimoniais, foi possível realizar um estudo amplo dos dados disponibilizados pertinentes a teoria da firma e avaliar o custo de agência que as empresas assumem. Para identificar quais são estes custos, foi sugerido buscar os acontecimentos que contribuem para tais ocorrências.

Considera-se indispensável realizar um estudo de ampla perspectiva junto aos indicadores utilizados. Os índices apresentados na análise fundamentalista por exemplo, demonstraram por si só não serem suficientes para uma análise de qualidade. Além disso, é fundamental ter conhecimento da gestão corporativa da empresa, visto que essa é responsável pela tomada de decisão.

No momento em que uma empresa opta por pagar mais dividendos ou reinvestir seus lucros, com o intuito de aumentá-los e/ou atrair mais investidores, ela gera um conflito de interesses entre seus acionistas e administradores, resultando em um custo de agência. Pois a partir desse conflito é necessário analisar os riscos e oportunidades e realizar uma tomada de decisão que poderá afetar os lucros de todos os envolvidos. Relembra-se esse caso, para enfatizar um exemplo de custo de agência. Através dele pode-se notar um dos motivos de existirem esses custos e também a relação que eles têm com a teoria da firma, essa por sua vez, assegura o propósito da organização e a potencialização dos lucros através de atos racionais que o gestor deverá tomar visando a coerência de informações juntos aos agentes.

Quanto aos custos de agência para o investidor, este pode aparecer pela dispersão de informações, que necessitará de uma avaliação maior, mais detalhada e precisa para verificar a real situação financeira da companhia de interesse e sua governança corporativa.

No presente trabalho, foi utilizado o indicador P/L que não pode ser avaliado sem o auxílio de um bom estudo do histórico do lucro líquido. E o mesmo ocorre para o P/VPA com o patrimônio líquido, a combinação desses e todos os outros dados apresentados devem ser realizados para uma análise mais eficaz. Existe também, a necessidade de obter informações referentes ao posicionamento da empresa na

economia em que se encontra; a performance dos seus concorrentes e a possibilidade de formação de parcerias entre empresas de interesse ou rupturas dessas ligações, conforme objetivos e situação econômica de cada organização.

Conclui-se que para uma análise confiável, diversos pontos devem ser estudados, gerando uma alta responsabilidade para os dirigentes e possíveis custos de agência.

## 6 REFERÊNCIAS

- Ambev S.A. Resultado do Quarto Trimestre e do Ano de 2016. [S.1.: s.n.], 2 mar. 2017. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=549860>>. Acesso em 06 mai. 2020.
- Ambev S.A. Resultado do Quarto Trimestre e do Ano de 2018. [S.1.: s.n.], 28 fev. 2019. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=667980>>. Acesso em 06 mai. 2020.
- Ambev S.A. Resultado do Quarto Trimestre e do Ano de 2019. [S.1.: s.n.], 27 fev. 2020. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=741019>>. Acesso em 06 mai. 2020.
- ARRUDA, Giovana Silva de et al. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. Revista de Administração da UFSM, Santa Maria, jan. 2008, p. 78. Disponível em: <<https://periodicos.ufsm.br/reaufsm/article/view/570>>. Acesso em: 26 abr. 2020.
- BM&FBOVESPA. Segmentos de listagem. [S.1.: s.n.]. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em 18 mai. 2020.
- Bm&fBovespa. Ambev S.A. [S.1.: s.n.]. Disponível em: <<http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?codigoCvm=23264&idioma=pt-br>>. Acesso em 19 mai. 2020.
- BRASIL. Constituição, 1988. BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispões sobre as Sociedades por Ações.
- CERVEJARIA AMBEV. Ambev – Juntos por um mundo melhor, c2020. Página inicial. Disponível em: <<https://www.ambev.com.br/>>. Acesso em 06 mai. 2020.
- CSN – Companhia Siderúrgica Nacional. CSN 2020 | Institucional, c2020. Página inicial. Disponível em: <[http://www.csn.com.br/default\\_pti.asp?idioma=0&conta=45](http://www.csn.com.br/default_pti.asp?idioma=0&conta=45)>. Acesso em 05 mai. 2020.
- CSN – Companhia Siderúrgica Nacional. Resultados do ano de 2016 e Quarto Trimestre. [s.n], São Paulo: 27 out. 2017. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=583930>>. Acesso em 05 mai. 2020.
- CSN – Companhia Siderúrgica Nacional. Resultados do ano de 2018 e Quarto Trimestre. [s.n], São Paulo: 20 fev. 2019. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=666620>>. Acesso em 05 mai. 2020.
- CSN – Companhia Siderúrgica Nacional. Resultados do ano de 2019 e Quarto Trimestre. [s.n], São Paulo: 04 mar. 2020. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=743116>>. Acesso em 05 mai. 2020.

CSN – Companhia Siderúrgica Nacional. Resultados do Quarto Trimestre e ano de 2015. [s.n], São Paulo: 14 nov. 2016. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=538175>>. Acesso em 05 mai. 2020.

Finance News. Lucro líquido da CSN salta 369% no 4T18. [S.1.: s.n.], 20 fev. 2020. Disponível em: <<https://financenews.com.br/2019/02/lucro-liquido-da-csn-salta-369-no-4t18/>>. Acesso em 17 mai. 2020.

FUNDAMENTEI. ABEV – Fundamentei, c2020. Disponível em: <<https://fundamentei.com/br/abev>>. Acesso em 06 mai. 2020.

FUNDAMENTEI. CSNA – Fundamentei, c2020. Disponível em: <<https://fundamentei.com/br/csna>>. Acesso em 05 mai. 2020.

FUNDAMENTUS. FUNDAMENTUS – ABEV3 - Invista consciente – Indicadores ..., c2020. Disponível em: <<http://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=ABEV3>>. Acesso em 06 mai. 2020.

FUNDAMENTUS. FUNDAMENTUS – CSNA3 – Invista consciente – Indicadores ..., c2020. Disponível em: <<http://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=CSNA3>>. Acesso em 05 mai. 2020.

G1. Ambev registra lucro de mais de R\$ 11 bilhões em 2018. [S.1.: s.n.], 28 fev. 2019. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/02/28/ambev-registra-lucro-de-r-113-bilhoes-em-2018.ghtml>>. Acesso em 18 mai. 2020.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015.

LETHBRIDGE, Eric. Governança corporativa. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, dez. 1997, p. 212. Disponível em: <[https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13435/1/RB%2008%20Governan%C3%A7a%20corporativa\\_P\\_BD.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13435/1/RB%2008%20Governan%C3%A7a%20corporativa_P_BD.pdf)>. Acesso em: 26 abr. 2020.

ROCHA, Irani. Análise da produção científica sobre Teoria da Agência e Assimetria da Informação. REGE – Revista de Gestão, vol. 19, jun. 2012. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S180922761630306X>>. Acesso em: 29 jun. 2020.

MALTA, Tanira Lessa. Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. REGE - Revista de Gestão, vol. 23, mar. 2016. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1809227616300066>>. Acesso em: 29 jun. 2020.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. 9. Ed. São Paulo: Atlas, 2019.

PWC – Price Waterhouse Coopers. Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO): Início de uma nova década de crescimento. São Paulo, abr. 2011. Disponível em: <<http://vemprabolsa.com.br/wp-content/uploads/2016/06/Guia-abertura-de-capital-%E2%80%93-BMFBOVESPA-e-PricewaterhouseCoopers.pdf>>. Acesso em 26 abr. 2020.

REIS, Tiago. Saiba o que é a BM&F a bolsa de mercadorias e futuros. Jul 2018. Disponível em: <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/bmf/>>. Acesso em 27 abr. 2020.

Toledo Filho, Jorge Ribeiro de. Mercado de capitais brasileiro: uma introdução. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

VICTÓRIA, Lia Beatriz Gomes. Governança corporativa: Principais diferenças entre os modelos anglo-saxão e nipo-germânico. In: CONGRESSO DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA. Disponível em: <<http://docplayer.com.br/33861045-Governanca-corporativa-principais-diferencas-entre-os-modelos-anglo-saxao-e-nipo-germanico-victoria-lia1-maehler-alisson2.html>>. Acesso em 28 abr. 2020.

VIEIRA, Rosele Marques. Teoria da firma e inovação: Um enfoque neoschumpeteriano. [S.1.: s.n.], 2010. 37p. Disponível em: <<https://bell.unochapeco.edu.br/revistas/index.php/rce/article/viewFile/1180/619>>. Acesso em 26 abr. 2020.