

Governança Corporativa: análise comparativa da Margem EBITDA de empresas do Agronegócio.

Artigo completo

José A. Moura Aranha (Universidade Católica Dom Bosco) jaranha@terra.com.br

Lucilene Garcia de Oliveira (Universidade Católica Dom Bosco – UCDB) lucilene-bv@hotmail.com

Alexandre Menezes Dias (Doutor em Zootecnia, professor do Programa de Doutorado em Ciências Ambientais e Sustentabilidade Agropecuária da Universidade Católica Dom Bosco – UCDB).
alexandre.menezes@ufms.br

Caroline Pereira Moura Aranha (Universidade Estadual Paulista “Julio de Mesquita Filho”-Instituto de Biociências, Letras e Ciências Exatas). Carol_aranha@hotmail.com

Resumo:

O presente artigo faz análise comparativa da rentabilidade de empresas do segmento do agronegócio brasileiro listadas e não listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa, medido pelo desempenho financeiro da margem EBITDA. A princípio as empresas listadas nos níveis de governança possuem uma gestão com mais controle e mais transparência, portanto, essa questão leva à seguinte indagação: há diferenças estatisticamente significativas na margem EBITDA de empresas listadas e não listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa? O estudo seguiu a metodologia bibliográfica através de levantamentos de estudos publicados sobre a temática e por pesquisa analítica por meio de métodos estatísticos, como a estatística multivariada. Utilizou também de pesquisa documental que foram as demonstrações contábeis das empresas. Os resultados da margem EBITDA foram extraídos dos balanços patrimoniais de cada empresa, com base no exercício de 2012. As amostras foram submetidas à análise da variância (ANOVA) para comparação das médias e o Teste de Tukey com nível de probabilidade de 5% para verificação da diferença mínima significativa. Foi constatado que estatisticamente não existe diferença significativa no desempenho da Margem EBITDA entre as empresas com e sem Governança.

Palavras chaves: Governança Corporativa, margem EBITDA, ANOVA.

1 Introdução

Este estudo visa apresentar evidências empíricas da avaliação de desempenho financeiro medido pela Margem EBITDA entre empresas do segmento do agronegócio brasileiro listadas e não listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa. Assim, como objetivo principal busca-se saber se as empresas do agronegócio listadas na Bovespa que adotam as boas práticas da governança corporativa apresentam melhor desempenho financeiro medido pela Margem EBITDA em relação às do mercado tradicional.

O termo governança corporativa foi criado no início da década de 1990 nos países desenvolvidos, mais especificamente nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, para definir as regras que regem o relacionamento dentro de uma companhia dos interesses de acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores.

É através da gestão da governança corporativa que se dá a instalação de uma nova forma de gerência que visa à eficiência e eficácia nos mais variados setores da empresa, principalmente naquele que lida com o capital da empresa, de forma a garantir maior rentabilidade e lucratividade do negócio.

Portanto, essas questões levam à seguinte indagação: há diferenças estatisticamente significativas na margem EBITDA de empresas listadas e não listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa?

Portanto, o presente artigo faz análise comparativa da rentabilidade de empresas do segmento do agronegócio brasileiro listadas e não listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa, medido pelo desempenho financeiro da margem EBTIDA.

2 Metodologia

A metodologia contou com método estatístico a análise da variância (ANOVA) para comparação das médias e o Teste de Tukey com nível de probabilidade de 5% para verificação da diferença mínima significativa, pesquisa em banco de dados públicos para coleta das demonstrações contábeis do exercício de 2012 das companhias que compuseram a amostra e pesquisa bibliográfica para o referencial teórico.

2.1 Governança corporativa

Governança corporativa compreende a estrutura de relacionamentos e correspondentes responsabilidades de acionistas, conselheiros e executivos, definidas estas da melhor maneira, de modo a encorajar as empresas a terem o desempenho econômico como objetivo principal. No geral, as empresa que buscam pela gestão por Governança Corporativa almejam fortalecimento da empresa, e uma melhoria na gestão de seu patrimônio e ainda gestores buscam através da Governança corporativa condições para uma organização mais racional, ética e pluralista da economia (SILVA, 2006).

Bressan e Bressan (2006, p. 254) *apud* Paludo (2004) relatam que:

A governança corporativa constitui, basicamente, na aplicação de políticas que ofereçam ao acionista uma informação mais clara do posicionamento estratégico da empresa e das atitudes de seus administradores, de maneira que estes últimos tenham objetivos que caminhem na mesma direção dos sócios-proprietários.

Estudos também descrevem que a relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle (SILVA, 2006).

A boa Governança assegura aos sócios, equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*). No passado recente, nas empresas privadas e familiares, os acionistas eram gestores, confundindo em sua pessoa propriedade e gestão. Com a profissionalização, a privatização, e ainda a globalização e o afastamento das famílias, a Governança Corporativa colocou o Conselho entre a Propriedade e a Gestão (SCHEINKMAN, 2009).

Para Scheinkman (2009, p. 1) Governança Corporativa corresponde a:

[...] todo um conjunto de mecanismos que investidores não controladores (acionistas minoritários e credores) têm à sua disposição para limitar a

expropriação dos direitos dos minoritários e credores pelos administradores e majoritário. Estes mecanismos prescrevem regras de conduta para a empresa e de *disclosure*, e garantem a observância das regras (*enforcement*).

Haja vista que, em muitos casos, os responsáveis pela condução de uma empresa e/ou acionistas majoritários podem tomar decisões, após a venda de ações aos minoritários, que prejudiquem o interesse destes. Álvares, Giacometti e Gusso (2008) descreveram que vários autores estrangeiros já definiram o conceito de governança corporativa, entre as principais definições e citaram as de Shleifer e Vishny (1997) “governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”.

A Comissão de Valores Mobiliários (CMV, 2002, p. 1) define governança corporativa como sendo “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

O IBGC (2006) tem a seguinte definição, bastante abrangente e estabelecendo seus principais objetivos:

[...] Do ponto de vista da teoria econômica tradicional, a governança corporativa surge para procurar superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. (...) Este problema é pertinente no Brasil porque nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo que exercam.

Silva *et al.* (2006) atendem que a separação entre propriedade e gestão trás benefícios principalmente para a sociedade, progressivamente considerando os aumentos de investimentos e, a atividade econômica. O conceito de governança corporativa pela ótica da maximização da riqueza dos acionistas como principal responsabilidade dos executivos contraria o chamado modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* (pessoas envolvidas) como principal objetivo dos executivos.

Descreveu Álvares, Giacometti e Guss (2012) que a questão da governança corporativa passou a ser relevante no fim da década de 1980, em virtude das investigações oficiais acerca dos colapsos corporativos e das evidências de excessos cometidos pelos conselhos de algumas empresas que passaram a ser suspeitos de práticas questionáveis de governança, o que resulta, na década de 1990, em três conjunto de problemas apontados como razões ao despertar da governança. São eles:

- a) falhas nas relações entre acionistas e corporações;
- b) instituição dos conselhos colegiados pro forma e pouco eficazes na vigilância nos interesses dos proprietários; e
- c) atuação da direção cujos interesses muitas vezes, conflitam com os acionistas controladores e minoritários.

Em conjunto aos problemas apontados acima, encontra-se os fatores internos e externos que visam estabelecer credibilidade a governança corporativa:

Fatores externos: as mudanças macro ambientais que podem ser sintetizadas em três expressões: abertura, desfronteirização e macro alianças; - as revisões institucionais desencadeadas pelo ativismo dos investidores institucionais e - As relações das autoridades reguladoras e das instituições do mercado de capitais dos escândalos corporativos.

Tais fatores resultaram na regulação mais abrangente e mais severa dispostos a propósitos eminentes aos códigos de governança corporativa.

Fatores internos: As mudanças societárias desencadeadas pelas alterações nas condições externas; realinhamento estratégico decorrente das reestruturações das empresas; e reordenamento organizacional, tal como a crescente profissionalização da gestão, no sentido de adoção de modelos mais avançados.

Em sua essência, portanto, a governança corporativa busca recuperar e garantir a confiabilidade da empresa sob a ótica de seus grupos de interesses, envolvendo os acionistas, funcionários, fornecedores, consumidores, comunidade e governo.

2.1.1 Níveis de Governança Corporativa

Implantados em dezembro do ano 2000 pela antiga Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2 - e o Bovespa Mais.

2.1.1.1 Bovespa Mais

A Bovespa Mais diz respeito a um dos segmentos especiais de listagem que são administrados pela Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa). Sua idealização se deu com o intuito de tornar o mercado acionário do Brasil acessível a um número mais amplo de companhias, especialmente àquelas atrativas aos empresários que buscam investimentos de médio e longo prazo, cuja preocupação com o retorno potencial é sobreposta à demanda por liquidez imediata.

As empresas candidatas ao Bovespa Mais são as que almejam o ingresso no mercado de capitais de maneira gradativa, isto é, que creem na ampliação gradual da base acionária como o meio ideal à sua realidade. Destacam-se as companhias de pequeno e médio porte, que visam se ampliar por meio da utilização do mercado acionário como fonte de recursos essencial.

No Bovespa Mais, os investidores encontram empresas com firme propósito e comprometimento de desenvolver-se no mercado, o que se reflete pela adoção de altos níveis de governança corporativa, pela busca da liquidez de suas ações; e por uma postura proativa para conquistar investidores.

2.1.1.2 Novo Mercado

A adesão de uma companhia ao Novo Mercado se dá de modo voluntário e se concretiza a partir da assinatura de um contrato entre a empresa, seus controladores, administradores e a BM&FBovespa.

Cada parte acorda em cumprir o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, consolidando todos os requisitos adicionais desse segmento. Além disso, também adotam a arbitragem para solucionar possíveis conflitos societários que venham a surgir.

Devido a isso, inclusive, foi constituída pela Bolsa a Câmara de Arbitragem do Mercado, instalada em termos oficiais na data de 27/07/2001. No caso de rescisão do contrato por parte da empresa, ela se desobriga dos compromissos assumidos e, como compensação, os

acionistas investidores têm o direito de receber uma oferta pública de aquisição por suas ações, no mínimo, pelo valor econômico.

Compreende-se que a diminuição dos riscos ocasiona uma melhor precificação das ações, incentivando novas aberturas de capital e emissões, além de fortalecer o mercado acionário como alternativa de financiamento às companhias.

2.1.1.3 Nível 1

Grande parte dos compromissos que as companhias do Nível 1 assumem diante dos investidores é referente ao fornecimento de dados que ajudam na avaliação acerca do valor da organização. Além disso, a empresa que faz parte do Nível 1 não deve possuir partes beneficiárias.

As companhias que pertencem a esse nível devem realizar o envio das Informações Trimestrais (ITRs), que dizem respeito a uma documentação entregue à CVM e à BM&FBovespa, trimestralmente, por todas as empresas que são listadas na Bolsa.

2.1.1.4 Nível 2

Neste nível, as companhias necessitam cumprir todos os requisitos do Nível 1, inclusive suas regras. Contudo, as empresas desse nível se comprometem a adotar um conjunto maior de práticas de governança corporativa e de direitos adicionais para os acionistas minoritários.

2.2 Earnings Before, Interest, Taxes, Depreciation and Amortization - EBITDA

A utilização do EBITDA (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) ganhou importância porque analisar apenas o resultado final da empresa (lucro ou prejuízo), muitas vezes não ilustra bem o potencial de desempenho em um dado período, já que muitas vezes os dados finais são influenciados por fatores difíceis de serem mensurados. Popularizada nos EUA dos anos 70, a análise através do EBITDA é muito comum também por analistas brasileiros, especialmente aqueles voltados para investidores e bolsa de valores. (PEREIRA, 2010).

Segundo especialistas, o indicador pode ser utilizado na análise da origem dos resultados das empresas e, por eliminar os efeitos dos financiamentos e decisões contábeis, é capaz de medir com mais precisão a produtividade e a eficiência do negócio. E isso é essencial na hora de investir, especialmente se levado em conta o longo prazo.

É muito comum notar o termo margem EBITDA sendo usado no mercado. Desta forma, o percentual pode ser usado para comparar as empresas quanto à eficiência dentro de um segmento. Mais interessante, a variação do indicador de um ano em relação a outro mostra aos investidores se uma empresa conseguiu ser mais eficiente ou aumentar sua produtividade.

Por outro lado, como ressalva Pereira (2010) vale lembrar que o EBITDA pode dar uma falsa ideia sobre a efetiva liquidez da empresa; no que se pode ressaltar:

- a) O indicador não considera o montante de reinvestimento requerido (pela depreciação), fator especialmente crítico nas empresas que apresentam ativos operacionais de vida curta;
- b) O EBITDA não considera as mudanças no capital de giro e, portanto, sobrevaloriza o fluxo de caixa em períodos de crescimento do capital de giro;

c) O EBITDA nada apresenta sobre a qualidade dos lucros;

Por retratar o “operacional da empresa”, o EBITDA é utilizado como aferidor de desempenho na geração de recursos próprios decorrentes da atividade fim do negócio. Por isso desconsidera em seus cálculos toda e qualquer receita ou despesa não decorrente da operação principal da empresa (PEREIRA, 2010).

A margem EBITDA, trata-se da divisão do EBITDA (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) pela Receita Líquida, é um bom indicador da margem operacional de uma empresa, e também amplamente utilizado em análises financeiras e análise por múltiplo (PEREIRA, 2010).

2.3 Análise da Variância (ANOVA)

A comparação de várias médias se dá pela análise da variância (ANOVA) que é um método estatístico desenvolvido por Sir Reinald A. Fisher anos 30 que através de testes de igualdades de médias, verifica se fatores produzem mudanças sistemáticas em algumas variáveis de interesse (FONSECA & MARTINS, 1996).

Portanto, essa técnica estatística permite verificar se existe uma diferença significativa entre as médias e se os fatores exercem influência em alguma variável dependente.

Para Vieira (1999), “Para fazer a análise da variância, é preciso pressupor que os erros são variáveis aleatórias independentes com distribuição normal de média zero e variância constante”.

Sampaio (1998) também compartilha essas pressuposições ao afirmar que:

Algumas premissas deverão ser expressas para que a implantação de uma análise de variância seja adequada:

- a) A resposta que esta sendo analisada dever ser uma variável com distribuição normal.
- b) Os tratamentos onde esta resposta esta sendo medida devem apresentar variâncias iguais. Este princípio, conhecido como homocedasticidade, reconhece que a instabilidade de uma variável não depende do grupo experimental onde ela esta sendo medida.

Para Vieira (1999), para fazer a análise da variância em blocos, como é o caso desta pesquisa, é preciso calcular as seguintes quantidades:

a) Os graus de liberdade:

- Do total: $n - 1$
- De tratamentos: $k - 1$
- De blocos: $r - 1$
- Do resíduo: $(n - 1) - (k - 1) - (r - 1) = n - k - r + 1$

b) O valor C, conhecido como correção:

$$C = \frac{(\sum y)^2}{n}$$

c) A soma de quadrados total

$$SQT = \sum y^2 - C$$

d) A soma de quadrados de tratamentos:

$$SQTr = \frac{\sum T^2}{rm} - C$$

e) A soma de quadrado de blocos

$$SQB = \frac{\sum B^2}{km} - C$$

f) A soma de quadrado do resíduo

$$SQR = SQT - SQTr - SQB$$

g) O quadrado médio de tratamentos:

$$QMT_r = \frac{SQTr}{k-1}$$

h) O quadrado médio de blocos:

$$QMB = \frac{SQB}{r-1}$$

i) O quadrado médio do resíduo:

$$QMR = \frac{SQR}{n-k-r+1}$$

j) O valor de F para tratamentos:

$$F_r = \frac{QMT_r}{QMR}$$

k) O valor de F para blocos:

$$F_B = \frac{QMB}{QMR}$$

2.4 Teste F

Testes de significância, também conhecidos como Testes de Hipóteses, correspondem a uma regra decisória que permite rejeitar ou não uma hipótese estatística com base nos resultados de uma amostra. Neste caso a hipótese nula é que todos os tratamentos tenham médias iguais, isto é:

$$H_o : \mu_1 = \mu_2 = \mu_s = \dots = \mu_k$$

E que todas as “k” populações dos tratamentos tenham a mesma variância: σ^2 .

A hipótese alternativa é de que pelo menos um par de médias seja diferente:
 $H_1 : \mu_p \neq \mu_q$ para $q \neq p$.

A aceitação de H_o revelará que o fator considerado não acarreta mudanças significativas na variável de estudo. Por outro lado, a rejeição de H_o indicará, com risco α , que o fator exerce influência sobre a variável de estudo (FONSECA & MARTINS, 1996).

O F teve sua fundamentação apresentada em 1924 por Fischer, de forma que o seu valor calculado deve ser comparado com o valor de F tabelado segundo os graus de liberdade da fonte testada e do resíduo. Caso o valor do F calculado for maior que o valor de F tabelado, rejeita-se a hipótese de nulidade H_o , ou seja, existem evidências de diferença significativa entre pelo menos um par de médias de tratamentos, ao nível de α significância escolhido. Caso contrário, não rejeita-se a hipótese de nulidade H_o , isto quer dizer que não há evidências de diferença significativa entre os tratamentos, para o mesmo nível de significância escolhido.

Quando a análise de variância demonstra que as médias não são estatisticamente iguais, ou seja, quando a hipóteses de nulidade H_o é rejeitada, aplica-se teste para comparar médias, neste caso procura-se identificar a *diferença mínima significante* (dms) entre duas médias (VIEIRA, 1999).

Outra forma de comparação das médias é comparar o valor de p . Caso o **valor-p** seja menor do que nível de significância 0,05 ou 5%, rejeita-se a hipótese nula H_o . Da mesma forma, uma outra interpretação para o **valor-p**, é que este é menor nível de significância com que se rejeitaria a hipótese nula. Dessa forma, basta comparar o valor de p com o nível de significância estabelecido, se o valor de p calculado é menor que o nível de significância rejeita-se a hipótese de que as médias são iguais, ou seja rejeita-se H_o , caso contrário, aceita-se a hipótese de que as médias são iguais, ou seja aceita-se H_o (VIEIRA, 1999).

Para Vieira (1999, p. 60) “Foram propostas diversas maneiras de calcular a diferença mínima significante. Cada proposta é, na realidade, um teste que, em geral, leva o nome do autor. Não existe um procedimento para a comparação de médias que seja definitivamente “melhor” que todos os outros”.

Ainda segundo Vieira (1999) e Sampaio (1998), os testes mais frequente elegidos na experimentação são:

- a) Teste t de Student
- b) Teste de Tukey
- c) Teste de Duncan
- d) Teste de Dunnett
- e) Teste de Student-Newman-Keuls (SNK)
- f) Teste de Scheffé

2.5 Teste de Tukey

Para comparação das médias optou-se neste trabalho pelo Teste de Tukey.

O valor de diferença mínima significante (dms) é dada da seguinte forma:

$$dms(Tukey) = q \sqrt{\frac{QMR}{r}}$$

onde q é o valor tabelado por Tukey, QMR é o quadrado médio do resíduo da análise da variância e r é o número de repetições de cada um dos tratamentos. De acordo com o teste, duas médias são estatisticamente diferentes toda vez que o valor absoluto da diferença entre elas for igual ou maior do que a d.m.s. (VIEIRA, 1999).

3 Análise de resultados

A amostra foi composta por 16 companhias do segmento do agronegócio, sendo 8 delas listadas nos níveis de governança corporativa e outras 8 não listadas. Para a análise de variância (ANOVA) os dados foram organizados em blocos, sendo o bloco I as Margens EBITDA's das ações das companhias listadas nos níveis de governança e as não listadas compõem o bloco II, portanto, o delineamento é classificado como em blocos casualizados, conforme Tabela 01:

Tabela 01: Empresas com e sem Governança Corporativa e Margens EBITDA's

BLOCO I			BLOCO II		
Empresas com Governança Corporativa	Margem EBITDA		Empresas sem Governança Corporativa	Margem EBITDA	
Biosev Bioenergia S.A	26,30%		Cia. Cacique de Café Solúvel	10,13%	
BRF S.A.	11,90%		Kepler Weber S.A	13,40%	
Renar Maçãs S.A.	- 11,50%		Celulose Irani S.A.	23,90%	
Fibria Celulose S.A	36,00%		Suzano Papel e Celulose S.A.	25,00%	
JBS S.A	14,43%		Raizen Energia S.A.	26,77%	
São Martinho S.A	40,40%		J. Macedo S.A.	7,50%	
Minerva S.A	10,10%		Souza Cruz S.A.	41,90%	
Klabin S.A	34,00%		Cia. Iguaçu de Café Solúvel	4,97%	

Fonte: Os autores

Os valores das Margens EBITDA's do período selecionado foram submetidos à análise de variância (ANOVA) para comparação das médias e a diferença mínima significativa (dms) foi obtida pelo Teste de Tukey com o nível de significância de 5%. Para a comparação das médias, obstante demonstrado as equações para a ANOVA, optou-se pela utilização do software livre Assistat versão 7.7, software este desenvolvido pelo DEAG-CTNR, da Universidade Federal de Campina Grande (UFCG), cujo resultado esta demonstrado na Figura 01, a seguir:

EXPERIMENTO EM BLOCOS CASUALIZADOS

QUADRO DE ANÁLISE

FV	GL	SQ	QM	F
Blocos	1	4.06023	4.06023	0.0120 ns
Tratamentos	7	818.81290	116.97327	0.3471 ns
Resíduo	7	2359.21248	337.03035	
Total	15	3182.08560		

** significativo ao nível de 1% de probabilidade ($p < .01$)

* significativo ao nível de 5% de probabilidade ($.01 \leq p < .05$)

ns não significativo ($p \geq .05$)

GL	GLR	F-crit	F	p
1	7	0.0011	0.012047	>0.050
7	7	0.2	0.3471	>0.050

Figura 01: Quadro de análise

Fonte: Assistat

O Teste de Significância, ou valor de F calculado para os blocos corresponde a 0,012047 enquanto que o valor do F tabelado (F-crítico) de acordo com os graus de liberdade das fontes testadas e do resíduo é igual a 0,0011; o valor de F calculado para os tratamentos foi de 0,3471 e o F tabelado foi de 0,2000. Como observado os valores de F calculados são maiores que os de F críticos dados pelo Assistat, circunstância que levaria concluir que a hipótese H_o deveria ser rejeitada, ou seja, há diferenças significativas entre as médias calculadas. Entretanto, com base nos Graus de Liberdade 1 e 7 os valores para F tabelados, conforme tabela 2 apresentada por Vieira (1999, p. 172), correspondem a 5,59 e 3,79 respectivamente, portanto superiores aos valores de F calculados. Neste caso aceita-se a hipótese de nulidade H_o , isto quer dizer que não há evidências de diferença significativa entre os tratamentos, para o mesmo nível de significância escolhido. Para não restar dúvidas quanto essa afirmação o valor-p ($p > 0,05$) calculado pelo Assistat foi maior que o nível de significância de 5% escolhido.

Confirmando a hipótese de nulidade H_o , mediante a comparação das médias foi aplicado o Teste de Tukey ao nível de significância de 5%, cujo resultado está demonstrado na Tabela 02:

Tabela 02: Médias das margens EBITDA's das empresas com e sem Governança Corporativa

MÉDIAS DOS INDICADORES DE MARGEM EBITDA							
1	2	3	4	5	6	7	8
18,215 A	12,650 A	6,200 A	30,500 A	20,600 A	23,950 A	26,000 A	19,485 A

As médias seguidas pela mesma letra não diferem estatisticamente entre si ($p > 0,05$). Foi aplicado o Teste de Tukey ao nível de 5% de probabilidade.

Fonte: Os autores

Da mesma forma, foi aplicado o Teste de Tukey ao nível de probabilidade de 5% para comparação das médias dos blocos das empresas listadas e não listadas nos níveis de governança corporativa, cujo resultado está demonstrado na Tabela 03:

Tabela 03: Médias das Margens EBITDA dos blocos

MÉDIA DA MARGEM EBITDA DOS BLOCOS	
BLOCOS	MÉDIAS
I	29,20375A
II	19,19625A

As médias seguidas por letras maiúsculas não diferem estatisticamente entre si ($p > 0,05$). Foi aplicado o Teste de Tukey ao nível de 5% de probabilidade.

Fonte: Os autores

Os resultados obtidos mostram que não existem diferenças estatísticas significativas entre as médias das Margens EBITDA's entre as companhias listadas ou não nos níveis de governança corporativa de cada grupo apresentado. No entanto, observa-se que a média Margem EBITDA das empresas do Bloco I exposto na tabela 03, apresenta maior resultado de retorno financeiro o que não descarta a possibilidade de que a governança corporativa pode ser um diferencial na obtenção de resultados, obstante a não constatação estatística de diferença significativa.

Conclusão

Com base nas análises realizadas através desta pesquisa, conclui-se que as Margens EBITDAS das empresas listadas na BM&F BOVESPA do ramo do Agronegócio, não apresentam estatisticamente diferenças significativas entre as empresa com e sem Governança Corporativa. Porém, uma comparação simples das médias de cada grupo observa-se que mesmo sem apresentar estatisticamente diferença significativa, o Grupo I representado pelas empresas com governança corporativa, possui maior média de Margem EBITDA, provavelmente devido as boas práticas de governança. Portanto, essa constatação requer estudos mais aprofundados.

4 Referências

ÁLVARES Elismar, Celso GIACOMETTI, Eduardo GUSSO. **Governança corporativa: um modelo brasileiro**. São Paulo: Elsevier, 2008.

ASSISTAT. **Software ASSISTAT. Disponível em:** <<http://assistat.com/indexp.html>>
 Acesso em: 03 mar. 2014.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Nível 1 de Governança Corporativa**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_Nivel1.pdf. Acesso em: 11 mar. 2014.

_____. **Nível 2 de Governança Corporativa**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-2.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2014.

_____. **Novo Mercado.** Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf. Acesso em: 11 mar. 2014.

_____. **Bovespa Mais.** Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/BOVESPAMais_folder.pdf. Acesso em: 11 mar. 2014.

BRESSAN, V. G. F. & BRESSAN, A. A. **Existe diferença entre a rentabilidade das ações das empresas que adotam governança corporativa com relação às empresas do mercado tradicional?** Organizações Rurais & Agroindustriais, Lavras, v. 10, n. 2, p. 250-263, 2008. Disponível em: ageconsearch.umn.edu/bitstream/60711/2/Artigo7.pdf. Acesso em: 24 fev. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Captação de Valores Mercantis.** Disponível em: www.bmfbovespa.com.br/. Acesso em: 22 mar. 2014.

FONSECA, Jairo Simon da; MARTINS, Gilberto de Andrade. **Curso de estatística.** 6. Ed. São Paulo: Atlas, 1996

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 3. ed. rev. e ampl. São Paulo, 2004. Disponível em: http://www.ibgc.org.br/download/arquivos/Codigo_IBGC_3_versao.pdf. Acesso em: 24 fev. 2014.

PEREIRA, Ricardo. EBITDA: Indicador Importante para o Investidor. Seção Economia do Dinheirama. 2010 Disponível em: <http://dinheirama.com/blog/2008/05/14/ebitda-indicador-importante-para-o-investidor/>. Acesso em: 18 mar. 2014.

SAMPAIO, Ivan Barbosa Machado. **Estatística aplicada à experimentação animal.** Belo Horizonte: Fundação de Ensino e Pesquisa em Medicina Veterinária e Zootecnia, 1998

SCHEINKMAN, José Alexandre. **O Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil.** 2009. Disponível em: <http://www.princeton.edu>, p. 1. Acesso em: 24 fev. 2014.

SILVA et al. **Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal.** Instituto Português de Corporate governance, 2006. Disponível em: http://www.ecgi.org/codes/documents/libro_bianco_cgov_pt.pdf. Acesso em: 24 de fev. 2014.

SILVA, E. Cordeiro. **Governança Corporativa nas Empresas:** guia prático de orientação para acionistas e conselho de administração. São Paulo: Atlas, 2000.

VIEIRA, Sônia. **Estatística experimental.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999