



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
GESTÃO FINANCEIRA E CONTROLADORIA**

**ANÁLISE DOS ASPECTOS INTRÍNSECOS À DESLISTAGEM  
VOLUNTÁRIA NO BRASIL**

**JULIANA RODRIGUES OLIVEIRA**

Orientadora: Profa. Dra. Fernanda Maciel Peixoto

**UBERLÂNDIA  
2017**

**JULIANA RODRIGUES OLIVEIRA**

**ANÁLISE DOS ASPECTOS INTRÍNSECOS À DESLISTAGEM  
VOLUNTÁRIA NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Organizacional

Linha de Pesquisa: Gestão Financeira e Controladoria

Orientadora: Profa. Dra. Fernanda Maciel Peixoto

**UBERLÂNDIA  
2017**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

---

O48a  
2017      Oliveira, Juliana Rodrigues, 1983-  
            Análise dos aspectos intrínsecos à deslistagem voluntária no Brasil /  
            Juliana Rodrigues Oliveira. - 2017.  
            106 f. : il.

            Orientadora: Fernanda Maciel Peixoto.  
            Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,  
            Programa de Pós-Graduação em Administração.  
            Inclui bibliografia.

            1. Administração - Teses. 2. Governança Corporativa - Teses. 3.  
            Acionistas minoritários - Proteção - Teses. 4. Serviços de informação -  
            Teses. I. Peixoto, Fernanda Maciel, 1978-. II. Universidade Federal de  
            Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

---

**Reitor da Universidade Federal de Uberlândia**

Valder Steffen Júnior

**Diretora da Faculdade de Gestão e Negócios**

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

**Coordenadora do Programa de Pós-Graduação**

Cíntia Rodrigues de Oliveira Medeiros



JULIANA RODRIGUES OLIVEIRA

**ANÁLISE DOS ASPECTOS INTRÍNSECOS À DESLISTAGEM  
VOLUNTÁRIA NO BRASIL**

Dissertação julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de Gestão Organizacional, linha de pesquisa Gestão Financeira e Controladoria e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia.

Uberlândia, 06 de julho de 2017.

Banca examinadora:

---

Prof<sup>ª</sup>. Dra. Fernanda Maciel Peixoto (Orientadora)

---

Prof<sup>ª</sup>. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

---

Prof<sup>ª</sup>. Dra. Elizabeth Krauter

*A Deus por toda proteção e  
amparo concedido.*

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus pelo ânimo e proteção que me proporcionou para execução deste trabalho.

Aos meus filhos Leonardo, Eduardo, Lucas e Gabriel fontes da minha inspiração.

À minha querida família, especialmente aos meus pais e minha tia Cristina que não mediram esforços para me incentivar a ir adiante neste objetivo.

Aos meus colegas da turma de 2016 do mestrado, excepcionalmente ao Kleverson, Nadjara e Débora por toda ajuda dispendida nos momentos de dificuldade os quais enfrentei.

À UFU pela oportunidade oferecida de capacitação e ampliação de meus conhecimentos.

Ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Gestão e Negócios pela oportunidade de estudar em um curso renomado e com uma qualidade excepcional.

À minha querida orientadora Profa. Fernanda Maciel Peixoto, pela responsabilidade e seriedade nesta orientação de mestrado, contribuindo com a ampliação dos meus conhecimentos e me auxiliando a conquistar um trabalho com total qualidade e maestria.

Aos professores do PPGA, Vinícius, Rodrigo, Valdir, Kárem, Penedo e Stella pelo entusiasmo ao transmitirem os conteúdos das disciplinas por eles ministradas.

Aos membros das bancas de qualificação, professoras Kárem Cristina de Sousa Ribeiro e Elizabeth Krauter, pelo convite aceito, por disporem de tempo e contribuírem significativamente com esta dissertação.

Aos técnicos administrativos da graduação e do programa de pós-graduação da FAGEN pelo apoio ao disponibilizarem salas para estudos e laboratórios.

Por fim, e em especial, a minha querida colega veterana Cláudia Olímpia Neves Mamede Maestri, a qual tive o prazer de conhecer durante o curso e que com grande satisfação e

interesse me auxiliou completamente a executar esta jornada relativa à dissertação, que eu tanto almejei durante minha vida acadêmica. Sendo assim, obrigada a todos vocês.

*“O homem nasceu para aprender, aprender tanto quanto a vida lhe permita”.*

Guimarães Rosa

## RESUMO

Este trabalho teve por objetivo analisar a relação existente entre disponibilidade de caixa, proteção aos acionistas minoritários e transparência das informações com a deslistagem voluntária das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, levando-se em consideração os momentos distintos relativos a crise e não crise no período de 2004 a 2015. A amostra compreendeu todas as empresas listadas na bolsa neste período, com exceção das firmas pertencentes ao setor financeiro e de fundos de investimento. Nesse lapso temporal foram encontradas 576 empresas cadastradas na bolsa, das quais 243 se deslistaram, sendo 112 deslistagens voluntárias. A coleta de dados foi feita a partir da BM&FBOVESPA, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da base Económica. O método estatístico adotado foi a regressão logística com dados em painel. Os resultados evidenciaram relação positiva e significativa com a deslistagem voluntária para as variáveis de interação entre caixa e crise, tamanho da empresa, oportunidades de crescimento, gerenciamento de resultados, disponibilidades de caixa e concentração acionária. Por sua vez, as variáveis de interação entre distribuição de dividendos e crise, emissão de ADR's, nível de Governança Corporativa e alavancagem apresentaram relação negativa e significativa com a deslistagem voluntária. Desta forma, notou-se no estudo a relevância dos mecanismos de Governança Corporativa como atenuantes da deslistagem, haja vista que as variáveis utilizadas como *proxy* para a proteção aos acionistas minoritários (distribuição de dividendos e emissão de ADR's em bolsas estrangeiras) e transparência das informações (condizente com o menor nível de gerenciamento de resultados), evidenciaram que poderiam reduzir a probabilidade de deslistagem. Ademais, quanto ao nível de disponibilidade de caixa, constatou-se que o fluxo de caixa livre proposto por Jensen (1986), ocasionaria em aumento da probabilidade de fechamento de capital, uma vez que supostamente os gestores utilizariam este excesso de caixa em projetos pouco rentáveis. Como sugestões para futuras pesquisas, pode-se citar a utilização de outros mecanismos de Governança Corporativa para analisar a relação com a deslistagem. Também poderiam ser estudadas as empresas pertencentes ao setor financeiro e de fundos, realizando uma pesquisa específica para compreender a deslistagem em tal setor.

**Palavras-chave:** Deslistagem Voluntária; Disponibilidade de Caixa; Governança Corporativa; Proteção aos Acionistas Minoritários; Transparência das Informações.

## ABSTRACT

The purpose of this study was to analyze the relationship between cash availability, protection of minority shareholders and transparency of information with the voluntary delisting of Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA, taking into account the different moments related to the crisis and not crisis in the period of 2004 to 2015. The sample comprised all listed companies in this period, with the exception of firms in the financial and investment funds sector. During this time span, 576 registered companies were found, of which 243 were delisting, of which 112 were voluntary delisting. Data collection was done from the BM&FBOVESPA, the Securities Commission (CVM) and the Economática database. The statistical method adopted was logistic regression with panel data. The results showed a positive and significant relationship with the voluntary delisting for the variables of interaction between cash and crisis, company size, growth opportunities, results management, cash flow and stock concentration. In turn, the interaction variables between dividend distribution and crisis, ADR issuance, Corporate Governance level and leverage showed a negative and significant relationship with voluntary delisting. In this study, the relevance of Corporate Governance mechanisms as attenuators of the delisting was noted in the study, given that the variables used as proxy for protection of minority shareholders (dividend distribution and issuance of ADRs in foreign exchanges) and transparency of information (consistent with the lower level of results management), showed that they could reduce the probability of delisting. In addition, regarding the level of cash availability, it was found that the free cash flow proposed by Jensen (1986), would increase the likelihood of capital closure, since the purveyors were supposed to use this excess cash on little projects cost-effective. As suggestions for future research, one can cite the use of other Corporate Governance mechanisms to analyze the relation with the delisting. Also the companies belonging to the financial and funds sector could be studied, carrying out a specific research to understand the delimitation in such sector.

**Keywords:** Voluntary Delisting; Cash Availabilities; Corporate Governance; Protection to Minority Shareholders; Transparency of Information.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Figura 1:</b> Estrutura da dissertação.....	23
<b>Figura 2:</b> Modelo hipotético e conceitual para teste das hipóteses H1a a H1e.....	40
<b>Figura 3:</b> Modelo hipotético e conceitual para teste da hipótese H2a.....	66
<b>Quadro 1:</b> Variáveis utilizadas para teste das hipóteses H1a a H1e.....	35
<b>Quadro 2:</b> Sinais esperados dos coeficientes das variáveis das hipóteses H1a a H1e.....	40
<b>Quadro 3:</b> Comparativo dos sinais esperados e resultados encontrados das hipóteses H1a a H1e.....	49
<b>Quadro 4:</b> Variáveis utilizadas para teste da hipótese H2a.....	62
<b>Quadro 5:</b> Sinais esperados dos coeficientes das variáveis da hipótese H2a.....	67
<b>Quadro 6:</b> Comparativo dos sinais esperados e resultados encontrados da hipótese H2a.....	75



## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> - Deslistagem no Brasil.....	19
<b>Tabela 2</b> – Comparação das estatísticas descritivas em relação à deslistagem geral das hipóteses H1a a H1e.....	43
<b>Tabela 3</b> - Comparação das estatísticas descritivas em relação à deslistagem voluntária das hipóteses H1a a H1e.....	45
<b>Tabela 4</b> - Estimativa das variáveis disponibilidade de caixa e proteção aos acionistas minoritários interferir na deslistagem voluntária das empresas listadas na BM&FBOVESPA.....	48
<b>Tabela 5</b> - Comparação das estatísticas descritivas em relação à deslistagem geral da hipótese H2a.....	69
<b>Tabela 6</b> - Comparação das estatísticas descritivas em relação à deslistagem voluntária da hipótese H2a.....	71
<b>Tabela 7</b> - Análise da associação entre gerenciamento de resultados e deslistagem voluntária das empresas listadas na BM&FBOVESPA.....	74
<b>Apêndice A:</b> Matriz de correlação das variáveis para teste das hipóteses H1a a H1e.....	94
<b>Apêndice B:</b> Matriz de correlação das variáveis para teste da hipótese H2a.....	95
<b>Apêndice C:</b> Estudos diversos sobre deslistagem de empresas.....	96

## LISTA DE ABREVIACÕES

ADR - *American Depositary Receipt*

AMEX - *New York Stock Exchange*

BM&FBOVESPA – Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Social

CDES – Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social

CEO - *Chief Executive Officer*

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DVOL – Deslistagem Voluntária

EM - *Earnings Management*

GC – Governança Corporativa

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPO – Oferta Pública Inicial

IQG – Índice de Qualidade da Governança

NASDAQ - *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*

NYSE - *New York Stock Exchange*

OPA – Oferta Pública de Aquisição

PIB - Produto Interno Bruto

ROA – Retorno sobre Ativos

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SOX – *Sarbanes-Oxley*

VIF - *Variance Inflation Factor*

## SUMÁRIO

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO.....	16
1.1 Importância do tema e problema de pesquisa .....	16
1.2 Objetivo geral e objetivos específicos do estudo .....	20
1.3 Justificativa do estudo .....	21
1.4 Estrutura do trabalho .....	22
CAPÍTULO 2: IMPACTO DO CAIXA E DA PROTEÇÃO AOS MINORITÁRIOS NA DESLISTAGEM DAS EMPRESAS .....	23
2.1 Introdução .....	23
2.2 Fundamentação teórica.....	26
2.2.1 Disponibilidade de Caixa e Deslistagem Voluntária.....	26
2.2.2 Proteção aos Acionistas Minoritários e Deslistagem Voluntária .....	29
2.3 Procedimentos metodológicos.....	32
2.3.1 Classificação da pesquisa, amostra e descrição das variáveis.....	32
2.3.2 Modelo de pesquisa e técnicas econométricas .....	38
2.4 Resultados .....	41
2.5 Considerações finais.....	51
CAPÍTULO 3: <i>EARNINGS MANAGEMENT</i> : UMA PRÁTICA QUE PODE LEVAR À DESLISTAGEM DAS EMPRESAS .....	54
3.1 Introdução .....	54
3.2 Fundamentação teórica.....	56
3.2.1 Deslistagem Voluntária e a prática de <i>Earnings Management</i> .....	56
3.3 Procedimentos metodológicos.....	60
3.3.1 Classificação da pesquisa, amostra e descrição das variáveis.....	60
3.3.2 Modelo de pesquisa e técnicas econométricas .....	65
3.4 Resultados .....	67
3.5 Considerações finais.....	76
CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO.....	78
REFERÊNCIAS .....	80
Apêndice A: Matriz de correlação das variáveis para teste das hipóteses H1a a H1e .....	92

Apêndice B: Matriz de correlação das variáveis para teste da hipótese H2a .....	93
Apêndice C: Estudos diversos sobre deslistagem de empresas .....	94

## CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO

### 1.1 Importância do tema e problema de pesquisa

Uma questão largamente debatida na literatura e relativa à área de finanças é a decisão de uma firma abrir seu capital e ter suas ações negociadas em bolsa, haja vista que esta conjuntura é considerada como uma etapa de desenvolvimento da empresa e segundo o entendimento de Bortolon e Silva Júnior (2015a) possibilita vantagens, como o aumento da liquidez de títulos, ampliação do quadro de investidores, redução do custo de capital e dos problemas de agência. Contudo, apesar de sua relevância, uma vez que pode impactar na evolução do mercado de capitais, segundo Djama, Martinez e Serve (2014) poucos estudos abordaram o evento oposto, ou seja, o fechamento de capital.

Sendo assim, Souza *et al* (2013) constataram o movimento de saída voluntária de 201 companhias do mercado de capitais brasileiro de 2000 a 2012, conforme informações constantes no site da BM&FBOVESPA, demonstrando que a quantidade de empresas que optaram pela deslistagem foi superior a quantidade de entradas no mercado acionário nacional.

Em levantamento mais recente feito em 2016 por meio de dados disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), constatou-se que a quantidade de IPOs na BM&FBOVESPA foi equivalente a 96 registros de abertura e 256 fechamentos de capital de empresas listadas na bolsa durante o período de 2004 a 2015, que coincide com o horizonte temporal desta investigação.

Estudos sobre fechamento de capital são importantes para investidores, organizações, mercado acionário e reguladores do mercado (EID JÚNIOR; HORNG, 2005). Os acionistas necessitam de informações provenientes de firmas que possuam perpetuidade na listagem no mercado de capitais para ampliação de seus retornos, de forma a construir um histórico de desempenho das companhias. Do ponto de vista organizacional, as empresas devem elaborar seu planejamento estratégico levando em consideração os custos e as vantagens oriundas do processo de listagem em bolsa de valores. Por sua vez, os órgãos responsáveis pelo desenvolvimento econômico e estímulo às companhias (por exemplo: BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Social, CDES – Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social) e os reguladores do mercado, beneficiam-se das informações levantadas por estes estudos para formulação de políticas de expansão do mercado acionário e redução dos obstáculos referentes a abertura de mercado (EID JÚNIOR; HORNG, 2005).

Brigham e Ehrhardt (2006) ressaltaram que a deslistagem gera uma boa impressão para os investidores, devido ao fato de que a recompra de ações pode fundamentar-se na intuição dos gestores de que as ações estejam subavaliadas. Além disso, salientaram que por meio do fechamento de capital, extingue-se um eventual volume de ações que rebaixam sua cotação. Em casos de excedente de caixa temporário, é recomendável fazer a recompra a aumentar os dividendos por ação e depois ter que reduzi-los. Além disso, Gabrielli e Saito (2004) destacaram que, do ponto de vista do acionista, uma das vantagens do fechamento de capital consiste na esfera dos ganhos fiscais em que os recursos oriundos das vendas não são tributados. Por isso, o fechamento de capital seria mais vantajoso do que eventuais distribuições de dividendos, porém, é uma particularidade do mercado norte-americano não aplicável ao cenário brasileiro (GABRIELLI; SAITO, 2004).

Por outro lado, uma das desvantagens da deslistagem consiste na diferenciação dos acionistas em relação à preferência por dividendos, de forma que o preço da ação se beneficia menos com a recompra do que com os dividendos (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006). Inclusive o custo de recompra de ações é maior do que o dispendido no momento da abertura do capital, porque na oferta pública de aquisições que os controladores são obrigados por lei a fazer, é necessário que pelo menos dois terços das ações sejam retiradas de circulação e, a forma para tal, é a compra, a um preço habitual, dos papéis em mãos dos controladores (BOMFIM; SANTOS; PIMENTA JUNIOR, 2007). Este custo é significativo, sendo a decisão de deslistagem anulada caso os majoritários não aceitem tal proposta (MONEZI, 2004).

Assim, o fechamento de capital torna-se preocupante, especialmente para as firmas que abriram capital mais recentemente, pois ao reduzir o volume de negociações e consequentemente a liquidez do mercado, determina a redução do número de investidores e afeta a visibilidade das novas empresas, o que prejudica o mercado acionário (NÓBREGA *et al.*, 2000). Com isso, a deslistagem de empresas da BM&FBOVESPA deprecia a imagem da companhia perante o mercado, evidenciando que a empresa não é capaz de aproveitar os benefícios oriundos da abertura de capital, tendo sua reputação abalada, perdas financeiras e posicionamento inferior à concorrência (EID JÚNIOR; HORNG, 2005).

Neste contexto, no Brasil, alguns autores têm estudado fatores determinantes para a deslistagem e/ou perpetuidade da listagem, como: disponibilidade de caixa, governança corporativa, pagamento de dividendos, transparência, estrutura de propriedade, alavancagem financeira, volume de negócios, tamanho e crescimento da empresa, dentre outros (EID JÚNIOR; HORNG, 2005; BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015a, 2015b; SAITO; PADILHA, 2015).

A tabela 1 mostra a quantidade de deslistagem (geral e voluntária) por ano no Brasil durante o período compreendido pelo estudo (2004-2015).

**Tabela 1 – Deslistagem no Brasil**

<b>Ano</b>	<b>Deslistagem Geral</b>	<b>Deslistagem Voluntária</b>
2004	29	14
2005	23	12
2006	24	6
2007	16	9
2008	24	11
2009	20	10
2010	21	7
2011	29	17
2012	28	15
2013	14	13
2014	15	12
2015	15	12
<b>TOTAL</b>	<b>258</b>	<b>138</b>

Fonte: Elaborada pela autora através de dados disponibilizados pela CVM.

Por outro lado, sendo a gestão de caixa uma ferramenta essencial para a formulação de um eficiente planejamento estratégico (FRESARD, 2010), identifica-se que um elevado nível de caixa na empresa pode ocasionar problemas de agência como a discricionariedade dos gestores, que utilizam o excesso de caixa disponível em projetos pouco rentáveis, visando quase sempre os interesses próprios dos mesmos em detrimento dos acionistas (JENSEN, 1986). Além disso, uma maior disponibilidade de caixa é um dos fatores mais determinantes para o fechamento de capital das empresas (BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015b).

Em contrapartida, um dos fatores que auxiliam na redução da probabilidade de fechamento de capital de empresas é a adoção das normas de Governança Corporativa (SANTOS, 2016). Estas normas se traduzem em cinco dimensões, sendo elas: composição do conselho de administração; estrutura de propriedade e de controle; modalidades de incentivo aos administradores; proteção aos acionistas minoritários e transparência das informações publicadas (CORREIA, 2008). Entretanto, Correia (2008) identificou que no Brasil há uma diferenciação quanto à relevância dos mecanismos de Governança Corporativa (GC) e, ao propor um Índice de Qualidade da Governança (IQG), apontou duas dimensões principais: transparência das informações publicadas e proteção aos investidores minoritários – ambas representando cerca de 74% do IQG, sendo 39% para a dimensão transparência das informações e 35% para a proteção aos minoritários.

Quanto à dimensão transparência, o ato de divulgação das informações amplia a convicção dos acionistas quanto a imagem favorável da companhia, visto que a GC contribui para a perpetuidade da listagem das empresas, para o progresso organizacional e aumento da riqueza dos investidores (MAPURUNGA; PONTE; OLIVEIRA, 2015). E sobre a dimensão relativa a proteção aos minoritários, Shleifer e Vishny (1997) destacaram os EUA, a Alemanha, o Reino Unido e o Japão como países que possuem sistemas de governança eficientes devido à sua forma de estrutura de propriedade e de proteção legal dos investidores. Por outro lado, países que falham em mecanismos de GC são caracterizados pelo baixo nível de proteção legal e pela alta concentração de propriedade, como por exemplo os países da América Latina, Itália, Rússia e Índia (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Ademais, a GC vincula a adoção dos mecanismos que a constituem com os fatores primordiais para o bom funcionamento da organização, como o aumento da liquidez, do volume e preço das ações negociadas (ROGERS; RIBEIRO; SECURATO, 2006). Porém, apesar da evolução destas práticas de governança no Brasil, a deslistagem foi rotineira no período entre 2006 a 2014, demonstrando assim, a relevância de se conhecer os fatores que atenuam os benefícios da GC sobre a deslistagem (SANTOS, 2016).

É oportuno mencionar também a questão dos lapsos econômicos evidenciados por crises que interferem nas possíveis relações das variáveis de estudo. Nesta lógica, Santos (2016) em sua pesquisa, além de contemplar variáveis econômico-financeiras e de GC tratou ainda de analisar os períodos de crise. Sob ótica similar, este trabalho buscou analisar se as relações propostas se alteram mediante cenários distintos.

Diante do exposto, supõe-se que em mercados emergentes, fatores como a disponibilidade de caixa das empresas e a adoção das práticas de Governança Corporativa interfiram na possibilidade de deslistagem das firmas cotadas na BM&FBOVESPA. Sugere-se também que as possíveis relações existentes entre as variáveis de interesse podem variar em períodos econômicos distintos, evidenciados por crise e estabilidade econômica. Assim, o problema de pesquisa que instigou a realização do estudo foi: “Qual a relação entre disponibilidade de caixa, proteção aos acionistas minoritários e transparência das informações com a deslistagem voluntária das empresas listadas na BM&FBOVESPA?”

Neste sentido, para atender ao problema de pesquisa buscou-se analisar todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA e em especial, as que se deslistaram voluntariamente no decorrer do período de 2004 a 2015 – período este que se justifica pela expansão dos IPOs e início dos fechamentos de capital na bolsa brasileira, além de contemplar os momentos de crise e estabilidade econômica. Ressalta-se ainda que a amostra não contemplou empresas



financeiras e fundos de investimento, devido às peculiaridades que as diferem das demais (HEALY; WAHLEN, 1999). Ademais, não foi foco do estudo analisar as deslistagens involuntárias, ou seja, de ofício por decisão da Instrução CVM nº 287/1998, envolvendo os seguintes casos principais: extinção, cancelamento do registro comercial e evidência de paralisação das atividades por um período superior a três anos e a suspensão do registro de companhia pública por mais de um ano (BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015a). Quanto às práticas de Governança Corporativa, foram representadas pelos mecanismos: proteção aos acionistas minoritários e transparência das informações (CORREIA, 2008). A coleta de dados foi feita a partir da BM&FBOVESPA, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da base de dados Economatica.

## **1.2 Objetivo geral e objetivos específicos do estudo**

O objetivo geral deste trabalho consiste em analisar a relação entre a disponibilidade de caixa e o processo de deslistagem voluntária de empresas brasileiras, além de abordar a possível relação existente entre Governança Corporativa e deslistagem voluntária, levando-se em consideração os mecanismos transparência e proteção aos acionistas minoritários, dentro do horizonte temporal de 2004 a 2015.

Como objetivos específicos:

1. Analisar o perfil das empresas que se deslistaram da BM&FBOVESPA no período compreendido entre 2004 a 2015;
2. Investigar a influência da disponibilidade de caixa e dos mecanismos de Governança Corporativa representados pela proteção aos acionistas minoritários e pela transparência das informações na deslistagem voluntária das empresas da amostra;
3. Examinar se as relações entre as variáveis (deslistagem, disponibilidade de caixa e Governança Corporativa) apresentam alterações em momentos de crise e de estabilidade econômica.

### 1.3 Justificativa do estudo

Esta pesquisa buscou contribuir no âmbito teórico com a evolução da literatura relativa ao tema, procedendo-se à análise das variáveis ocasionadoras do fechamento de capital no mercado nacional. Segundo Saito e Padilha (2015) o Brasil é atrativo para a realização de pesquisas nesta área, porque é um país em desenvolvimento que tem demonstrado crescimento do volume financeiro negociado, porém o mercado de capitais é ainda caracterizado pelo baixo nível de listagem na bolsa comparando-se à mercados evoluídos e ao restante do mundo. Eid Júnior e Horng (2005) afirmaram que as pesquisas referentes à deslistagem são importantes, pois é de grande valia para os investidores avaliarem corretamente a decisão de manter ou não o capital no mercado de ações visando à ampliação do retorno esperado.

Em termos práticos, almejou cooperar tanto com os investidores quanto com os analistas de mercado e órgãos de fomento, no que tange as informações imprescindíveis acerca dos benefícios e desvantagens de se manter o capital aberto para que possam formular estratégias e políticas de estímulo eficientes, que visem a ampliação da riqueza dos acionistas e perpetuidade do volume de negócios (EID JÚNIOR; HORNG, 2005).

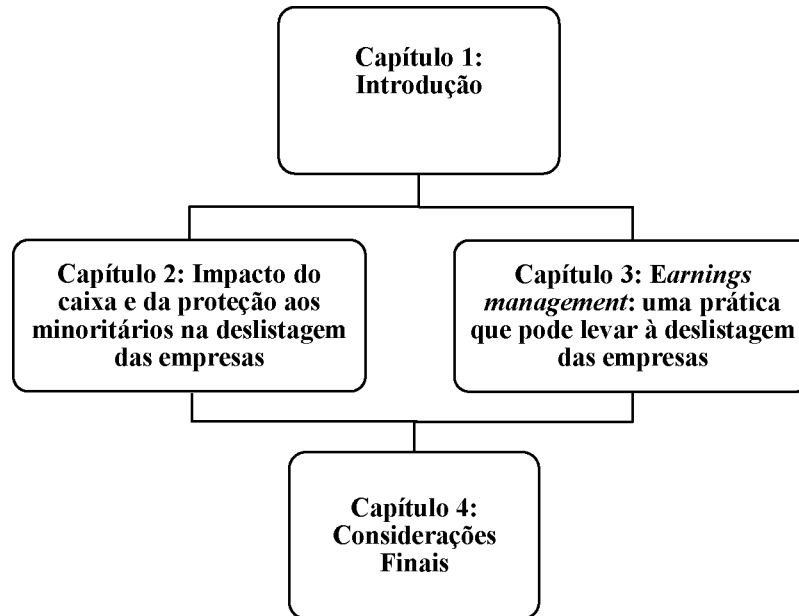
O processo de deslistagem causa preocupação à todas as partes envolvidas, uma vez que impacta diretamente no progresso e manutenção do mercado de capitais, reduzindo drasticamente o volume de ações negociadas na bolsa. Isto caracteriza um retrocesso que pode agravar inclusive a atual conjuntura econômica marcada pela instabilidade da economia nacional.

Ademais, quanto ao aspecto social procurou alertar, especialmente os investidores, quanto a importância de se obter informações relevantes e transparentes que condizem com a real situação vivenciada pela organização e que culminam em expansão e sucesso do negócio.

Esta pesquisa teve como diferencial a análise das relações entre as variáveis de interesse considerando-se os momentos distintos (crise e estabilidade), evidenciando assim, se há ou não divergência quanto a estes dois cenários econômicos.

## 1.4 Estrutura do trabalho

**Figura 1: Estrutura da dissertação**



Fonte: Elaborada pela autora (2017)

Esta dissertação está disposta em quatro capítulos. O primeiro capítulo compreende a introdução geral composta pela importância do tema e o problema de pesquisa, os objetivos – geral e específicos - e justificativas do estudo. O segundo e terceiro capítulos são compostos por introdução, fundamentação teórica, metodologia, análise dos resultados e considerações finais. Desta forma, no segundo capítulo tem-se o estudo que aborda a relação existente entre a disponibilidade de caixa e o processo de deslistagem voluntária das empresas brasileiras, tendo também como variável explicativa o mecanismo de GC “proteção aos acionistas minoritários” e no terceiro capítulo, apresenta-se o estudo sobre a relação entre o mecanismo de GC “transparência das informações publicadas” e a deslistagem. Por fim, o último capítulo possui a conclusão geral do trabalho.

## **CAPÍTULO 2: IMPACTO DO CAIXA E DA PROTEÇÃO AOS MINORITÁRIOS NA DESLISTAGEM DAS EMPRESAS**

### **2.1 Introdução**

A decisão da empresa de se manter ou não listada, advém da análise gerencial dos fatores que mensuram os custos e benefícios intrínsecos ao processo decisório. Algumas vantagens relacionadas à decisão de listagem são maior acesso ao capital de terceiros com menor custo de crédito, maior controle e monitoramento das deliberações gerenciais, melhor reputação da companhia no mercado de ações, dentre outras (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998; SILVA, 2000; LEAL; SAITO, 2003; EID JÚNIOR; HORNG, 2005). Já o processo de deslistagem do mercado de capitais pode advir de fatores como nível de caixa, custos envolvidos com a listagem das companhias no mercado acionário e realinhamento do quadro societário da empresa. Por exemplo, empresas que possuem recursos financeiros próprios disponíveis para suas aplicações dificilmente necessitam de capital de terceiros, o que faz com que a deslistagem se torne uma decisão interessante ao reduzir os custos para as organizações se manterem listadas (BHARATH; DITTMAR, 2010; SIQUEIRA, 2010).

Modigliani e Miller (1958), constataram que o valor da empresa não é afetado pela forma de financiamento da firma. Sendo assim, estudos empíricos foram realizados com o intuito de identificar os fatores que justificam a forma como as empresas se financiam. Dentre eles, Hsu (2005), ao abordar a questão da estrutura de capital constatou que as firmas com alto nível de alavancagem financeira apresentaram tendência à enfrentar restrições de crédito. Desta forma, a captação de recursos por meio do mercado acionário seria uma alternativa viável para solucionar o problema da restrição de crédito das companhias afetadas, sendo pertinente a manutenção da listagem no mercado de capitais, como forma de obtenção de recursos para financiamento das atividades da empresa.

No mercado acionário brasileiro, o processo de deslistagem de empresas da bolsa de valores é efetivado a partir de duas categorias, a primeira, por ofício de forma involuntária, regulada pela Instrução CVM nº 287/1998 onde ocorre a extinção da companhia, cancelamento do registro comercial e paralisação das atividades por um período superior a três anos, e seu registro de companhia pública suspenso por mais de um ano (BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015a). A segunda, por meio da oferta pública de aquisição (OPA), regulada pela Instrução CVM nº 361/2002, de forma voluntária: OPA para cancelamento de registro, OPA para aumentar a participação acionária do controlador, OPA voluntária, entre

outras (BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015a). Neste estudo o foco é a deslistagem voluntária, por delimitar as companhias que optaram pela ruptura com o mercado de capitais. Segundo Eid Júnior e Horng (2005) o estudo desta modalidade de deslistagem se justifica pela análise das características relativas as empresas em que os benefícios da abertura de capital tornam-se inferiores aos seus custos. Além disso, os dados relativos as empresas que se deslistaram de forma involuntária nem sempre estão disponíveis, haja vista que as mesmas as vezes não cumprem com os requisitos exigidos pelos órgãos reguladores (EID JÚNIOR; HORNG, 2005).

Ainda sobre os custos referentes à listagem das companhias no mercado acionário, na década de 2000 ocorreu um aumento dos fechamentos de capital supostamente devido aos custos impostos pela implementação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) às empresas de capital aberto, o que afetou de forma mais acentuada as empresas menores (ENGEL; HAYES; WANG, 2007). Essa lei implantada em 2002 pelo mercado norte-americano, impôs uma série de exigências relativas a controles e divulgação de informações. No Brasil o lançamento dos níveis diferenciados de Governança Corporativa (GC) pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA ocorreu em 2000, dando ênfase à proteção aos investidores e transparência das informações publicadas pelas empresas (SAITO; PADILHA, 2015).

Nessa mesma linha de estímulo as práticas de governança corporativa nas empresas e no mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou em 2002 algumas recomendações (CASTRO JÚNIOR; CONCEIÇÃO; SANTOS, 2011). Tais publicações, juntamente com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e a própria Lei 10.303/01 (que dispõe sobre as Sociedades por Ações) foram imprescindíveis para a adoção das práticas de GC no país (PONTE *et al.*, 2012). Entretanto, pode-se também considerar fatores macroeconômicos como disseminadores da governança no país, como por exemplo a abertura econômica, o processo de privatização e o plano Real (LEÃO, 2010).

Apesar do avanço das práticas de GC no Brasil, nota-se um aumento da quantidade de deslistagens na bolsa no período de 2006 a 2014 totalizando 190 deslistagens, que podem ser justificadas por fatores que possivelmente reduziram os efeitos dos mecanismos relativos a GC (SANTOS, 2016). Também cabe ressaltar, que os problemas de agência já foram sinalizados pela literatura como elementos responsáveis pela saída das companhias do mercado acionário (MEHRAN; PERISTIANI, 2010; BHARATH; DITTMAR, 2010; POUR; LASFER, 2013; BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015b; SAITO; PADILHA, 2015).

No contexto das empresas listadas antes da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), a governança corporativa não teve efeito significativo sobre a deslistagem do mercado de ações norte americano. Porém, para as empresas listadas depois da SOX (quando as práticas de governança ficaram mais rígidas), Chaplinsky e Ramchand (2012), evidenciaram que a governança corporativa se tornou um dos principais fatores determinantes da deslistagem, em que empresas de países com forte governança corporativa se deslistaram das bolsas dos EUA. Um dos motivos dessa relação foi o aumento inesperado dos custos de divulgação e de obtenção de certificação dos EUA após a SOX, além dessas empresas passarem por redução de seu valor e perceberem baixos benefícios da listagem ao se depararem com baixo volume de negociação e pouco uso de captação de recursos (CHAPLINSKY; RAMCHAND, 2012).

Contudo, ao se analisar a questão do fluxo de caixa livre, alguns autores perceberam que o maior nível de caixa disponível na firma ocasiona um aumento da quantidade de deslistagens na bolsa, haja vista que tais empresas por disponibilizarem de recursos próprios não necessitam de capital de terceiros para financiar seus investimentos (BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015a e 2015b; SAITO; PADILHA, 2015).

Ademais, tem-se também que o fechamento de capital pode ser uma consequência do controle da expropriação de acionistas minoritários (DU; HE; YUEN, 2013). Por fim, Santos (2016) ao averiguar a questão do processo de fechamento de capital no contexto de instabilidade econômica, constatou que em momentos de instabilidade o número de deslistagens na bolsa foi inferior se comparado com períodos econômicos de crescimento (SANTOS, 2016).

Portanto, a decisão referente a abertura ou fechamento de capital voluntariamente é uma deliberação que só diz respeito aos investidores da empresa, ao analisarem os custos e benefícios oriundos do processo decisório, sendo assim não há intervenção da CVM (MILITÃO, 2012).

Desta forma, este estudo tem por objetivo primordial contribuir com a literatura analisando os aspectos que interferem na decisão de deslistagem da bolsa de valores, levando-se em consideração variáveis financeiras como a disponibilidade de caixa e o mecanismo de GC relativo à proteção aos minoritários.

Este estudo se justifica por abordar as questões essenciais que surgem como fatores determinantes do fechamento de capital envolvendo um tema que apresenta ainda lacunas na literatura (EID JÚNIOR; HORNG, 2005). A contribuição deste estudo está focada em demonstrar os aspectos relativos ao fechamento de capital, visando o delineamento dos fatores que podem impactar no retrocesso do mercado de capitais e as possíveis alternativas de

controle destes elementos. Além disso, é possível contribuir com os órgãos de fomento ao fornecer informações essenciais que colaboram com as políticas de desenvolvimento e proteção do mercado acionário (EID JÚNIOR; HORNG, 2005).

## **2.2 Fundamentação teórica**

### **2.2.1 Disponibilidade de Caixa e Deslistagem Voluntária**

Peixoto (2012) considera o estudo de Jensen e Meckling (1976) como um dos mais importantes estudos precursores da governança corporativa, que aborda a teoria da agência, a teoria dos direitos de propriedade e a teoria de finanças, com o propósito de estabelecer as bases teóricas da estrutura de capital das firmas. Segundo Jensen e Meckling (1976), as transações ocorridas entre o agente e o principal são estabelecidas por contratos que buscam atender aos interesses dos envolvidos. No entanto, ambas as partes possuem interesses próprios e conflitantes, dando origem aos conflitos de agência. Os acionistas visando minimizar tais conflitos sujeitam-se aos custos oriundos do monitoramento do desempenho dos administradores, gerando os custos de agência. Em suma, Jensen e Meckling (1976) abordaram os dois principais aspectos que levam aos problemas de agência: inexistência de agente perfeito e de contrato completo.

Lima, Araújo e Amaral (2008) consideraram que os contratos estabelecidos entre os *stakeholders* da firma por não serem completos, permitem que os gerentes tomem decisões levando-se em consideração as suas percepções isoladas, o que pode acarretar conflitos entre os demais interessados. Diante disto, Shleifer e Vishny (1997) destacaram que a Governança Corporativa contribui para a segurança do retorno do capital dispendido pelos investidores. Nesta percepção, a adoção da GC se mostra como mecanismo de embate aos problemas de agência, sendo imprescindível também para a manutenção da listagem das companhias na bolsa de valores e possível redução dos processos de fechamento de capital.

Neste contexto, tem-se o caixa como fator relevante que propicia a gestão e implementação de projetos que podem ser capazes de alcançar um retorno financeiro considerável (HARFORD, 1999). Assim, a política de retenção de caixa adotada por algumas empresas têm sido alvo de observações por parte dos acionistas, gestores e do mercado de capitais no geral, haja vista que o montante de caixa disponível na firma pode ocasionar desde

a diminuição na rentabilidade – pelo fato dos recursos financeiros não serem utilizados em projetos rentáveis – até a redução ou maximização da riqueza dos acionistas (JENSEN, 1986).

O fluxo de caixa livre proposto por Jensen (1986) foi considerado no estudo de Saito e Padilha (2015) como variável explicativa da relação com a deslistagem, sendo positiva a evidência encontrada um ano antes da decisão de fechamento. Ou seja, quanto maior o fluxo de caixa livre maior a probabilidade de deslistagem da empresa. Bortolon e Silva Júnior (2015b) corroboraram também com o mesmo achado, evidenciando que o maior nível de caixa disponível aumentaria os processos de fechamento de capital.

No contexto internacional, diversos estudiosos também encontraram relação positiva entre disponibilidade de caixa e deslistagem de empresas. Na Polônia, Jackowicz e Kowalewski (2006) defenderam que maiores níveis relativos de fluxo de caixa livre estão associados ao fechamento de capital. Nos Estados Unidos, Mehran e Peristiani (2010) constataram que empresas com maiores fluxos de caixa não distribuídos apresentaram tendência de saída da bolsa. Em Hong Kong, Du, He e Yuen (2013) destacaram que o alto nível de fluxo de caixa livre, a fraca Governança Corporativa e a alta concentração acionária estavam associados ao evento de deslistagem. E, no mercado britânico, Pour e Lasfer (2013) identificaram que as empresas com fluxo de caixa livre significativo e com oportunidades de baixo crescimento estavam mais propensas ao fechamento de capital, pois as empresas se desvinculam voluntariamente quando não conseguem se beneficiar da listagem, destruindo assim valor para os acionistas.

Contrariando estes achados, Weir, Laing e Wright (2005) constataram que no Reino Unido, o excesso de fluxo de caixa não interfere na possibilidade de deslistagem, mas sim, fatores relacionados aos gestores, investidores institucionais, conselho administrativo e crescimento da empresa. Por exemplo, as empresas nas quais o CEO (*Chief Executive Officer*) possui elevado posicionamento acionário, maior participação dos investidores institucionais, onde o CEO e o presidente do Conselho são a mesma pessoa, além da falta de perspectivas de crescimento influenciam na decisão de fechamento de capital (WEIR; LAING; WRIGHT, 2005).

Diante das evidências desses estudos, ao considerar que quanto mais caixa disponível menos a empresa precisaria de recursos de terceiros, supõe-se que os benefícios da listagem (como o maior acesso ao capital externo com menor custo) não seriam primordiais, o que justificaria a deslistagem. Assim, tem-se a seguinte hipótese a ser testada neste estudo:

**H1a:** Há uma relação positiva entre maior disponibilidade de caixa e deslistagem voluntária.



Cabe ressaltar também, que o saldo de caixa das empresas tende a oscilar em momentos de crises ou estabilidade financeira (TORTOLI; MORAES, 2015). Então, se a empresa não pode usufruir dos benefícios concedidos pelas disponibilidades de crédito devido as restrições impostas, é importante que tenha recursos próprios acessíveis em momentos de dificuldade econômica, como em períodos de crises financeiras (ALMEIDA *et al.*, 2004). Pois, em virtude de os empréstimos bancários serem mais onerosos e de difícil acesso em períodos de instabilidade econômica, as firmas buscam desta maneira políticas que visam a retenção de caixa para suprir a escassez de recursos financeiros nesses períodos (SONG; LEE, 2012).

Peixoto (2012) ao analisar o período relativo aos anos de 2000 a 2009, definiu os recortes de crise com base na literatura sobre o tema, evolução do Índice Bovespa e do PIB brasileiro, destacando como “crises gerais” o período compreendido entre os anos de 2000 a 2002 e a crise financeira global de 2008 (PEIXOTO, 2012). De acordo com Raffaelli (2010), o ano de 2009 ainda foi assinalado por resíduos da crise internacional de 2008 e, portanto, considerou-se o ano de 2009 como um período de crise no Brasil. Contudo, constata-se também através dos históricos vivenciados pelo país, que os anos de 2013 a 2015 foram marcados pelo aumento da dívida pública, da inflação acumulada, do desemprego, do dólar e da taxa SELIC, além da redução do investimento direto realizado no país. Configurando assim, estes anos como pertencentes a um período de oscilação econômica, sendo considerado portanto, como período de instabilidade da economia nacional.

No estudo de Santos (2016) sobre a deslistagem no mercado brasileiro, ao abordar a crise como variável explicativa para o evento de fechamento de capital, o autor esperava uma relação negativa entre a variável crise e a deslistagem do mercado de capitais. A justificativa do autor para tal relação foi considerar o aumento nas restrições bancárias das empresas devido ao período de instabilidade econômica (CARMO, 2015) e a consequente alternativa de acesso ao mercado de capitais como fonte de custeio, conforme a Teoria da Pecking Order (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984). Desta forma, sugere-se que ao aumentar as restrições de crédito por causa da crise, as disponibilidades de caixa tornar-se-iam necessárias e a deslistagem tenderia a diminuir, haja vista que o mercado acionário seria considerado como alternativa de obtenção de recursos financeiros. Assim, tem-se a seguinte hipótese a ser testada no presente estudo:

**H1b:** A relação entre disponibilidade de caixa e deslistagem voluntária difere-se quanto aos períodos de crise e de não-crise.

### 2.2.2 Proteção aos Acionistas Minoritários e Deslistagem Voluntária

O desenvolvimento do mercado acionário brasileiro foi estudado por Carvalho (2000) na década de 1990 com foco para o crescimento da capitalização bursátil, volume transacionado e emissões primárias. Apesar do aparente progresso deste mercado, houve certo nível de redução do volume transacionado e de emissões primárias, evidenciando que o baixo nível de proteção aos minoritários poderia contribuir com o declínio do mercado financeiro nacional aumentando a quantidade de deslistagens na bolsa e da concentração acionária (CARVALHO, 2000).

Contudo, Souza *et al.* (2013) enumeraram alguns benefícios alcançados pelas empresas que optaram pela Governança Corporativa: redução dos conflitos entre controladores e minoritários, melhora da transparência das informações publicadas, aumento do volume de negociações, da liquidez e do preço das ações no mercado acionário. Assim, apesar do mercado brasileiro demonstrar certo nível de desenvolvimento, fatores como o fraco nível de proteção aos investidores, conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários, pouca expressividade no que tange as negociações, alta concentração da propriedade e conselhos de administração pouco eficientes, demonstraram que os mecanismos de governança merecem atenção e aprimoramento no mercado de capitais brasileiro (ANDRADE; ROSSETTI, 2014).

Além da Governança Corporativa, a Teoria da Agência também é sustentada por estudos que consideram que nos países com frágil proteção aos investidores minoritários, o nível de caixa utilizado é consideravelmente maior se comparado com os países que possuem uma substancial proteção (DITTMAR; MAHRT-SMITH; SERVAES, 2003; KALCHEVA; LINS, 2007). Além disso, Kalcheva e Lins (2007) constataram que quando a proteção dos acionistas externos em nível nacional é fraca, os valores das firmas são mais baixos quando os gestores detêm mais caixa e os valores são maiores quando os administradores pagam dividendos. Somente quando a proteção dos acionistas externos é forte, descobriram que o caixa mantido pelos gerentes não está relacionado ao valor da empresa.

Em consonância com a abordagem citada anteriormente, alguns autores defenderam que os gestores expropriam os acionistas minoritários ao utilizar as reservas de caixa em estratégias que visam ao alcance de objetivos próprios (BLANCHARD; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1994). Entretanto, estes mesmos autores também argumentaram que

a retenção de caixa amplia a riqueza dos acionistas ao diminuir a necessidade por empréstimos bancários muitas vezes onerosos.

Ademais, alguns autores abordaram em seus estudos aspectos relacionados aos determinantes da deslistagem das empresas. Silveira e Dias (2007) analisaram o impacto da competição entre acionistas majoritários e minoritários no preço das ações no mercado acionário brasileiro. Os conflitos observados são fechamento de capital, modificações no grupo de controle, competição entre acionistas, descumprimento dos direitos dos minoritários, distribuição de dividendos e transações não confiáveis entre as partes envolvidas. Como resultado este estudo demonstrou que logo após a divulgação das notícias que evidenciaram possíveis conflitos, as ações obtiveram retorno negativo. Militão (2012) analisou os determinantes da deslistagem voluntária de companhias brasileiras e as consequências para o investidor minoritário. Os resultados apontaram como fatores ocasionadores da deslistagem o baixo preço da ação, alterações estratégicas, incorporação, excesso de legislação e a prática de recursos não contabilizados.

Nos Estados Unidos, Doidge, Karolyi e Stulz (2010) verificaram que a deslistagem não é vantajosa para os acionistas minoritários, pois o retorno alcançado é negativo para os mesmos. Além deste retorno negativo ser pior para as empresas com maiores oportunidades de crescimento e aquelas com uma maior necessidade de capital externo. Também encontraram evidências de que as empresas de países com governança e divulgação mais fracas têm mais reações negativas sobre os preços das ações. Em geral, o impacto da SOX em uma empresa estrangeira não é um determinante importante da decisão da mesma de deixar o mercado de capitais americano (DOIDGE; KAROLYI; STULZ, 2010).

Ainda nesta abordagem, a questão primordial da governança corporativa em economias de mercado emergente é a estrutura de propriedade altamente concentrada e a ameaça de expropriação de interesses dos minoritários pelos acionistas controladores. Nessas circunstâncias, as transações que levam ao fechamento de capital de empresas podem ser uma consequência do controle da expropriação de acionistas minoritários (DU; HE; YUEN, 2013). Por exemplo, no Brasil, de 1999 a 2013 as 119 empresas que se deslistaram voluntariamente apresentaram maior participação acionária dos majoritários, maior fluxo de caixa livre, menor nível de pagamento de dividendos, menor nível de retorno sobre ativos, redução do nível de alavancagem financeira e menor tamanho, e isso caracteriza a desapropriação dos acionistas minoritários (SAITO; PADILHA, 2015).

Gonzaga e Costa (2009) utilizaram em seu estudo a *proxy* nível de dividendos pagos para mensurar os conflitos entre acionistas minoritários e controladores. Peixoto (2012)

utilizou como *proxy* para proteção aos acionistas minoritários a variável *payout* que representa a relação entre os dividendos distribuídos e o lucro líquido do exercício, conforme a autora o índice de *payout* mede a porcentagem do lucro líquido distribuído aos acionistas da firma. Assim, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H1c:** Há uma relação negativa entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária.

Além do mais, Johnson *et al.* (2000), Srour (2005), Gonçalves (2009) e Fischer (2012) destacaram a Governança Corporativa como mecanismo de proteção ao investidor em períodos de instabilidade econômica. Assim, tendo como exemplo o contexto da crise asiática (SROUR, 2005) e a constatação de que as empresas que pagam maiores dividendos em relação aos seus lucros apresentam menor volatilidade de seus retornos durante períodos de crise (GONÇALVES, 2009), espera-se que em momentos de instabilidade econômica, as empresas por sofrerem com a restrição de crédito, mantêm uma política de retenção de caixa para suprirem as necessidades financeiras e portanto, distribuem menos dividendos aos acionistas, além da possibilidade de obtenção de recursos através do mercado de capitais, reduzindo assim a probabilidade de fechamento de capital.

**H1d:** A relação entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária difere-se quanto aos períodos de crise e não crise.

Segundo Eid Júnior e Horng (2005), as empresas que emitem *American Depositary Receipt* (ADR) possuem maior visibilidade no mercado, sendo este fator intrínseco a proteção dos acionistas minoritários, pois as exigências quanto à divulgação das informações e proteção dos minoritários são mais rígidas e eficientes nestas empresas e, portanto, menor seria a probabilidade de deslistagem. Mitton (2002) constatou que empresas que emitem ADRs obtêm desempenho superior a 10,8% durante momentos de instabilidade e que aquelas auditadas por grandes companhias chegam a um resultado superior a 8,1%. Segundo Srour (2005), as firmas podem se comprometer com a proteção aos acionistas minoritários através do lançamento de ADR Nível II ou com a presença no Novo Mercado.

Peixoto (2012), utilizou como *proxy* para proteção aos minoritários a variável *dummy* ADR que indica se a empresa emite ADRs no mercado de ações norte-americano, no nível 2 ou no nível 3. Diante disso, percebe-se que a emissão de ADR pode desestimular o

fechamento de capital por aumentar a segurança dos investidores minoritários, e assim tem-se a hipótese:

**H1e:** A emissão de ADRs pelas empresas em mercados estrangeiros pode reduzir a probabilidade de deslistagem.

## **2.3 Procedimentos metodológicos**

### **2.3.1 Classificação da pesquisa, amostra e descrição das variáveis**

Este trabalho é de natureza quantitativa no que tange à abordagem do problema e à sistemática do estudo, pois há o emprego de instrumentos estatísticos tanto na coleta quanto no tratamento dos dados. Richardson (1999) ressaltou que na abordagem quantitativa há o uso destes instrumentos e destacou a relevância de se garantir a precisão das informações, evitando distorções nas análises. Desta forma, esta abordagem é constantemente utilizada nos estudos descritivos, que buscam apurar as relações existentes entre as variáveis.

A classificação quanto à matriz teórica e aos objetivos de pesquisa se enquadra como estudo descritivo, haja vista que tem como principal objetivo descrever as características intrínsecas à um determinado fenômeno estabelecendo relações entre as possíveis variáveis envolvidas e utilizando técnicas padronizadas para coletar os dados (GIL, 1999). De forma similar, Andrade (2002) relatou que a pesquisa descritiva não sofre interferência do pesquisador, uma vez que o mesmo apenas observa, registra, analisa, denomina e interpreta os acontecimentos sem aplicar a sua opinião.

A amostra do presente estudo compreendeu todas as companhias listadas na BM&FBOVESPA, com exceção das empresas financeiras e fundos de investimento, devido às peculiaridades que as diferem das demais (HEALY; WAHLEN, 1999). Em seguida, foi feita uma análise descritiva de uma sub-amostra das empresas que passaram pelo processo de deslistagem voluntária no período de 2004 a 2015. Nesta ocasião, foram estudadas apenas as empresas que se deslistaram voluntariamente por meio de Oferta Pública de Aquisição (OPA) formalizada pela Instrução CVM nº 361/2002 (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015a).

Cabe destacar que o processo conhecido como deslistagem corresponde ao fechamento de capital ou ruptura com o mercado de ações e tem ocorrido com frequência principalmente a partir do ano de 2000, em que as empresas adquiriam suas próprias ações por meio da Oferta

Pública de Aquisição (GABRIELLI; SAITO, 2004). A OPA é uma estratégia do bloco controlador para adquirir a totalidade das ações da firma negociadas no mercado acionário, com o intuito de retroceder ao status de companhia de capital fechado, sendo o controle da empresa retomado e o endividamento financeiro ampliado (LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008).

Esse parâmetro de deslistagem voluntária foi determinado porque na deslistagem de ofício - deslistagem involuntária regulada pela Instrução CVM nº 287/1998 - pode haver dificuldade de acesso a relatórios e informações financeiras para análise, visto que as empresas nesse processo costumam deixar de cumprir com as exigências dos órgãos reguladores (EID JÚNIOR; HORNG, 2005; BORTOLON; SILVA JR, 2015a).

No período de análise foram encontradas 576 empresas cadastradas na bolsa, das quais 243 se deslistaram, sendo 112 deslistagens voluntárias. A coleta de dados foi feita a partir da BM&FBOVESPA, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da base de dados Económica. No quadro 1 seguem as variáveis que compuseram a pesquisa e foram utilizadas para teste das hipóteses.

**Quadro 1:** Variáveis utilizadas para teste das hipóteses **H1a** a **H1e**

Variáveis	Tipo de Variável	Forma de Mensuração	Fonte	Estudo base
<b>Deslistagem Voluntária</b>	<b>VD</b>	Variável <i>dummy</i> , assumindo valor 1 para as empresas que se deslistaram voluntariamente da BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.	CVM e BM&FBOVESPA	Weir, Laing e Wright (2005); Eid Júnior e Horng (2005); Engel, Hayes e Wang (2007); Bharath e Dittmar (2010); Mehran e Peristiani (2010); Martinez e Serve (2011); Michelsen e Klein (2011); Liu, Stowe e Hung (2012); Pour e Lasfer (2013); Bortolon e Silva Júnior (2015a, 2015b); Saito e Padilha (2015); Santos (2016)
<b>Disponibilidade de caixa</b>	<b>VI</b>	Disponibilidade de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total	Econômica	Iquiapaza e Amaral (2008); Fresard (2010); Forti, Peixoto e Freitas (2011)
<b>Proteção aos acionistas minoritários (Distribuição de dividendos)</b>	<b>VI</b>	Dividendo pago por lucro líquido.	Econômica	Saito e Padilha (2015)
<b>Proteção aos acionistas minoritários (Emissão de ADR'S)</b>	<b>VI</b>	Variável <i>dummy</i> com valor 1 para empresas com registro de ADRs e 0 para as que não possuam tal registro.	Econômica	Eid Júnior e Horng (2005)
<b>Níveis de Governança Corporativa</b>	<b>VC</b>	Variável <i>dummy</i> com valor 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.	BM&FBOVESPA	Peixoto (2012); Maestri, Teruel e Ribeiro (2016); Tortoli e Moraes (2016)
<b>Tamanho da empresa</b>	<b>VC</b>	Logaritmo do total dos ativos	Econômica	Chaplinsky e Ramchand (2012)
<b>Alavancagem</b>	<b>VC</b>	Quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido.	Econômica	Bortolon e Silva Júnior (2015a)

<b>Volume de negócios</b>	<b>VC</b>	$100 * \frac{p}{P} * \sqrt{\frac{n}{N} * \frac{v}{V}}$ <p>p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido; P = número total de dias do período escolhido; n = número negócios com a ação dentro do período escolhido; N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido; v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido</p>	Economática	Pour e Lasfer (2013); Bortolon e Silva Júnior (2015a)
<b>Oportunidades de Crescimento</b>	<b>VC</b>	Quociente entre o valor de mercado e o patrimônio líquido.	Economática	Bortolon e Silva Júnior (2015a); Saito e Padilha (2015)
<b>Rentabilidade (ROA)</b>	<b>VC</b>	Razão entre lucro líquido e total de ativos.	Economática	Pour e Lasfer (2013); Saito e Padilha (2015)
<b>Crise</b>	<b>VC</b>	Variável <i>dummy</i> com valor 1 para os anos de crise e 0 para os anos de estabilidade econômica.	IBGE	Santos (2016)

Notas - VD: Variável dependente; VI: Variável Independente; VC: Variável de Controle

Fonte: Elaborado pela autora (2017)



Em relação à variável dependente tem-se uma variável binária na qual é atribuído o valor igual a 1 para empresas que se deslistaram de forma voluntária, segundo a Instrução 287/1998 da CVM e 0 para as demais, conforme dados disponíveis na CVM e BM&FBOVESPA (WEIR; LAING; WRIGHT, 2005; EID JÚNIOR; HORNG, 2005; ENGEL, HAYES; WANG, 2007; BHARATH; DITTMAR, 2010; MEHRAN; PERISTIANI, 2010; MARTINEZ; SERVE, 2011; MICHELSEN; KLEIN, 2011; LIU, STOWE; HUNG, 2012; POUR; LASFER, 2013; BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015a, 2015b; SAITO; PADILHA, 2015; SANTOS, 2016).

Sobre as variáveis de teste disponibilidade de caixa, distribuição de dividendos e emissão de ADR's percebe-se que alguns autores utilizaram as mesmas em seus estudos relativos a deslistagem de empresas, como respectivamente, Bortolon e Silva Júnior (2015a), (2015b); Saito e Padilha (2015); Eid Júnior e Horng (2005).

Nesta pesquisa foi utilizada a mensuração adotada por Iquiapaza e Amaral (2008); Fresard (2010); Forti, Peixoto e Freitas (2011) para a variável disponibilidade de caixa, ou seja, o somatório das disponibilidades de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total, no entanto, estes autores não analisaram a relação entre esta variável e o fechamento de capital. Em contrapartida, Bortolon e Silva Júnior (2015a, 2015b) em seu estudo, representaram a variável disponibilidade de caixa através do quociente entre EBTIDA e receita total. Estes autores esperavam que a disponibilidade de caixa afetaria positivamente a probabilidade de deslistagem, ou seja, quanto maior a disponibilidade de caixa na empresa maior seria as chances de fechamento de capital, haja vista que os gestores e acionistas controladores almejavam maior discricionariedade sobre o caixa da companhia (JENSEN, 1986).

Saito e Padilha (2015), utilizaram como *proxy* para a proteção aos acionistas minoritários a variável distribuição de dividendos, mensurada pela relação entre dividendo pago e lucro líquido. Os autores encontraram evidências de que no ano do fechamento de capital o menor nível de pagamento de dividendos associados ao maior fluxo de caixa livre possuem forte influência na deslistagem das ações, corroborando com a relação negativa entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária.

Ainda com foco nas variáveis de interesse, tem-se também a emissão de ADR's como *proxy* para a proteção aos minoritários. Desta forma, Eid Júnior e Horng (2005), utilizaram esta variável *dummy* com valor 1 para empresas com registro de ADRs e 0 para as que não possuem tal registro. Segundo os autores as empresas que emitem ADR's apresentam maior nível de *disclosure* e, portanto, são mais rígidas com o cumprimento das normas de proteção

aos acionistas minoritários. Desta forma, a probabilidade de deslistagem nas empresas que emitem ADR's é menor se comparado com as demais.

Sobre as variáveis de controle, em especial quanto aos níveis de GC, tem-se uma variável *dummy* com valor 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais (PEIXOTO, 2012; MAESTRI; TERUEL; RIBEIRO, 2016; TORTOLI; MORAES, 2016). Porém, estes autores também não relacionaram esta variável ao fechamento de capital.

Chaplinsky e Ramchand (2012) mensuraram a variável tamanho por meio do logaritmo do total dos ativos, desta forma de maneira similar este estudo também adotou esta forma de mensuração para a variável tamanho da empresa. Estes autores apontaram que de forma geral nas principais bolsas dos Estados Unidos, empresas que são maiores, mais rentáveis e com maior necessidade de captar recursos, têm menor probabilidade de serem deslistadas, portanto a relação esperada entre as variáveis tamanho e deslistagem seria negativa. Em contrapartida, Bortolon e Silva Júnior (2015a, 2015b), em seu estudo mensuraram a variável tamanho através do logaritmo da receita e constataram que esta variável pode ser uma *proxy* para companhias maduras com menor necessidade de capital para financiar crescimento, sendo assim esperada uma relação positiva com a deslistagem.

Outra variável relevante ao presente estudo é a alavancagem, mensurada pela relação entre exigíveis totais e patrimônio líquido (BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015a). Pour e Lasfer(2013), evidenciaram em seu estudo que empresas deslistadas são excessivamente alavancadas, indicando que elas são menos prováveis de levantarem capital próprio durante sua vida pública. Entretanto, Aslan e Kumar (2011); Saito e Padilha (2015), constataram que as empresas que se deslistaram apresentavam acesso mais limitado a capital de terceiros, devido a não necessidade de captação de recursos ou restrições de crédito.

Já quanto a liquidez das ações, representada pelo volume de negócios, nota-se que uma redução do volume negociado de transações no mercado acionário pode ampliar as possibilidades de fechamento de capital (BHARATH; DITTMAR, 2010). A forma de mensurar tal variável é através da fórmula descrita no Quadro 1, em conformidade com a literatura (POUR; LASFER, 2013; BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015a).

Pour e Lasfer (2013) demonstraram que as empresas que se excluem voluntariamente são mais prováveis de terem entrado no mercado para reequilibrar sua alavancagem do que para financiar suas oportunidades de crescimento. Esta última é mensurada pela relação entre o valor de mercado e o patrimônio líquido (BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015a; SAITO; PADILHA, 2015). Aslan e Kumar (2011) evidenciaram que firmas com maiores

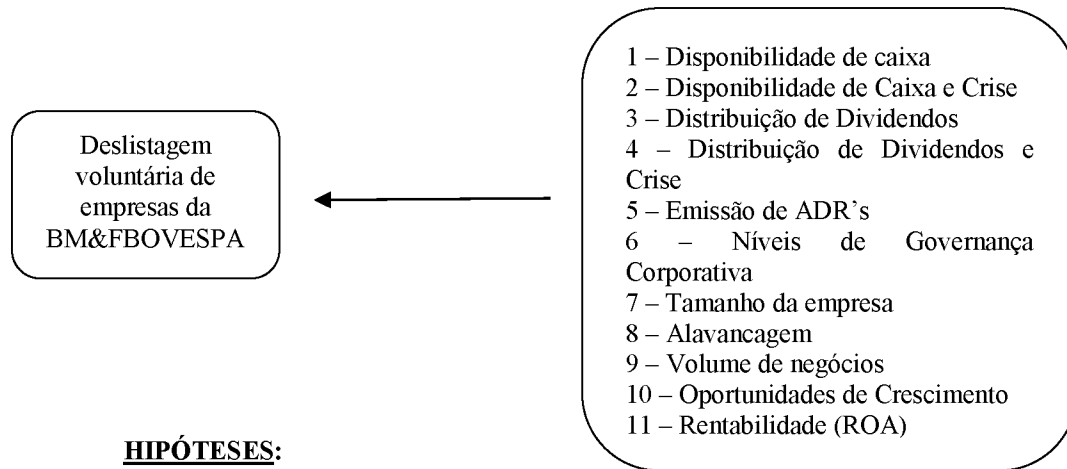
oportunidades de crescimento têm uma tendência a se manterem listadas porém, se possuem acesso a outras fontes de capital próprio ou baixos custos na captação de capital de terceiros, tendem a se tornarem privadas.

Outra variável de controle é o ROA que mede o retorno sobre ativos, mensurada pela relação entre o lucro líquido e o total de ativos (POUR; LASFER, 2013; SAITO; PADILHA, 2015). Segundo Saito e Padilha (2015), no ano em que ocorre o fechamento de capital, nota-se que os problemas de agência tornam-se mais salientes e desta forma, percebe-se uma baixa rentabilidade (ROA); além de uma alta concentração da participação acionária dos majoritários e menor nível de distribuição de dividendos relacionados à deslistagem.

Ademais, é considerável a abordagem do cenário de instabilidade econômica evidenciado pelos momentos de crise que é uma variável *dummy* com valor 1 para os anos de crise e 0 para os demais anos (SANTOS, 2016). Os anos considerados dentro do lapso temporal de crise são caracterizados conforme os dados disponíveis pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), que relata os índices econômicos de desenvolvimento do país, sendo - a dívida pública, a inflação acumulada, o desemprego, o dólar, a taxa SELIC, o Produto Interno Bruto (PIB), além da redução do investimento direto realizado no país – alguns dos fatores impactantes no nível de desenvolvimento de uma nação.

### **2.3.2 Modelo de pesquisa e técnicas econométricas**

A figura 2 e a equação 1 a seguir demonstram o modelo hipotético e conceitual que permitiu analisar as hipóteses 1 a 5 entre as características das empresas e a deslistagem voluntária da BM&FBOVESPA. Por sua vez, o Quadro 2 apresenta o sinal esperado das variáveis selecionadas para o estudo.

**Figura 2:** Modelo hipotético e conceitual para teste das hipóteses H1a a H1e**HIPÓTESES:**

**H1a:** Há uma relação positiva entre maior disponibilidade de caixa e deslistagem voluntária.

**H1b:** A relação entre disponibilidade de caixa e deslistagem voluntária difere-se quanto aos períodos de crise e de não-crise.

**H1c:** Há uma relação negativa entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária.

**H1d:** A relação entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária difere-se quanto aos períodos de crise e não crise.

**H1e:** A emissão de ADRs pelas empresas em mercados estrangeiros pode reduzir a probabilidade de deslistagem.

Fonte: Elaborada pela autora (2017)

**Quadro 2 – Sinais esperados dos coeficientes das variáveis das hipóteses H1a a H1e**

Variável	Sigla	Sinais esperados
Disponibilidade de caixa	CAIXA	+
Disponibilidade de caixa e crise	CX_CR	-
Distribuição de dividendos	DIV	-
Distribuição de dividendos e crise	DIV_CR	+
Emissão de ADR's	ADR	-
Níveis de Governança Corporativa	NGC	-
Tamanho da empresa	TAM	+
Alavancagem	ALAV	-
Volume de Negócios	VOL	-
Oportunidade de crescimento	CRESC	-
Rentabilidade (ROA)	ROA	-
Crise	CRISE	-

Fonte: Elaborado pela autora.

**Equação 1:**

$$\begin{aligned}
 Desl.Vol_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Caixa_{it} + \beta_2 Cx\_cr_{it} + \beta_3 Div_{it} + \beta_4 Div\_cr_{it} + \beta_5 ADR_{it} \\
 & + \beta_6 NGC_{it} + \beta_7 Tam_{it} + \beta_8 Alav_{it} + \beta_9 Vol_{it} + \beta_{10} Cresc_{it} + \beta_{11} ROA_{it} + \\
 & \beta_{12} Crise_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Em que:

$Desl.Vol_{it}$  = Variável *dummy* que assume valor 1 para as empresas que se deslistaram voluntariamente e 0 para as demais.

$\beta$  = Coeficiente ou parâmetro regressor de cada variável.

$Caixa_{it}$  = Disponibilidade de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total.

$Cx\_cr_{it}$  = Interação entre as variáveis disponibilidade de caixa e crise.

$Div_{it}$  = Dividendo pago por lucro líquido.

$Div\_cr_{it}$  = Interação entre as variáveis distribuição de dividendos e crise.

$ADR_{it}$  = Variável *dummy* com valor 1 para empresas com registro de ADRs e 0 para as que não possuam tal registro.

$NGC_{it}$  = Variável *dummy* com valor 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.  $Tam_{it}$  = Logaritmo do total dos ativos.

$Alav_{it}$  = Quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido.

$$Vol_{it} = 100 * \frac{p}{P} * \sqrt{\frac{n}{N} * \frac{v}{V}}$$

$Cresc_{it}$  = Quociente entre o valor de mercado e patrimônio líquido.

$ROA_{it}$  = Razão entre lucro líquido e total de ativos.

$Crise_{it}$  = Variável *dummy* com valor 1 para os anos de crise e 0 para os demais anos.

$\varepsilon_{it}$  = Resíduo do modelo para a deslistagem voluntária da empresa  $i$  no período  $t$ .

Com o intuito de analisar se a disponibilidade de caixa e o nível de proteção aos acionistas minoritários afetam a decisão de fechamento de capital foram empregados dados em painel com modelo logit. Gujarati (2006), argumenta que a regressão em painel apresenta as mesmas inferências da regressão múltipla, como ausência de multicolinearidade entre as variáveis, ausência de autocorrelação serial, normalidade e homocedasticidade dos resíduos.

Conforme Hair, Anderson, Tatham e Black (2005) a regressão logística é a técnica adequada de análise quando a variável dependente é binária, no caso deste estudo, a empresa pode se encontrar deslistada ou manter-se listada na bolsa de valores. Segundo Hair *et al.*

(2009) este tipo de observação tem como benefício, o fato de que apenas é preciso saber se o evento aconteceu ou não, para que seja estabelecido um valor (dicotômico) para a variável dependente (HAIR *et al.*, 2009). O teste realizado para escolha do modelo mais adequado (*logit*, *probit* ou *pooled/OLS*) leva em consideração o resultado que apresenta o maior Qui<sup>2</sup>. Nesta ocasião o modelo que se ajustou melhor aos dados apresentados foi o modelo de regressão logística.

Segundo Eid Júnior e Horng (2005), a escolha final dos modelos de regressão *logit* fundamentam-se nos elementos considerados como decisivos para tal processo, além da disposição dos dados, da conformidade ao cenário brasileiro e de uma análise descritiva.

As diferenças de médias entre os dois grupos de observações foram testadas para significância estatística por meio do teste T. O teste de Hausman (1978) examina se os erros estão correlacionados com as variáveis explicativas. Ademais, a multicolinearidade é um fenômeno estatístico no qual as variáveis independentes em um modelo de regressão logística são altamente correlacionadas, sendo o teste (VIF - *Variance Inflation Factor*) imprescindível para identificar a existência de multicolinearidade entre as variáveis. Neste estudo o teste VIF apresentou média de 1,88 apontando ausência de multicolinearidade. O teste de Woodridge para autocorrelação apresentou p-valor de 0,03 apontando ausência de autocorrelação. Já o teste de Wald para heterocedasticidade apresentou p-valor de 0,00 apontando problema de heterocedasticidade que foi corrigido com a execução de regressões com o comando *robust*.

## 2.4 Resultados

A Tabela 2 apresenta a análise das estatísticas descritivas para a deslistagem geral das empresas da BM&FBOVESPA, com o resumo das variáveis, observações, média, mínimo, máximo e resultado do teste T para as médias das variáveis nos grupos de observações referentes às empresas que se mantiveram listadas e às empresas que se deslistaram.

**Tabela 2** – Comparação das estatísticas descritivas em relação à deslistagem geral das hipóteses H1a a H1e

Variável	Não deslistaram				Deslistaram				Estatística T
	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	
CAIXA	4614	0,0922	0,0000	0,3100	15	0,0993	0,0000	0,2300	-0,2778
DIV	4580	0,1965	0,0000	0,8700	16	0,1563	0,0000	0,7600	0,5299
ADR	6767	0,0387	0,0000	1,0000	145	0,0207	0,0000	1,0000	1,1186
NGC	6767	0,2243	0,0000	1,0000	145	0,1034	0,0000	1,0000	3,4691 ***
TAM	4509	8,9191	6,6400	10,3200	15	9,0913	6,6400	10,3200	-0,6682
ALAV	4676	123,7365	116,3200	418,8700	16	97,9450	116,3200	418,8700	0,6806
VOL	6767	0,0136	0,0000	0,0968	145	0,0080	0,0000	0,0968	2,1638 **
CRESC	3337	1,6897	-0,0705	4,9967	11	2,3237	-0,0705	4,9967	-1,4143
ROA	4643	-0,0011	-0,2700	0,1300	16	-0,0069	-0,2700	0,1300	0,2018
CRISE	6767	0,4176	0,0000	1,0000	145	0,3724	0,0000	1,0000	1,0923

Notas: Níveis de significância: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

Em relação a variável caixa mensurada pelo somatório das disponibilidades de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total, nota-se que para as empresas que mantiveram-se listadas, a média de disponibilidade de caixa foi 0,0922, ou seja, para cada R\$1,00 de ativos da empresa tem-se R\$0,0922 de disponibilidade de caixa. Entretanto, as empresas que se deslistaram, tiveram média de 0,0993, o que significa que para cada R\$1,00 de ativos da empresa tem-se R\$0,0993 de disponibilidade de caixa. Entretanto, o teste T relativo a diferença de médias não apresentou significância estatística entre estes grupos analisados.

Sobre a variável distribuição de dividendos mensurada pela relação entre dividendo pago e lucro líquido, visualiza-se que as observações relativas às empresas que permaneceram listadas apresentaram uma média de 0,1965, o que significa que para cada R\$1,00 de lucro a empresa pagou R\$0,1965 de dividendos aos seus acionistas. Contudo para as observações das empresas deslistadas a média de distribuição de dividendos foi 0,1563, ou seja, para cada R\$1,00 de lucro a empresa pagou R\$0,1563 aos seus acionistas. No entanto, o teste T para diferença das médias entre os grupos não foi estatisticamente significativo.

Ademais, ao se comparar a média da variável emissão de ADR's entre as empresas listadas e deslistadas, percebe-se que, no grupo de observações das empresas que não se deslistaram, 3,87% delas emitiram ADRs em bolsas internacionais no período investigado. Por sua vez, analisando o grupo de observações das empresas deslistadas, 2,07% dessas empresas emitiram ADRs em bolsas estrangeiras no horizonte de análise. No entanto, ao

proceder-se ao teste de diferença de médias entre os grupos, não se verificou diferença estatística entre eles.

Com relação a variável NGC que representa os níveis diferenciados de adesão à Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) a média de observações das empresas listadas foi 22,43% e das deslistadas 10,34%. Neste caso, visualiza-se que a adesão aos níveis de governança da bolsa foi predominante no grupo de observações das empresas que permaneceram listadas, em detrimento das deslistadas (o teste T apresentou diferença de médias ao nível de 1%).

Para a variável tamanho da firma que foi representada pelo logaritmo do total dos ativos, a média das empresas listadas foi 8,9191 (que representa R\$830.842.601,34) ao passo que a média das deslistadas evidenciou o valor de 9,0913 (que representa R\$1.228.429.968,70). Porém o teste T de diferença entre médias não apresentou significância estatística.

A alavancagem mensurada pelo quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido, apresentou média de 123,7365 para as empresas listadas, evidenciando que para cada R\$1,00 de patrimônio líquido a empresa contraiu R\$123,74 de dívidas totais (curto e longo prazo). Em contrapartida, as empresas deslistadas apresentaram alavancagem média de 97,9450, ou seja, para cada R\$1,00 de capital próprio estas empresas contraíram R\$97,94 de capital de terceiros, contudo o teste T não apresentou significância estatística para diferença de médias entre os grupos.

A variável volume de negócios representada pela liquidez de negociações das ações na bolsa de valores apresentou média de 0,0136 para o grupo das firmas listadas e 0,0080 para o grupo das deslistadas. Assim, foi possível identificar que as empresas que se mantiveram listadas apresentaram maior liquidez de negociações na bolsa em comparação às deslistadas (teste T apresentou significância estatística ao nível de 5% para diferença de médias entre os grupos).

Quanto a variável oportunidade de crescimento mensurada pelo quociente entre o valor de mercado e patrimônio líquido, a média obtida para o grupo das firmas listadas foi de 1,6897 e para o grupo das deslistadas foi de 2,3237. Isto significa que para cada R\$1,00 de patrimônio líquido as empresas listadas apresentaram R\$1,69 de valor de mercado e as deslistadas apresentaram R\$2,32, porém o teste para diferença de médias entre os dois grupos não apresentou significância estatística.

A variável ROA mensurada pela razão entre o lucro líquido e o total de ativos apresentou média de 0,11% de prejuízo para as firmas listadas e 0,69% de prejuízo para as



firmas que se deslistaram, ou seja, para cada R\$100,00 de ativos totais as empresas listadas tiveram R\$0,11 de prejuízo e as deslistadas R\$0,69 de prejuízo, porém o teste T para diferença de médias não apresentou significância estatística.

Também não se percebe diferença de média entre os dois grupos analisados com relação a variável *dummy* crise. Nota-se que, do total de observações das empresas que permaneceram listadas na bolsa, 41,76% referem-se aos anos evidenciados pela crise (2008, 2009, 2013 a 2015), e do total de observações das empresas que fecharam o capital, 37,24% referem-se aos períodos de instabilidade econômica supracitados. Sendo assim, das 145 empresas que se deslistaram, 54 fecharam o capital em períodos de crise.

Em suma, os resultados obtidos demonstraram que com relação à deslistagem geral, apenas as variáveis relativas aos níveis de Governança Corporativa e volume de negócios apresentaram diferença de médias entre os dois grupos analisados (listadas e deslistadas). Com isto, evidencia-se que a adesão aos níveis de GC é maior no grupo de observações das empresas que permaneceram listadas. Já com relação ao volume de negócios, nota-se que as empresas que se mantiveram listadas apresentaram maior liquidez de negociações na bolsa em comparação às deslistadas.

Em relação à deslistagem voluntária, a Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas: resumo das variáveis, observações, média, mínimo, máximo e resultado do teste T para as médias das variáveis nos grupos de observações referentes às empresas que se mantiveram listadas e às empresas que se deslistaram voluntariamente.

**Tabela 3** - Comparação das estatísticas descritivas em relação à deslistagem voluntária das hipóteses H1a a H1e

Variável	Não deslistaram				Deslistagem voluntária				Estatística T
	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	
CAIXA	4619	0,0922	0,0000	0,3100	10	0,1030	-0,1000	0,2300	-0,3441
DIV	4586	0,1963	0,0000	0,8700	10	0,2180	0,0000	0,7600	-0,2262
ADR	6793	0,0386	0,0000	1,0000	119	0,0252	0,0000	1,0000	0,7523
NGC	6793	0,2236	0,0000	1,0000	119	0,1176	0,0000	1,0000	2,7595 ***
TAM	4514	8,9184	6,6400	10,3200	10	9,4790	6,6400	10,3200	-1,7771 *
ALAV	4682	123,6084	116,3200	418,8700	10	142,4530	100,0600	418,8700	-0,3934
VOL	6793	0,0136	0,0000	0,0968	119	0,0091	0,0000	0,0968	1,5686
CRESC	3341	1,6899	-0,0705	4,9967	7	2,5903	0,2552	4,9967	-1,6033
ROA	4649	-0,0011	-0,2700	0,1300	10	0,0020	-0,2700	0,1300	-0,0849
CRISE	6793	0,4166	0,0000	1,0000	119	0,4202	0,0000	1,0000	-0,0781

Notas: Níveis de significância: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

No que se refere à variável caixa, mensurada pelo somatório das disponibilidades de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total, nota-se que para as empresas que se mantiveram listadas, a média de disponibilidade de caixa foi 0,0922, ou seja, para cada R\$1,00 de ativos a empresa teve R\$0,0922 de disponibilidade de caixa. Já para empresas que se deslistaram voluntariamente, a média foi 0,1030, o que significa que para cada R\$1,00 de ativos a empresa teve R\$0,1030 de disponibilidade de caixa. Entretanto, o teste T relativo a diferença de médias não apresentou significância estatística entre os dois grupos analisados.

Sobre a variável distribuição de dividendos, calculada pela relação entre dividendo pago e lucro líquido, visualiza-se que as observações relativas às empresas que permaneceram listadas apresentaram uma média de 0,1963 em que para cada R\$1,00 de lucro a empresa pagou R\$0,1963 de dividendos aos seus acionistas. Contudo, para as observações das empresas deslistadas voluntariamente a média de distribuição de dividendos foi 0,2180, ou seja, para cada R\$1,00 de lucro a empresa pagou R\$0,2180 aos seus acionistas. No entanto, o teste T para diferença das médias entre os grupos não constatou tal diferença.

A variável emissão de ADR's evidenciou que, no grupo de observações das empresas que não se deslistaram, 3,86% delas emitiram ADRs em bolsas internacionais no período analisado, versus 2,52% no grupo de observações das empresas deslistadas voluntariamente. Contudo, o teste de diferença de médias não verificou diferença estatística entre os grupos.

Com relação a variável NGC que representa os níveis diferenciados de adesão à Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) a média de observações das empresas listadas foi 22,36% e a média de observações das deslistadas voluntariamente foi 11,76%. Com isso, visualiza-se que a adesão aos níveis de governança da BM&FBOVESPA foi predominante no grupo de observações das empresas listadas, em comparação ao grupo das deslistadas voluntariamente (teste T apresentou diferença de média ao nível de 1%).

Para a variável tamanho da empresa representada pelo logaritmo do total dos ativos, a média das empresas listadas foi 8,9184 (que representa R\$827.961.143,19) ao passo que a média do tamanho das empresas deslistadas voluntariamente foi de 9,4790 (R\$3.013.006.024,19). Como o teste T entre médias apresentou significância estatística ao nível de 10%, pode-se afirmar que as empresas que se deslistaram voluntariamente apresentaram tamanho superior às empresas listadas, evidenciando que quanto maior o tamanho, maior seria a probabilidade de deslistagem, corroborando os resultados de Bortolon e Silva Júnior (2015a, 2015b).

A variável alavancagem mensurada pelo quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido, apresentou média de 123,6084 para as empresas listadas evidenciando que para cada R\$1,00 de patrimônio líquido, a empresa contraiu R\$123,61 de dívidas totais (curto e longo prazo). Em contrapartida, as empresas deslistadas voluntariamente apresentaram alavancagem média de 142,4530, ou seja, para cada R\$1,00 de capital próprio estas empresas contraíram R\$142,45 de capital de terceiros, contudo o teste T não apresentou significância estatística para diferença de médias entre os grupos.

A variável volume de negócios representada pela liquidez de negociações das ações na bolsa de valores apresentou média de 0,0136 para o grupo das firmas listadas e 0,0091 para o grupo das deslistadas voluntariamente (o resultado do teste T não apresentou diferença entre as médias dos dois grupos).

Quanto à variável oportunidade de crescimento mensurada pelo quociente entre o valor de mercado e patrimônio líquido, a média obtida para o grupo das firmas listadas foi de 1,6899 e para o grupo das deslistadas voluntariamente foi de 2,5903. Isto significa que para cada R\$1,00 de patrimônio líquido as empresas listadas apresentaram R\$1,69 de valor de mercado e as deslistadas voluntariamente apresentaram R\$2,59, porém o teste para diferença de médias entre os dois grupos não apresentou significância.

A variável ROA mensurada pela razão entre o lucro líquido e o total de ativos apresentou média de 0,11% de prejuízo para as firmas listadas e 0,20% de lucro para as firmas que se deslistaram voluntariamente, ou seja, para cada R\$100,00 de ativos totais as empresas listadas tiveram R\$0,11 de prejuízo e as deslistadas voluntariamente R\$0,20 de lucro, porém o teste T para diferença de médias não apresentou significância estatística.

Também não se percebe diferença de média entre os dois grupos analisados com relação a variável *dummy* crise. Nota-se que, do total de observações das empresas que permaneceram listadas na bolsa, 41,66% referem-se aos anos evidenciados pela crise (2008, 2009, 2013 a 2015), e do total de observações das empresas que fecharam o capital voluntariamente, 42,02% referem-se aos períodos de instabilidade econômica. Sendo assim, das 119 empresas que se deslistaram, 50 fecharam o capital em períodos de crise.

Em resumo, a estatística descritiva das variáveis em questão demonstrou que quanto à deslistagem voluntária, apenas as variáveis relativas aos níveis de GC e tamanho da empresa apresentaram diferença de médias entre os dois grupos analisados (listadas e deslistadas), constatando-se que a adesão aos níveis de GC predomina no grupo de observações das empresas listadas. Já com relação à variável tamanho da empresa, verifica-se que as empresas maiores apresentaram maior probabilidade de deslistagem.

No que diz respeito aos resultados, a Tabela 4 apresenta as regressões *logit* para a deslistagem voluntária das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

**Tabela 4** – Estimativa das variáveis disponibilidade de caixa e proteção aos acionistas minoritários interferir na deslistagem voluntária das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Variáveis independentes		DVOL
Disponibilidade de caixa	<b>CAIXA</b>	1,4899 (0,88)
Disponibilidade de caixa e crise	<b>CX_CR</b>	6,5023 ** (-2,30)
Distribuição de dividendos	<b>DIV</b>	-0,0854 (-0,16)
Distribuição de dividendos e crise	<b>DIV_CR</b>	-4,0649 *** (-2,64)
Emissão de ADR'S	<b>ADR</b>	-1,0783 * (-1,69)
Níveis de Governança Corporativa	<b>NGC</b>	-0,8375 *** (-2,58)
Tamanho da empresa	<b>TAM</b>	0,8183 *** (3,36)
Alavancagem	<b>ALAV</b>	-0,0031 ** (-2,48)
Volume de negócios	<b>VOL</b>	1,1720 (0,29)
Oportunidades de Crescimento	<b>CRESC</b>	0,1809 * (1,69)
Rentabilidade (ROA)	<b>ROA</b>	-0,7687 (-0,48)
Crise	<b>CRISE</b>	-0,3496 (-0,72)
Constante		-11,0660 *** (-4,98)
Qui <sup>2</sup>		33,49

Notas: Quantidade de observações = 2.942. Níveis de significância: \* p<0,1; \*\* p<0,05; \*\*\* p<0,01. Estatísticas t em parênteses. Teste para multicolinearidade apresentou VIF médio de 1,88 apontando ausência de multicolinearidade. Teste de Woodridge para autocorrelação apresentou p-valor de 0,03 apontando ausência de autocorrelação. Teste de Wald para heterocedasticidade apresentou p-valor de 0,00 apontando problema de heterocedasticidade que foi corrigido com a execução de regressões com o comando robust.

**Quadro 3** – Comparativo dos sinais esperados e resultados encontrados das hipóteses H1a a H1e

Variáveis	Sinal esperado	Resultado obtido	Significância
CAIXA	+	+	-
CX_CR	-	+	**
DIV	-	-	-
DIV_CR	+	-	***
ADR	-	-	*
NGC	-	-	***
TAM	+	+	***
ALAV	-	-	**
VOL	-	+	-
CRESC	-	+	*
ROA	-	-	-
CRISE	-	-	-

Notas: Níveis de significância: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ ; - sem significância.

Fonte: Elaborado pela autora.

Ao se analisar os resultados da regressão logit com dados em painel percebe-se que a variável de interesse “disponibilidade de caixa” apresentou relação positiva, porém sem significância estatística para a deslistagem voluntária de empresas na BM&FBOVESPA. Sendo assim, este resultado não corroborou com os estudos de Jackowicz e Kowalewski (2006); Mehran e Peristiani (2010); Du, He e Yuen (2013); Pour e Lasfer (2013); Bortolon e Silva Júnior (2015b); Saito e Padilha (2015). Já a variável interada disponibilidade de caixa e crise apresentou sinal positivo e significância estatística ao nível de 5%, desta forma constata-se que em momentos de crise quanto maior a disponibilidade de caixa maior seria a probabilidade de deslistagem, ao passo que em momentos de estabilidade econômica não se pode fazer tal afirmação, pois o resultado encontrado não foi significativo. Este resultado contrariou o estudo de Santos (2016), uma vez que este autor considerou que em momentos de crise a probabilidade de deslistagem tenderia a reduzir, haja vista que devido as restrições financeiras impostas devido ao momento de instabilidade, seria necessário a captação de recursos por meio do mercado de capitais.

A variável de interesse “distribuição de dividendos”, que é uma *proxy* para a proteção aos minoritários, apresentou relação negativa para a deslistagem voluntária de empresas na BM&FBOVESPA, porém sem significância estatística. Já a variável de interação distribuição de dividendos e crise apresentou sinal negativo e significância estatística ao nível de 1%, o que significa que em períodos de instabilidade econômica quanto maior o nível de distribuição de dividendos aos acionistas, menor é a probabilidade de deslistagem das empresas. Saito e Padilha (2015), encontraram também relação negativa entre a distribuição de dividendos e o fechamento de capital no Brasil. Em contrapartida ao resultado negativo de Saito e Padilha (2015), os estudos de Weir, Lang e Wright (2005) e Michelsen e Klein (2011), encontraram uma relação positiva entre distribuição de dividendos e deslistagem, que segundo os mesmos sinalizaria conflitos de interesse, uma vez que os gestores têm a intenção de maior discricionariedade sobre o fluxo de caixa da empresa e desta forma há maior probabilidade de deslistagem.

A variável de interesse “emissão de ADR’s”, que também é uma *proxy* para a proteção aos minoritários, apresentou relação negativa para a deslistagem voluntária de empresas na BM&FBOVESPA, ao nível de 10% de significância estatística. Desta forma, o resultado corroborou com Eid Júnior e Horng (2005), os quais constataram que a emissão de ADR’s em mercados externos diminui a probabilidade das empresas se deslistarem do mercado acionário, além de proporcionar maior proteção aos acionistas minoritários devido a maiores exigências e critérios nos requisitos estabelecidos pelos órgãos reguladores. Sendo assim, a emissão de ADRs pelas empresas em mercados estrangeiros reduz a probabilidade de deslistagem.

Quanto às variáveis de controle, a variável “Nível de Governança Corporativa” apresentou relação negativa para a deslistagem voluntária (significância estatística de 1%) de empresas na BM&FBOVESPA. Esse resultado sugere que as empresas que participam dos níveis de GC tendem a permanecer listadas devido a melhor visibilidade perante o mercado acionário (EID JÚNIOR; HORNG, 2005). Esse resultado é consistente com a literatura sobre o tema (SHLEIFER; VISHNY, 1997; SANTOS, 2016), e mostra que pertencer aos níveis de governança da bolsa reduz a probabilidade de uma firma fechar seu capital. Esse achado confirma, por exemplo, a linha de pensamento de La Porta *et al* (1998) que afirmaram que países que possuem firmas bem governadas e que protegem seus acionistas minoritários conseguem alcançar uma série de benefícios, tais como: mercados acionários mais desenvolvidos; maior número de empresas listadas em bolsa; maior número de aberturas de capital; maior captação de recursos no mercado pelas empresas, dentre outros.

A variável tamanho apresentou relação positiva para a deslistagem voluntária de empresas na BM&FBOVESPA (significância estatística de 1%). Isso quer dizer que, neste estudo, firmas maiores possuem maior probabilidade de se deslistarem da bolsa. Ao considerar que o tamanho das empresas evidencia maior ou menor necessidade de capital para financiar seu crescimento e, por conseguinte, permanência ou não na bolsa de valores, a pesquisa corroborou com os achados de Bortolon e Silva Júnior (2015a, 2015b) sobre o Brasil, e contrariou os de Chaplinsky e Ramchand (2012) sobre os Estados Unidos.

Ademais, outra variável de controle presente na pesquisa refere-se à alavancagem que apresentou sinal negativo para deslistagem voluntária (significância estatística de 5%). Neste sentido, o resultado obtido apresenta-se em consonância com os estudos de Aslan e Kumar (2011); Saito e Padilha (2015), nos quais o sinal encontrado também foi negativo, evidenciando portanto, que as empresas que se deslistaram já apresentavam acesso mais limitado ao capital de terceiros, devido a não necessidade de captação de recursos ou restrições financeiras. Ainda, este resultado contrapõe os estudos de Marosi e Massoud (2007); Leuz *et al.* (2008); Mehran e Peristiani (2010); Bharath e Dittmar (2010) e Pour e Lasfer(2013) que encontraram sinal positivo para a relação entre alavancagem e deslistagem. Em contraste, Witmer (2005) não encontrou qualquer impacto da alavancagem no fechamento de capital.

A variável oportunidade de crescimento apresentou sinal positivo para deslistagem voluntária (significância estatística ao nível de 10%). Saito e Padilha (2015) evidenciaram que os investimentos são reduzidos no ano do fechamento de capital, haja vista a inexistência de oportunidades de crescimento, uma vez que a empresa planeja fechar seu capital. Por outro lado, Aslan e Kumar (2011) visualizaram que firmas com maiores oportunidades de crescimento têm uma tendência a se manterem listadas entretanto, se possuem acesso a outras fontes de capital próprio ou de terceiros, tendem a deslistagem.

Por fim, as variáveis rentabilidade (ROA) e crise apresentaram relação negativa para a deslistagem de empresas na BM&FBOVESPA e a variável volume de negócios relação positiva, entretanto para todos os coeficientes dessas variáveis não houve significância estatística.

## 2.5 Considerações finais

Este estudo analisou as relações existentes entre disponibilidade de caixa e o mecanismo de GC evidenciado pela proteção aos acionistas minoritários com a deslistagem voluntária das empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2004 a 2015.

Em conformidade com este objetivo foi elaborado um modelo econométrico fundamentado na literatura, e em seguida, realizou-se análise de regressão *logit* com dados em painel, para os dados de todas as organizações que negociaram seus títulos na BM&FBOVESPA, no período compreendido entre os anos de 2004 a 2015, período no qual verificou-se que 243 empresas se deslistaram da bolsa, sendo 112 deslistagens voluntárias.

Como resultados destas análises evidenciou-se a existência de relação estatisticamente significativa e positiva para a interação das variáveis disponibilidade de caixa e crise. Desta forma, sugere-se que, em momentos de crise, a maior disponibilidade de caixa estaria relacionada com uma maior deslistagem das empresas na bolsa de valores. (JACKOWICZ; KOWALEWSKI, 2006; MEHRAN; PERISTIANI, 2010; DU; HE; YUEN, 2013; POUR; LASFER, 2013; BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015B; SAITO; PADILHA, 2015). Uma das justificativas seria a teoria do fluxo de caixa livre evidenciada por Jensen (1986), onde o elevado nível de caixa na empresa poderia ocasionar problemas de agência como a discricionariedade dos administradores, que utilizariam o excesso de caixa disponível em projetos pouco rentáveis e que visam quase sempre os interesses próprios dos mesmos em desvantagem aos acionistas.

Ademais, a relação da variável interada distribuição de dividendos e crise com a deslistagem apresentou sinal negativo e significância estatística, demonstrando que em momentos de crise, uma maior distribuição de dividendos ocasionaria menor probabilidade de deslistagem, isto é, para este estudo, firmas que distribuem mais dividendos agradariam mais seus acionistas e estariam menos sujeitas ao fechamento de capital. Esta relação negativa entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária foi confirmada por Saito e Padilha (2015) em seu estudo.

A relação encontrada entre emissão de ADR's e deslistagem corroborou com Eid Júnior e Horng (2005), os quais constataram que a emissão de ADR's em mercados estrangeiros reduziria as chances das empresas fecharem seu capital no mercado acionário, além de proporcionar maior proteção aos acionistas minoritários devido a maiores exigências e critérios nos requisitos estabelecidos pelos órgãos reguladores.



Neste estudo a relação encontrada entre as variáveis níveis de Governança Corporativa e deslistagem foi negativa com significância estatística. Neste sentido, considera-se que as empresas que participam dos níveis de GC tendem a permanecer listadas devido a melhor visibilidade perante o mercado acionário (EID JÚNIOR; HORNG, 2005). A Governança Corporativa colabora para a manutenção da listagem das empresas e aumento da riqueza dos investidores, haja vista que por meio da melhoria de práticas de transparência possibilita uma melhor reputação no mercado de capitais (MAPURUNGA; PONTE; OLIVEIRA, 2015).

Já com relação a variável tamanho da empresa, os resultados foram condizentes com os achados por Bortolon e Silva Júnior (2015a, 2015b), que constataram que esta variável seria uma *proxy* para companhias maduras e com menor necessidade de capital para financiar crescimento, sendo portanto esperada uma relação positiva com a deslistagem. Em oposição, Chaplinsky e Ramchand (2012) evidenciaram que de forma geral nas principais bolsas americanas, empresas que são maiores, mais rentáveis e com maior necessidade de capital de terceiros, apresentam menor probabilidade de deslistagem, portanto a relação esperada seria negativa segundo estes autores.

Ademais, quanto a variável alavancagem notou-se que os resultados relativos ao sinal negativo encontrado corroboraram os estudos de Aslan e Kumar (2011); Saito e Padilha (2015), evidenciando que as empresas que se deslistaram já apresentavam acesso mais limitado a capital de terceiros, devido a não necessidade de captação de recursos ou restrições financeiras.

Ainda, quanto a deslistagem voluntária, notou-se relação positiva e significativa quanto a variável oportunidade de crescimento, segundo o estudo de Aslan e Kumar (2011) firmas com maiores oportunidades de crescimento têm uma tendência a se manterem listadas entretanto, se possuem acesso a outras fontes de capital próprio ou de terceiros, tendem a deslistagem.

Finalmente, não foi observada significância estatística para as demais variáveis e esta pesquisa apresenta limitações, uma vez que não analisou a relação entre todos os mecanismos de Governança Corporativa existentes para contribuir com a redução dos problemas de agência e com o fechamento de capital das organizações. Além disso, como sugestão para pesquisas futuras a utilização de outras *proxies* para representar o mecanismo de proteção aos minoritários como por exemplo, o nível de caixa disponível na empresa, o qual é consideravelmente maior nos países com frágil proteção aos investidores minoritários se comparado aos países onde tal proteção é forte (DITTMAR; MAHRT-SMITH; SERVAES, 2003; KALCHEVA; LINS, 2007).

Por fim, pode-se dizer que este estudo permitiu a identificação dos principais fatores responsáveis (problemas de agência) e atenuantes (mecanismos de GC) da deslistagem, visando o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, uma vez que o Brasil é considerado um país cuja proteção aos acionistas minoritários ainda é ineficiente, e, portanto, caso não se tomem medidas para alteração deste cenário, a tendência que se observa é o aumento da quantidade de deslistagens para os próximos anos, o que poderia causar um retrocesso no mercado de capitais brasileiro. Este estudo tentou mostrar que uma boa gestão das disponibilidades de caixa, aliada a melhoria dos mecanismos de proteção ao pequeno investidor são instrumentos eficazes para redução da deslistagem no Brasil.

## **CAPÍTULO 3: *EARNINGS MANAGEMENT*: UMA PRÁTICA QUE PODE LEVAR À DESLISTAGEM DAS EMPRESAS**

### **3.1 Introdução**

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2016) define a Governança Corporativa como “um sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

Desta forma, é indiscutível a relevância das práticas de GC, na maximização do desempenho econômico e o retorno esperado pelos acionistas do capital investido na empresa. Ademais, proporciona aos investidores a equidade, transparência, compromisso com os resultados e cumprimento da legislação a qual está submetida (DEDONATTO; BEUREN, 2010). Segundo estes mesmos autores, para aderir as práticas de GC é necessário cumprir o que prevê no Regulamento das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, porém após a adoção destas normas as empresas podem solicitar a deslistagem, retornando ao mercado tradicional, sendo preciso assim, a rescisão do contrato firmado anteriormente.

Nesse sentido a deslistagem segundo Eid Júnior e Horng (2005) é o processo de fechamento de capital, no qual a companhia se retira do mercado de ações quando os benefícios da listagem são inferiores aos seus custos, justificando desta maneira a saída da bolsa de valores. Há dois tipos de deslistagem, segundo Bortolon e Silva Júnior (2015a): deslistagem de ofício, normalizada pela Instrução CVM nº 287/1998 envolvendo os casos em que a companhia se deslista involuntariamente. Também por meio da oferta pública de aquisição (OPA), normalizada pela Instrução CVM nº 361/2002, onde a deslistagem ocorre de forma voluntária, ou seja, por decisão própria da companhia sem interferência dos órgãos reguladores.

As regras estabelecidas pela GC, especialmente as relativas à transparência das informações são essenciais para a valorização da empresa perante o mercado acionário e quanto a visibilidade da firma perante os potenciais investidores, favorecendo assim a captação de recursos por um custo menor (DEDONATTO; BEUREN, 2010).

Contudo, a ausência dos mecanismos de GC, como por exemplo, a transparência das informações e da proteção aos acionistas minoritários nas organizações são apontadas como uma das causas para o retrocesso do mercado acionário, interferindo ainda, de forma negativa no processo de evolução da economia nacional (SROUR, 2005). Castro Júnior, Conceição e

Santos (2011), evidenciaram em seu estudo que as empresas que apresentam maior nível de transparência das informações conseguem captar recursos no mercado com menor custo.

Segundo Almeida, Sacalzer e Costa (2007) para ampliar a transparência e a credibilidade dos investidores, as práticas de GC necessitam alinhar os interesses dos agentes com os princípios estabelecidos pela companhia.

Conforme evidenciou Peixe (2003), os detentores de capital aceitam pagar um prêmio pelas ações de companhias que apresentam as melhores práticas de GC, principalmente, aquelas com maior nível de transparência das informações publicadas. Por exemplo, Ferreira (2016) revelou que apesar do Brasil ser um país em que ocorre a predominância da concentração de controle e uma fraca proteção aos acionistas minoritários, percebe-se uma renovação neste padrão, preconizando uma ampliação da transparência relativa às informações estratégicas da empresa.

Santos, Schmidt e Gomes (2006) ressaltaram que uma estrutura alicerçada na transparência das informações contribui para a segurança dos investidores, redução dos riscos do negócio e, conseqüentemente, menores custos. Os autores também perceberam, que além disso, o mecanismo de transparência das informações favorece a redução da corrupção e sonegação de impostos, permitindo assim, o desenvolvimento da nação, haja vista que a boa reputação do país atrai investidores estrangeiros e melhora a competitividade perante o mercado internacional.

Diante disto, percebe-se que os gestores podem manipular as informações contábeis visando o alcance dos seus interesses, omitindo aos acionistas e demais interessados a real situação vivenciada pela empresa. Esta prática é denominada de gerenciamento de resultados, sendo a performance da companhia e o cenário no qual se encontra distorcidos de modo a iludir os usuários da informação (HEALY; WAHLEN, 1999).

No estudo de Santos (2010) foi abordada a relação existente entre gerenciamento de resultados e deslistagem, evidenciando que tal prática executada por alguns administradores ocasiona o fechamento de capital.

Desta forma, este estudo teve como objetivo contribuir com a literatura verificando os aspectos que interferem na decisão de deslistagem da bolsa de valores, levando-se em consideração o mecanismo de transparência das informações, mensurado pelo Gerenciamento de Resultados (*Earnings Management*). Este mecanismo foi selecionado por representar segundo Correia (2008), a dimensão de maior destaque no Índice de Qualidade da Governança (IQG) no Brasil, proposto pela autora em seu estudo e equivalente a 39% do seu índice total.

Este estudo é relevante por explorar os fatores que culminam na deslistagem de empresas, que é um assunto que necessita ainda ser mais explanado pela literatura (EID JÚNIOR; HORNG, 2005). Também é notória a constatação de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), quanto a escassez de estudos no Brasil relativos ao fechamento de capital levando-se em consideração a variável de gerenciamento de resultados, onde as particularidades do país quanto a fragilidade dos mecanismos de GC favorecem tal gerenciamento. A contribuição desta pesquisa consiste em analisar os fatores relativos à deslistagem, que é um evento que vem ocorrendo com frequência no mercado nacional e tem gerado grande preocupação, uma vez que afeta diretamente a economia do país, retrocedendo-a à patamares indesejáveis. Desta forma, a atual conjuntura econômica na qual se encontra o país, com escândalos de corrupção e crises evidenciadas na mídia, torna a prática de gerenciamento de resultados mais evidente. Diante disto, há grande necessidade de ampliar as pesquisas relativas ao tema, visando amenizar este quadro crítico. Ademais, é possível cooperar com os órgãos de desenvolvimento econômico ao fornecer informações essenciais que colaboram com as políticas de evolução e proteção do mercado de capitais (EID JÚNIOR; HORNG, 2005).

### **3.2 Fundamentação teórica**

#### **3.2.1 Deslistagem Voluntária e a prática de *Earnings Management***

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) possui como fundamentos norteadores da GC aspectos como a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade organizacional. Segundo Villar (2016), o maior nível de divulgação das informações influi na efetividade e no progresso do mercado de capitais, reduzindo possivelmente o custo de capital e ampliando a liquidez das ações.

Contudo, as firmas apresentam certo receio em maximizar a divulgação de informações, haja vista que esta decisão pode impactar de forma negativa nos resultados da organização, uma vez que a concorrência se beneficia destas informações, elevando sua posição perante as demais. Além disso, também há a questão da relação custo *versus* benefício envolvida na decisão de divulgação e a falta de entendimento dos investidores quanto a real necessidade da transparência das informações (DANTAS *et al*, 2008).

Quanto a credibilidade dos investidores e demais participantes do mercado de capitais em relação aos relatórios gerenciais divulgados pelas companhias, houve um abalo observado

na confiança dos mesmos pelos escândalos corporativos e fraudes contábeis divulgados na mídia, dentre eles os casos das empresas Enron, WorldCom e Parmalat. Tais escândalos evidenciaram uma administração gerencial voltada para o favorecimento do valor das ações em detrimento da renda e estabilidade das empresas no longo prazo (DANTAS *et al*, 2008).

Diante deste contexto, surgiu em 2002 nos Estados Unidos a Lei Sarbanes-Oxley, com a finalidade de recuperar a confiança dos investidores após a ascensão dos escândalos mencionados anteriormente e repercutidos em âmbito mundial. Esta lei previa impugnar as fraudes contábeis, as negociações com informações favorecidas e empréstimos sem critérios para gestores (SILVEIRA, 2015).

Os apoiadores da SOX defendem que os benefícios oriundos da implementação de tal lei são superiores aos custos incorridos com a sua implantação, dado que as firmas passam a contar com um sistema de controle mais rígido e eficiente, possibilitando decisões mais acertadas e redução de fraudes contábeis. Além disso, as informações obtidas são mais seguras, contribuindo para a ampliação da credibilidade dos acionistas. Em contrapartida, os opositores da lei reprovam a severidade das regras impostas pela mesma e os custos incorridos por considerarem que as bolsas dos EUA perderiam posição frente aos mercados concorrentes. Neste contexto, não há ainda um consenso entre os estudiosos com relação aos impactos provenientes da Lei Sarbanes- Oxley no mercado de capitais (SILVEIRA, 2015).

Os custos diretamente pertinentes à auditoria, divulgação de informações, gerenciamento de uma área de relacionamento com investidores, ou mesmo os indiretos relativos ao aumento do comprometimento dos gestores, têm sido analisados de forma mais criteriosa para a efetivação da decisão de manter-se o capital aberto ou fechado (SAITO; PADILHA, 2015).

Ademais, segundo Eid Júnior e Horng (2005) os resultados encontrados por Pagano, Panetta e Zingales (1998) para as empresas listadas na Bolsa de Milão são importantes para o mercado brasileiro, pois ambos os mercados possuem semelhanças intrínsecas entre si. Pagano, Panetta e Zingales (1998) encontraram em seu estudo que as empresas com maior probabilidade de abertura de capital são as correspondentes aos segmentos de alto crescimento, lucratividade e tamanho. Após a abertura de capital, os investimentos e o crescimento apresentaram uma tendência decrescente, demonstrando que a abertura de capital foi influenciada pela reestruturação financeira. Também foi evidenciado neste estudo que o crédito bancário possui tendência a diminuir após a listagem na bolsa de valores.

Já segundo Pagano e Roell (1998), as práticas mais eficazes de divulgação das informações minimizam os custos de agência e de monitoramento, uma vez que o maior nível de informação diminui os custos da aquisição de informações pelos acionistas.

Leuz, Tirantis e Wang (2004), observaram que o menor *disclosure* da firma foi associado ao uso dos benefícios privados de controle por majoritários, devido as restritas oportunidades de crescimento e estrutura de GC fragilizada. Por sua vez, Mitton (2002) verificou que as empresas com maior qualidade de *disclosure*, maior transparência, maior concentração de propriedade por *outsiders* e com mais foco corporativo, ou seja, menos diversificadas, obtiveram melhor desempenho no preço das ações durante períodos de instabilidade econômica.

Analisando os determinantes da deslistagem voluntária, ou seja, o fechamento de capital sem a interferência dos órgãos reguladores no contexto brasileiro, Eid Júnior e Horng (2005) utilizaram como *proxies* para o mecanismo de transparência das informações as variáveis Níveis de Governança Corporativa, *tag-along* e empresas com registro de ADRs para verificar sua relação com a deslistagem. Estes autores encontraram dentre os resultados, que as firmas deslistadas voluntariamente apresentaram menor nível de transparência do que as empresas que permaneceram listadas. No contexto internacional, Fama e French (2004) constataram que a baixa lucratividade e o alto crescimento impactaram no aumento da probabilidade de fechamento de capital nas bolsas de NYSE, AMEX e NASDAQ.

Outro conceito pertinente ao estudo e relativo ao mecanismo de transparência das informações é o gerenciamento de resultados, que segundo Martinez (2008), é uma estratégia utilizada por alguns gestores em prol da obtenção de resultados que se enquadrem nas suas expectativas e que acabam comprometendo a qualidade informacional por distorcer o real cenário vivenciado pela firma. Ainda, segundo este autor os administradores com o objetivo de interferir no lucro da empresa maximizam ou até mesmo minoram os *accruals*, que são os componentes contábeis que não implicam em necessária movimentação de disponibilidades. Com isto, os *accruals* passam a ser subdivididos em *accruals* discricionários, ou seja, os componentes contábeis que sofrem ajustes em seus valores pelos gestores com o intuito de gerenciar os resultados e os *accruals* não discricionários, que são os exigidos conforme a realidade do empreendimento. Os *accruals* discricionários, conforme este mesmo autor, representam uma *proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis (MARTINEZ, 2008).

Ainda neste contexto, Burgstahler e Dichev (1997), afirmaram que as empresas optam por não reportarem os prejuízos, mesmo que ínfimos, pois ao divulgarem este resultado negativo transmitem ao mercado de capitais uma imagem desfavorável, ocasionando redução

do interesse de potenciais investidores em alocar recursos em tais firmas. Sendo assim, preferem gerenciar o resultado de modo que apresente-se lucro fictício ao invés das reais perdas financeiras.

Por fim, Santos (2010), evidenciou que as empresas que apresentavam maior participação acionária de controladores e maior acesso a informações pelos *insiders*, em relação aos demais acionistas, favoreceram a oportunidade de gerenciamento de resultados, possibilitando maior probabilidade de fechamento de capital. Ainda, conforme o estudo de Santos (2010), foi apurado que as empresas gerenciavam seus resultados dois anos antes da ocorrência de deslistagem e que havia divergência entre os tipos de fechamento de capital quanto ao tipo de manipulação contábil. Portanto, neste contexto, o gerenciamento de resultados estaria relacionado a menor transparência das informações publicadas, uma vez que este gerenciamento implicaria em manipulação e distorção de dados contábeis, em prejuízo da real informação apurada.

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) constataram que os gestores e os acionistas majoritários de empresas negociadas em mercados que priorizavam a elevada transparência e proteção aos acionistas minoritários manipulavam menos as informações de lucros publicadas, fornecendo assim, informações com maior nível de qualidade aos investidores. Estes autores propuseram em seu estudo quatro métricas de gerenciamento, das quais duas se relacionavam à suavização de resultados e duas mediam a discricionabilidade sobre os lucros. Kolozsvári e Macedo (2016) abordaram em seu estudo duas métricas de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) relativas a suavização de resultados, pois o foco desta pesquisa foi analisar a influência da suavização de resultados sobre a persistência dos lucros no mercado brasileiro. Pelos resultados obtidos, observaram que a presença da suavização reduziu a persistência dos lucros reportados, diminuindo a qualidade da informação contábil.

Desta forma, sugere-se, neste estudo, a seguinte hipótese de pesquisa:

**H2a:** Há uma relação positiva entre gerenciamento de resultados e deslistagem, isto é, empresas que gerenciam mais seus resultados, conseqüentemente, possuem menor transparência das informações e apresentam maior probabilidade de fechar seu capital.



### **3.3 Procedimentos metodológicos**

#### **3.3.1 Classificação da pesquisa, amostra e descrição das variáveis**

Esta pesquisa se classifica quanto aos objetivos do estudo como descritiva e quanto à abordagem do problema como quantitativa. A pesquisa descritiva se caracteriza como estudo no qual ocorre o ato de descrever um fenômeno, uma relação entre variáveis de forma a identificar, comparar, analisar sem a percepção do investigador (GIL, 1999). Ainda segundo Triviños (1987), este estudo delimita com precisão as técnicas, métodos e modelos abordados que configuram validade científica à pesquisa.

Já a tipologia relativa a abordagem quantitativa refere-se às pesquisas nas quais há a predominância de mecanismos estatísticos para coletar os dados e analisar os resultados com o máximo de precisão no que diz respeito às inferências (RICHARDSON, 1999).

A amostra da pesquisa abrangeu todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA durante o período de 2004 a 2015, sendo a sub-amostra relativa as empresas deslistadas voluntariamente o foco deste estudo. Nesta ocasião, foram estudadas apenas as empresas que se deslistaram voluntariamente por meio de Oferta Pública de Aquisição (OPA) formalizada pela Instrução CVM nº 361/2002 (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015a).

Em consonância com os estudos de Leuz, Nanda e Wysocki (2003); Santos (2010) e Kolozsvari e Macedo (2016) foram selecionadas as seguintes variáveis de controle: disponibilidade de caixa, níveis de Governança Corporativa, tamanho da empresa, alavancagem, volume de negócios, oportunidade de crescimento, rentabilidade (ROA), concentração acionária e crise. Como variáveis de interesse foram escolhidas a deslistagem voluntária e variável relativa ao Gerenciamento de Resultados.

**Quadro 4 - Variáveis utilizadas para teste da hipótese H2a.**

Variáveis	Tipo de Variável	Forma de Mensuração	Fonte	Estudo base
<b>Deslistagem Voluntária</b>	<b>VD</b>	Variável <i>dummy</i> , assumindo valor 1 para as empresas que se deslistaram voluntariamente da BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.	CVM e BM&FBOVESPA	Eid Júnior e Horng (2005); Santos (2010); Bortolon e Silva Júnior (2015a, 2015b); Saito e Padilha (2015).
<b>Gerenciamento de Resultados</b>	<b>VI</b>	( <i>Earnings Management</i> - EM) assumem quatro dimensões: EM1, EM2, EM3 e EM. EM1 é razão entre o desvio padrão da receita operacional líquida da companhia e o desvio padrão de seu fluxo de caixa operacional. EM2 é a correlação entre as alterações nos <i>accruals</i> (componentes contábeis) e no fluxo de caixa das operações. EM3 é a magnitude dos <i>accruals</i> (componentes contábeis), representada pela razão entre o valor absoluto dos <i>accruals</i> e o valor absoluto do fluxo de caixa operacional. EM é o <i>score</i> de gerenciamento de lucros agregado calculado como a média aritmética dos <i>scores</i> gerados pelas três medidas individuais.	CVM e BM&FBOVESPA	Leuz, Nanda e Wysocki (2003); Lopes e Walker (2008); Peixoto, Amaral e Correia (2014b); Kolozsvari e Macedo (2016).
<b>Disponibilidade de Caixa</b>	<b>VC</b>	Disponibilidade de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total.	Econômica	Iquiapaza e Amaral (2008); Fresard (2010); Forti, Peixoto e Freitas (2011)
<b>Níveis de Governança Corporativa</b>	<b>VC</b>	Variável <i>dummy</i> com valor 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.	BM&FBOVESPA	Eid Júnior e Horng (2005); Lopes e Walker (2008); Lyra e Moreira (2011); Peixoto, Amaral e Correia (2014a).
<b>Tamanho da empresa</b>	<b>VC</b>	Logaritmo do total dos ativos	Econômica	Chaplinsky e Ramchand (2012)

<b>Alavancagem</b>	<b>VC</b>	Quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido.	Economática	Bortolon e Silva Júnior (2015a)
<b>Volume de Negócios</b>	<b>VC</b>	$100 * \frac{p}{P} * \sqrt{\frac{n}{N} * \frac{v}{V}}$ <p>p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido; P = número total de dias do período escolhido; n = número negócios com a ação dentro do período escolhido; N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido; v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.</p>	Economática	Pour e Lasfer (2013); Bortolon e Silva Júnior (2015a)
<b>Oportunidade de Crescimento</b>	<b>VC</b>	Quociente entre o valor de mercado e o patrimônio líquido.	Economática	Bortolon e Silva Júnior (2015a); Saito e Padilha (2015)
<b>Rentabilidade (ROA)</b>	<b>VC</b>	Razão entre lucro líquido e total de ativos.	Economática	Pour e Lasfer (2013); Saito e Padilha (2015)
<b>Concentração Acionária</b>	<b>VC</b>	Percentual do direito de voto dos 3 acionistas majoritários.	Economática	Leuz, Nanda e Wysocki (2003); Fernandes e Ferreira (2007); Torres (2009); Santos (2010); Torres, Bruni, Castro e Martinez (2010).
<b>Crise</b>	<b>VC</b>	Variável <i>dummy</i> , assumindo valor 1 para os anos evidenciados pela crise e valor 0 para os demais anos.	IBGE	Santos (2016).

Notas - VD: Variável dependente; VI: Variável Independente; VC: Variável de Controle

Fonte: Elaborado pela autora (2017)

Em relação à variável dependente tem-se uma variável *dummy* na qual foi atribuído o valor igual a 1 para empresas que se deslistaram de forma voluntária, segundo a Instrução 287/1998 da CVM e 0 para as demais, conforme dados disponíveis na CVM e BM&FBOVESPA (EID JÚNIOR, HORNG, 2005; SANTOS, 2010; BORTOLON, SILVA JÚNIOR, 2015a, 2015b; SAITO, PADILHA, 2015).

As variáveis de gerenciamento de resultados (*Earnings Management* - EM) assumem quatro dimensões: EM1, EM2, EM3 e EM. EM1 é a suavização dos lucros operacionais (*earnings smoothing*), representada pela razão entre o desvio padrão da receita operacional líquida da companhia e o desvio padrão de seu fluxo de caixa operacional. EM2 é a correlação entre as alterações nos *accruals* (componentes contábeis) e no fluxo de caixa das operações. EM3 é a magnitude dos *accruals*, representada pela razão entre o valor absoluto dos *accruals* e o valor absoluto do fluxo de caixa operacional. EM é o *score* de gerenciamento de lucros agregado calculado como a média aritmética dos *scores* gerados pelas três medidas individuais (LEUZ, NANDA, WYSOCKI, 2003; LOPES, WALKER, 2008; PEIXOTO, AMARAL, CORREIA, 2014b; KOLOZSVARI, MACEDO, 2016).

Iquiapaza e Amaral (2008); Fresard (2010); Forti, Peixoto e Freitas (2011) mensuraram o caixa através das disponibilidades de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total. Esta pesquisa optou por mensurar esta variável de forma similar, entretanto, estes autores analisaram as principais variáveis que interferiram no saldo de caixa das empresas e não abordaram a deslistagem.

Quanto à variável *dummy* Nível de Governança Corporativa, tem-se valor igual a 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais (EID JÚNIOR, HORNG, 2005; LOPES, WALKER, 2008; LYRA, MOREIRA, 2011; PEIXOTO, AMARAL, CORREIA, 2014a). Lyra e Moreira (2011) analisaram a suavização do lucro relacionada à governança corporativa, com foco nos segmentos da BM&FBOVESPA. Constataram que há menor proporção de suavização nas empresas do segmento de maior governança. Também identificaram menor suavização no Novo Mercado em comparação aos Níveis 1 e 2 e concluíram a existência de uma relação negativa entre o nível de suavização e os níveis de GC. Além disto, Santos (2010) verificou que os requisitos adicionais de listagem não diminuíram tal suavização. Já Lopes e Walker (2008) analisaram a transparência dos relatórios contábeis no Brasil, sob a perspectiva da firma, no período de 1998 a 2004. Constataram que os níveis mais exigentes de governança e a decisão de emitir ADRs estão

negativamente relacionados à manipulação dos relatórios contábeis em empresas de um mesmo ambiente organizacional.

Outra variável pertinente ao estudo é o tamanho da empresa, mensurada pelo logaritmo do total dos ativos (CHAPLINSKY; RAMCHAND, 2012). Os autores Michelson, Jordan-Wagner e Wootton (2000) ao analisarem o mercado americano, encontraram que firmas maiores tendem a suavizar mais seus resultados. Contudo, para o mercado brasileiro, Martinez e Castro (2011) identificaram a suavização relacionada a empresas de menor tamanho. Porém, Santos (2010) notou no mercado nacional maior proporção de presença de suavização nas empresas maiores, diferentemente do observado por Martinez e Castro (2011).

Bortolon e Silva Júnior (2015a) mensuraram a variável alavancagem por meio do quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido. Esperava-se que as firmas com menor nível de endividamento apresentariam maior probabilidade de deslistagem devido ao potencial para aumentar a alavancagem e benefícios fiscais, se a companhia é rentável (POUR; LASFER, 2013). Neste contexto, o presente estudo abordou de maneira similar esta variável de controle.

A variável volume de negócios foi mensurada por meio da fórmula descrita no quadro 4 e espera-se que a liquidez de títulos afete negativamente a probabilidade de deslistagem (POUR; LASFER, 2013; BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015a). Já a variável oportunidade de crescimento tem como forma de mensuração o quociente entre o valor de mercado e o patrimônio líquido e a relação esperada com a deslistagem seria negativa, haja vista que o nível de crescimento menor indicaria menor necessidade de utilizar o mercado de capitais como fonte de recursos, ocorrendo assim a deslistagem (BORTOLON; SILVA JÚNIOR; 2015a; SAITO; PADILHA, 2015).

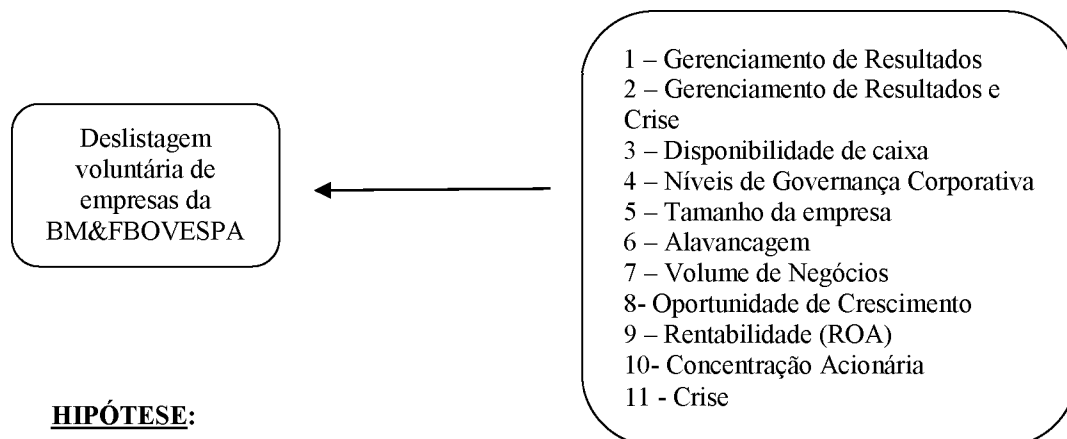
A variável rentabilidade (ROA) é medida pela razão entre lucro líquido e total de ativos (POUR; LASFER, 2013; SAITO; PADILHA, 2015). Segundo o estudo de Pour e Lasfer (2013) as empresas deslistadas voluntariamente não estavam mais aptas de levantar capital próprio e apresentavam baixa rentabilidade com retornos negativos. Já a concentração acionária é medida pelo percentual do direito de voto dos três acionistas majoritários, ou seja, o percentual de ações ordinárias em relação ao capital total (LEUZ; NANDA; WY SOCKI, 2003; FERNANDES; FERREIRA, 2007; TORRES, 2009; SANTOS, 2010; TORRES; BRUNI; CASTRO; MARTINEZ, 2010). Segundo Leuz, Nanda, Wysocki (2003) há uma relação positiva entre concentração acionária e gerenciamento de resultados, uma vez que o monitoramento é menor quanto maior a concentração.

Por fim, a crise é uma variável *dummy* que assume valor 1 para os anos evidenciados pela crise e 0 para os demais anos. Conforme o estudo de Santos (2016), a relação esperada entre tal variável e a deslistagem seria negativa, haja vista que nos períodos de instabilidade econômica as restrições de crédito impostas pela conjuntura vivenciada pelas empresas seria uma justificativa para a permanência das mesmas no mercado de capitais, uma vez que esta seria uma forma de captação de recursos (SANTOS, 2016).

### 3.3.2 Modelo de pesquisa e técnicas econométricas

A figura 3 e a equação 2 a seguir demonstram o modelo hipotético e conceitual que permitiu analisar a hipótese H2a entre as características das empresas e a deslistagem voluntária da BM&FBOVESPA.

**Figura 3:** Modelo hipotético e conceitual para teste da hipótese H2a.



**HIPÓTESE:**

**H2a:** Há uma relação positiva entre gerenciamento de resultados e deslistagem, isto é, empresas que gerenciam mais seus resultados, conseqüentemente, possuem menor transparência das informações e apresentam maior probabilidade de fechar seu capital.

Fonte: Elaborada pela autora (2017)

**Quadro 5 – Sinais esperados dos coeficientes das variáveis da hipótese H2a**

Variável	Sigla	Sinais esperados
Gerenciamento de Resultados	EM	+
Gerenciamento de Resultados e crise	EM_CR	+
Disponibilidade de caixa	CAIXA	+
Níveis de Governança Corporativa	NGC	-
Tamanho da empresa	TAM	+
Alavancagem	ALAV	-
Volume de Negócios	VOL	-
Oportunidade de crescimento	CRESC	-
Rentabilidade (ROA)	ROA	-
Concentração acionária	CONC	+
Crise	CRISE	-

Fonte: Elaborado pela autora.

**Equação 2:**

$$Desl.Vol_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 EM\_CR_{it} + \beta_3 Caixa_{it} + \beta_4 NGC_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 Alav_{it} + \beta_7 Vol_{it} + \beta_8 Cresc_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} Conc_{it} + \beta_{11} Crise_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

$Desl.Vol_{it}$  = Variável *dummy* que assume valor 1 para as empresas que se deslistaram voluntariamente e 0 para as demais.

$\beta$  = Coeficiente ou parâmetro regressor de cada variável.

$EM_{it}$  = Média aritmética dos *scores* gerados pelas três medidas individuais de gerenciamento de resultados propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) que foram explicadas no Quadro 2.

$EM\_CR_{it}$  = Interação entre as variáveis gerenciamento de resultados e crise.

$Caixa_{it}$  = Disponibilidade de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total.

$NGC_{it}$  = Variável *dummy* com valor 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.  $Tam_{it}$  = Logaritmo do total dos ativos.

$Alav_{it}$  = Quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido.

$$Vol_{it} = 100 * \frac{p}{P} * \sqrt{\frac{n}{N} * \frac{v}{V}}$$

$Cresc_{it}$  = Quociente entre o valor de mercado e o patrimônio líquido.

$ROA_{it}$  = Razão entre lucro líquido e total de ativos.

$Conc_{it}$  = Percentual do direito de voto dos 3 acionistas majoritários, ou seja, o percentual de ações ordinárias em relação ao capital total.

$Crise_{it}$  = Variável *dummy*, assumindo valor 1 para os anos evidenciados pela crise e valor 0 para as demais.

$\varepsilon_{it}$  = Resíduo do modelo para a deslistagem voluntária da empresa  $i$  no período  $t$ .

Com o objetivo de analisar se o gerenciamento de resultados afeta a decisão de fechamento de capital foram empregados dados em painel com modelo *logit*. Segundo Eid Júnior e Horng (2005), a opção pelos modelos de regressão *logit* se baseia nos fatores considerados como imprescindíveis para tal processo, além da disposição dos dados, da conformidade ao cenário nacional e de uma análise descritiva. O teste para escolha do modelo mais adequado (*logit, probit ou pooled/OLS*) levou em consideração o resultado do maior  $Qui^2$ , que nesta ocasião indicou o modelo de regressão logística.

Para a aplicação do modelo, os *outliers* foram tratados em *software* específico mediante emprego da técnica de winsorização entre o 1º e o 99º percentil, com a finalidade de aproximar os extremos, a fim de diminuir as distorções.

O teste T foi utilizado para verificar a significância das médias entre os dois grupos de observações (empresas listadas e deslistadas). O teste para multicolinearidade apresentou VIF médio de 1,60 apontando ausência de multicolinearidade. Teste de Woodridge para autocorrelação apresentou p-valor de 0,15 apontando ausência de autocorrelação. Já o teste de Wald para heterocedasticidade apresentou p-valor de 0,00 indicando problema de heterocedasticidade que foi corrigido com a execução de regressão com o comando *robust*.

### 3.4 Resultados

A Tabela 5 apresenta a análise das estatísticas descritivas para a deslistagem geral das empresas da BM&FBOVESPA, com o resumo das variáveis, observações, média, mínimo, máximo e resultado do teste T para as médias das variáveis nos grupos de observações referentes às empresas que se mantiveram listadas e às empresas que se deslistaram.



**Tabela 5** - Comparação das estatísticas descritivas em relação à deslistagem geral da hipótese H2a

Variável	Não deslistaram				Deslistaram				Estatística T
	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	
EM	4950	0.1427	-0.1304	0.6600	99	0.1635	-0.1304	0.6600	-0.8446
CAIXA	4667	0.0908	0.0020	0.2895	15	0.1006	0.0034	0.2300	-0.4027
NGC	6767	0.2243	0.0000	1.0000	145	0.1034	0.0000	1.0000	3.4691 ***
TAM	4674	20.8536	17.1828	23.6677	16	21.1963	17.1828	23.6677	-0.6763
ALAV	4676	123.7365	-116.3200	418.8700	16	97.9450	-116.3200	418.8700	0.6806
VOL	6767	0.0136	0.0000	0.0968	145	0.0080	0.0000	0.0968	2.1638 **
CRESC	3337	1.6358	-0.0188	4.3333	11	2.1500	-0.0188	4.3333	-1.2579
ROA	4643	-0.0012	-0.2727	0.1308	16	-0.0066	-0.2727	0.1308	0.1845
CONC	3884	76.7916	32.0300	100.0000	70	91.9373	41.8800	100.0000	-5.8237 ***
CRISE	6767	0.4176	0.0000	1.0000	145	0.3724	0.0000	1.0000	1.0923

Notas: Níveis de significância: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

Em relação a variável relativa ao gerenciamento de resultados EM mensurada pela média aritmética dos *scores* gerados pelas três medidas individuais de transparência (EM1, EM2, EM3), percebe-se que a média de observações relativa as empresas que não se deslistaram foi equivalente à 0,1427 de gerenciamento de resultados, ao passo que a média das observações das empresas deslistadas foi 0,1635 (Teste T para diferença de médias não foi significativo).

Já a variável disponibilidade de caixa mensurada pelo somatório das disponibilidades de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total, nota-se que para as empresas que mantiveram-se listadas, a média de disponibilidade de caixa foi 0,0908, ou seja, para cada R\$1,00 de ativos da empresa tem-se R\$0,0908 de disponibilidade de caixa. Entretanto, as empresas que se deslistaram, tiveram média de 0,1006, o que significa que para cada R\$1,00 de ativos da empresa tem-se R\$0,1006 de disponibilidade de caixa. Contudo, o teste T para diferença de médias não apresentou significância estatística.

Com relação a variável NGC que representa os níveis diferenciados de adesão à Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) a média de observações das empresas listadas foi 22,43% e das deslistadas 10,34%. Neste caso, visualiza-se que a adesão aos níveis de governança da bolsa foi predominante no grupo de observações das empresas que permaneceram listadas, em detrimento das deslistadas (o teste T apresentou diferença de médias ao nível de 1%).

Para a variável tamanho da firma que foi representada pelo logaritmo do total dos ativos, a média das empresas listadas foi 9,0566 (que representa R\$1.139.249.902,27) ao

passo que a média das deslistadas evidenciou o valor de 9,2054 (que representa R\$1.604.900.084,80). Porém o teste T de diferença entre médias não apresentou significância estatística.

A alavancagem mensurada pelo quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido, apresentou média de 123,7365 para as empresas listadas, evidenciando que para cada R\$1,00 de patrimônio líquido a empresa contraiu R\$123,74 de dívidas totais (curto e longo prazo). Em contrapartida, as empresas deslistadas apresentaram alavancagem média de 97,9450, ou seja, para cada R\$1,00 de capital próprio estas empresas contraíram R\$97,94 de capital de terceiros, contudo o teste T não apresentou significância estatística para diferença de médias entre os grupos.

A variável volume de negócios representada pela liquidez de negociações das ações na bolsa de valores apresentou média de 0,0136 para o grupo das firmas listadas e 0,0080 para o grupo das deslistadas. Assim, foi possível identificar que as empresas que se mantiveram listadas apresentaram maior liquidez de negociações na bolsa em comparação às deslistadas (teste T apresentou significância estatística ao nível de 5% para diferença de médias entre os grupos).

Quanto a variável oportunidade de crescimento mensurada pelo quociente entre o valor de mercado e patrimônio líquido, a média obtida para o grupo das firmas listadas foi de 1,6358 e para o grupo das deslistadas foi de 2,1500. Isto significa que para cada R\$1,00 de patrimônio líquido as empresas listadas apresentaram R\$1,63 de valor de mercado e as deslistadas apresentaram R\$2,15, porém o teste para diferença de médias entre os dois grupos não apresentou significância estatística.

A variável ROA mensurada pela razão entre o lucro líquido e o total de ativos apresentou média de 0,12% de prejuízo para as firmas listadas e 0,66% de prejuízo para as firmas que se deslistaram, ou seja, para cada R\$100,00 de ativos totais as empresas listadas tiveram R\$0,12 de prejuízo e as deslistadas R\$0,66 de prejuízo, porém o teste T para diferença de médias não apresentou significância estatística.

A variável concentração mensurada pelo percentual da concentração acionária dos 3 acionistas majoritários apresentou média referente as observações das empresa listadas equivalente à 76,79%. Já a média das observações relativas as empresas deslistadas foi de 91,94%, o que significa que o percentual de concentração acionária dos 3 acionistas majoritários é superior nas observações de empresas deslistadas (Teste T para diferença de médias foi estatisticamente significativo ao nível de 1%).

Também não se percebe diferença de média entre os dois grupos analisados com relação a variável *dummy* crise. Nota-se que, do total de observações das empresas que permaneceram listadas na bolsa, 41,76% referem-se aos anos evidenciados pela crise (2008, 2009, 2013 a 2015), e do total de observações das empresas que fecharam o capital, 37,24% referem-se aos períodos de instabilidade econômica supracitados. Sendo assim, das 145 empresas que se deslistaram, 54 fecharam o capital em períodos de crise.

Em suma, os resultados obtidos demonstraram que com relação à deslistagem geral apenas as variáveis relativas aos níveis de Governança Corporativa, volume de negócios e concentração acionária apresentaram diferença de médias entre os dois grupos analisados (listadas e deslistadas). Desta forma, constatou-se que a adesão aos níveis de GC predominou no grupo de observações das empresas que permaneceram listadas. Com relação à variável volume de negócios, também nota-se que as empresas que se mantiveram listadas apresentaram maior liquidez de negociações na bolsa em comparação às deslistadas. Já a variável concentração acionária evidenciou que o grupo de observações das empresas deslistadas apresentou maior concentração acionária.

Em relação à deslistagem voluntária, a Tabela 6 apresenta as estatísticas descritivas: resumo das variáveis, observações, média, mínimo, máximo e resultado do teste T para as médias das variáveis nos grupos de observações referentes às empresas que se mantiveram listadas e às empresas que se deslistaram voluntariamente.

**Tabela 6** - Comparação das estatísticas descritivas em relação à deslistagem voluntária da hipótese H2a

Variável	Não deslistaram				Deslistagem voluntária				Estatística T
	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	
EM	4958	0.1429	-0.1304	0.6600	91	0.1535	-0.1304	0.6600	-0.4107
CAIXA	4672	0.0908	0.0020	0.2895	10	0.1031	0.0121	0.2300	-0.4130
NGC	6793	0.2236	0.0000	1.0000	119	0.1176	0.0000	1.0000	2.7595 ***
TAM	4680	20.8516	17.1828	23.6677	10	22.3481	17.1828	23.6677	-2.3376 **
ALAV	4682	123.6084	-116.3200	418.8700	10	142.4530	-100.0600	418.8700	-0.3934
VOL	6793	0.0136	0.0000	0.0968	119	0.0091	0.0000	0.0968	1.5686
CRESC	3341	1.6359	-0.0188	4.3333	7	2.4024	0.2603	4.3333	-1.4967
ROA	4649	-0.0012	-0.2727	0.1308	10	0.0010	-0.2727	0.1308	-0.0612
CONC	3888	76.8098	32.0300	100.0000	66	91.7842	41.8800	100.0000	-5.5919 ***
CRISE	6793	0.4166	0.0000	1.0000	119	0.4202	0.0000	1.0000	-0.0781

Notas: Níveis de significância: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

Em relação a variável relativa ao gerenciamento de resultados EM mensurada pela média aritmética dos *scores* gerados pelas três medidas individuais de transparência (EM1, EM2, EM3), percebe-se que a média de observações relativa as empresas que não se deslistaram foi 0,1429 de gerenciamento de resultados, ao passo que a média das observações das empresas deslistadas voluntariamente foi de 0,1535 (Teste T para diferença de médias não foi significativo).

Já a variável disponibilidade de caixa mensurada pelo somatório das disponibilidades de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total, nota-se que para as empresas que mantiveram-se listadas, a média de disponibilidade de caixa foi 0,0908, ou seja, para cada R\$1,00 de ativos da empresa tem-se R\$0,0908 de disponibilidade de caixa. Entretanto, as empresas que se deslistaram voluntariamente, tiveram média de 0,1031, o que significa que para cada R\$1,00 de ativos da empresa tem-se R\$0,1031 de disponibilidade de caixa. Contudo, o teste T para diferença de médias não apresentou significância estatística.

Com relação a variável NGC que representa os níveis diferenciados de adesão à Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) a média de observações das empresas listadas foi 22,36% e das deslistadas voluntariamente 11,76%. Neste caso, visualiza-se que a adesão aos níveis de governança da bolsa foi predominante no grupo de observações das empresas que permaneceram listadas, em detrimento das deslistadas (o teste T apresentou diferença de médias ao nível de 1%).

Para a variável tamanho da firma que foi representada pelo logaritmo do total dos ativos, a média das empresas listadas foi 9,0557 (que representa R\$1.136.949.041,82) ao passo que a média das deslistadas voluntariamente evidenciou o valor de 9,7056 (que representa R\$5.077.489.102,75). Isto demonstra que as empresas maiores apresentam maior chance de se deslistarem (Teste T para diferença entre médias apresentou significância estatística ao nível de 5%).

A alavancagem mensurada pelo quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido, apresentou média de 123,6084 para as empresas listadas, evidenciando que para cada R\$1,00 de patrimônio líquido a empresa contraiu R\$123,61 de dívidas totais (curto e longo prazo). Em contrapartida, as empresas deslistadas voluntariamente apresentaram alavancagem média de 142,4530, ou seja, para cada R\$1,00 de capital próprio estas empresas contraíram R\$142,45 de capital de terceiros, contudo o teste T não apresentou significância estatística para diferença de médias entre os grupos.

A variável volume de negócios representada pela liquidez de negociações das ações na bolsa de valores apresentou média de 0,0136 para o grupo das firmas listadas e 0,0091 para o

grupo das deslistadas voluntariamente (teste T não apresentou significância estatística para diferença de médias entre os grupos).

Quanto a variável oportunidade de crescimento mensurada pelo quociente entre o valor de mercado e patrimônio líquido, a média obtida para o grupo das firmas listadas foi de 1,6359 e para o grupo das deslistadas foi de 2,4024. Isto significa que para cada R\$1,00 de patrimônio líquido as empresas listadas apresentaram R\$1,63 de valor de mercado e as deslistadas voluntariamente apresentaram R\$2,40, porém o teste para diferença de médias entre os dois grupos não apresentou significância estatística.

A variável ROA mensurada pela razão entre o lucro líquido e o total de ativos apresentou média de 0,12% de prejuízo para as firmas listadas e 0,10% de lucro para as firmas que se deslistaram, ou seja, para cada R\$100,00 de ativos totais as empresas listadas tiveram R\$0,12 de prejuízo e as deslistadas voluntariamente R\$0,10 de lucro, porém o teste T para diferença de médias não apresentou significância estatística.

A variável concentração mensurada pelo percentual da concentração acionária dos 3 acionistas majoritários apresentou média referente as observações das empresa listadas equivalente à 76,80%. Já a média das observações relativas as empresas deslistadas foi de 91,78%, o que significa que o percentual de concentração acionária dos 3 acionistas majoritários é superior nas observações de empresas deslistadas (Teste T para diferença de médias foi estatisticamente significativo ao nível de 1%).

Também não se percebe diferença de média entre os dois grupos analisados com relação a variável *dummy* crise. Nota-se que, do total de observações das empresas que permaneceram listadas na bolsa, 41,66% referem-se aos anos evidenciados pela crise (2008, 2009, 2013 a 2015), e do total de observações das empresas que fecharam o capital, 42,02% referem-se aos períodos de instabilidade econômica supracitados. Sendo assim, das 119 empresas que se deslistaram, 50 fecharam o capital voluntariamente em períodos de crise.

Em resumo, a estatística descritiva das variáveis em questão demonstrou que quanto à deslistagem voluntária, apenas as variáveis relativas aos níveis de GC, tamanho da empresa e concentração acionária apresentaram diferença de médias entre os dois grupos analisados (listadas e deslistadas). Diante disto, evidencia-se que a adesão aos níveis de GC predominou no grupo de observações das empresas que permaneceram listadas. Com relação ao tamanho, nota-se que as empresas maiores apresentaram maior probabilidade de deslistagem. Já a variável concentração acionária evidenciou que o grupo de observações das empresas deslistadas apresentou maior concentração acionária.

No que diz respeito aos resultados da associação entre gerenciamento de resultados (EM) e deslistagem voluntária, a Tabela 7 apresenta as regressões *logit* implementadas nesta investigação. Ressalta-se que foram realizadas regressões com todas as variáveis de EM (EM1, EM2, EM3 e EM – média), mas foi apresentada apenas a regressão que apresentou melhor ajuste, contendo a variável EM.

**Tabela 7** – Análise da associação entre gerenciamento de resultados e deslistagem voluntária das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Variáveis independentes		DVOL
Gerenciamento de Resultados	<b>EM</b>	1,3744 ** (2,24)
Gerenciamento e Crise	<b>EM_CR</b>	-0,7201 (-0,62)
Disponibilidade de Caixa	<b>CAIXA</b>	3,7094 ** (2,40)
Níveis de Governança Corporativa	<b>NGC</b>	-0,7037 ** (-1,99)
Tamanho da empresa	<b>TAM</b>	0,2047 * (1,78)
Alavancagem	<b>ALAV</b>	-0,0013 (-1,02)
Volume de negócios	<b>VOL</b>	5,0448 (0,96)
Oportunidades de Crescimento	<b>CRESC</b>	0,1630 (1,28)
Rentabilidade (ROA)	<b>ROA</b>	-2,0446 (-1,22)
Concentração Acionária	<b>CONC</b>	0,0201 ** (2,09)
Crise	<b>CRISE</b>	-0,1024 (-0,28)
Constante		-10,3610 *** (-4,29)
Qui <sup>2</sup>		25,44

Notas: Quantidade de observações = 2.705. Níveis de significância: \* p<0,1; \*\* p<0,05; \*\*\* p<0,01. Estatísticas t em parênteses. Teste para multicolinearidade apresentou VIF médio de 1,60 apontando ausência de multicolinearidade. Teste de Woodridge para autocorrelação apresentou p-valor de 0,15 apontando ausência de autocorrelação. Teste de Wald para heterocedasticidade apresentou p-valor de 0,00 apontando problema de heterocedasticidade que foi corrigido com a execução de regressões com o comando robust.

**Quadro 6:** Comparativo dos sinais esperados e resultados encontrados da hipótese H2a

Variáveis	Sinal esperado	Resultado obtido	Significância
EM	+	+	**
EM_CR	+	-	-
CAIXA	+	+	**
NGC	-	-	**
TAM	+	+	*
ALAV	-	-	-
VOL	-	+	-
CRESC	-	+	-
ROA	-	-	-
CONC	+	+	**
CRISE	-	-	-

Notas: Níveis de significância: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ ; - sem significância.

Fonte: Elaborado pela autora.

Ao se analisar os resultados da regressão *logit* com dados em painel percebeu-se que a variável de interesse “Gerenciamento de Resultados” apresentou relação positiva e significância estatística ao nível de 5% para a deslistagem voluntária de empresas na BM&FBOVESPA. Desta forma, pode-se afirmar que as empresas que se deslistaram da bolsa gerenciavam mais os seus resultados do que as empresas não deslistadas. Portanto, a pesquisa corroborou com o estudo de Santos (2010), o qual apurou que as empresas manipulavam seus resultados dois anos antes da ocorrência de deslistagem.

A variável caixa apresentou relação positiva com a deslistagem voluntária e significância estatística ao nível de 5%. Isto significa que quanto maior a disponibilidade de caixa maior a probabilidade de deslistagem das firmas da amostra. Uma explicação para este resultado seria o fato de que as empresas que possuem disponibilidades de caixa acessíveis, não necessitariam de capital de terceiros e, portanto considerariam mais vantajoso o fechamento de capital, uma vez que as mesmas não estariam sujeitas aos custos oriundos da listagem na bolsa. Sendo assim, este resultado corresponde aos achados de Bortolon e Silva Júnior (2015a); Saito e Padilha (2015).

Já a variável Níveis de Governança Corporativa apresentou relação negativa e significância estatística ao nível de 5%. Ou seja, as empresas pertencentes aos níveis de GC

possuem menor chance de se deslistarem do mercado de capitais. Lopes e Walker (2008) constataram que os níveis mais exigentes de governança e a decisão de emitir ADRs estão negativamente relacionados à manipulação dos relatórios contábeis em empresas de um mesmo ambiente organizacional.

A variável tamanho apresentou relação positiva e significância estatística ao nível de 10%. Isto demonstra que quanto maior o tamanho maior a probabilidade de fechamento de capital. Michelson, Jordan-Wagner e Wootton (2000) ao analisarem o mercado americano, encontraram que firmas maiores tendem a suavizar mais seus resultados. Desta forma, supõe-se que as empresas maiores ao gerenciar seus resultados apresentam uma tendência ao fechamento de capital.

Já a variável concentração acionária apresentou relação positiva e nível de significância estatística de 5%. Ou seja, quanto maior a concentração acionária maior a probabilidade de deslistagem. Segundo Leuz, Nanda, Wysocki (2003) há uma relação positiva entre concentração acionária e gerenciamento de resultados, uma vez que o monitoramento é menor quanto maior a concentração. Desta forma, sugere-se que as firmas que apresentam maior concentração acionária possuem maior probabilidade de deslistagem.

Por fim, as variáveis de interação entre gerenciamento e crise, alavancagem, ROA e crise tratada isoladamente apresentaram relação negativa com a variável dependente, porém sem significância estatística. Já as variáveis volume de negócios e oportunidade de crescimento apresentaram relação positiva com deslistagem voluntária, entretanto sem significância estatística.



### 3.5 Considerações finais

Este estudo buscou analisar a relação entre deslistagem voluntária e o mecanismo de GC evidenciado pela transparência das informações, levando-se em consideração a prática de gerenciamento de resultados.

Para tanto, foi elaborado um modelo econométrico fundamentado na literatura e em seguida realizou-se análise de regressão *logit* com dados em painel, para os dados de todas as organizações que negociaram seus títulos na BM&FBOVESPA no período compreendido entre os anos de 2004 a 2015, período no qual verificou-se que 243 empresas se deslistaram da bolsa, sendo 112 deslistagens voluntárias.

Como resultado principal, evidenciou-se a existência de relação estatisticamente significativa e positiva entre a variável de gerenciamento de resultados (EM) e a deslistagem voluntária. Desta forma, sugere-se que a prática de gerenciamento de resultados ocasionaria maior probabilidade de deslistagem de empresas, corroborando com Santos (2010), que constatou que as empresas gerenciavam seus resultados dois anos antes da ocorrência de fechamento de capital.

A variável disponibilidade de caixa também apresentou relação positiva e significativa, ou seja, quanto maior a disponibilidade de caixa maior a probabilidade de deslistagem. Este resultado é equivalente aos estudos de Bortolon e Silva Júnior (2015a); Saito e Padilha (2015).

Quanto a variável tamanho a relação encontrada também foi positiva e significativa, isto significa que quanto maior o tamanho da empresa maiores são as chances de deslistagem (CHAPLINSKY; RAMCHAND, 2012).

Ademais, a variável concentração acionária apresentou relação positiva e significativa com a deslistagem voluntária, demonstrando que quanto maior o nível de concentração acionária maior a probabilidade de deslistagem. Neste sentido, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) evidenciaram uma relação positiva entre concentração acionária e gerenciamento de resultados, uma vez que o monitoramento é menor quanto maior a concentração. Desta forma, a concentração acionária aumentaria o gerenciamento de resultados e, conseqüentemente, a deslistagem de empresas. Por meio da inclusão desta variável (concentração acionária), é interessante observar que o presente estudo avança ao adicionar mais um mecanismo de GC para análise – a estrutura de propriedade e de controle das firmas – e ao encontrar resultados significativos para essa variável de controle.

Por sua vez, constatou-se relação negativa e significativa para a variável níveis de Governança Corporativa, ou seja, as empresas pertencentes aos níveis de GC possuem menor chance de se deslistarem do mercado de capitais, haja vista que tendem a permanecer listadas devido a melhor visibilidade perante o mercado acionário (EID JÚNIOR; HORNG, 2005). Tal resultado sugere a relevância da Governança Corporativa para o mercado de capitais brasileiro.

O presente estudo contribui para a identificação dos principais fatores responsáveis pelo fechamento de capital no país. Dentre estes, a análise da prática de gerenciamento de resultados no Brasil é relevante, por ser um país com particularidades que favorecem tal gerenciamento (LOPES; WALKER, 2008). O conhecimento acerca desta prática pode reduzir a deslistagem e favorecer a conscientização quanto a necessidade de se combater as fraudes contábeis que na atual conjuntura tem trazido várias consequências desastrosas tanto na economia do país quanto no quesito social.

Como sugestões para pesquisas futuras podem ser apontadas a utilização de outras variáveis de controle, como por exemplo, a variável tipo de controle da empresa. Ademais, podem ser estudados outros mecanismos de Governança Corporativa, e/ou direcionar estudos para o setor financeiro e de fundos.

## CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO

Esta pesquisa buscou analisar a relação existente entre as variáveis de disponibilidade de caixa e os mecanismos de GC representados pela proteção aos acionistas minoritários e transparência das informações com a deslistagem voluntária das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, entre os anos de 2004 a 2015. Este período abrangeu desde o ápice das aberturas de capital no mercado brasileiro até seu declínio e, conseqüentemente o processo de fechamento de capital. Também, é importante salientar que este período compreendeu tanto períodos de estabilidade econômica quanto períodos de crise na economia. Os fatores analisados no presente estudo como possíveis ocasionadores da decisão de deslistagem foram selecionados conforme fundamentos na teoria da Agência e nos dois mecanismos de Governança Corporativa que apresentaram o maior índice no IQG proposto por Correia (2008).

Com respaldo na literatura, utilizou-se o método de regressão logística com dados em painel para analisar a deslistagem voluntária destas empresas, ou seja, a deslistagem na qual não há interferência dos órgãos reguladores do mercado, sendo portanto a decisão advinda da própria organização, conforme os benefícios e/ou obstáculos da escolha pelo processo de listagem ou fechamento de capital. A escolha pelo processo de deslistagem voluntária se justifica, haja vista que neste processo há maior facilidade de obtenção dos dados das empresas pertencentes à amostra, além de que a decisão parte da firma e não de elementos externos.

Diante do exposto, verificou-se que as empresas possuem alguns incentivos para manterem-se listadas ou não no mercado de capitais. Dentre algumas vantagens da listagem podem ser citadas a maior facilidade e o menor custo de obtenção de capital de terceiros, melhor reputação no mercado, maior transparência das informações divulgadas, haja vista que este é um dos critérios para que as firmas mantenham-se listadas nos níveis relativos à Governança Corporativa.

Cabe mencionar que a Governança Corporativa é um conjunto de práticas que tem dentre seus objetivos a melhoria da transparência das informações divulgadas pelas empresas através de seus relatórios gerenciais e também, visa à proteção aos acionistas minoritários, que muitas vezes são expropriados pelos gestores e acionistas majoritários. A GC surgiu como resposta aos diversos escândalos empresariais, os quais evidenciaram uma má gestão por parte dos administradores das companhias, objetivando adquirir vantagens pessoais em detrimento do ideal funcionamento da organização. Contudo, apesar dos benefícios

alcançados pela adoção das práticas de GC, tais práticas impuseram também, custos oriundos da sua implantação e manutenção, os quais tornaram-se onerosos, principalmente para as pequenas firmas.

Ademais, os resultados encontrados permitiram evidenciar os principais determinantes do fechamento de capital das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Dentre os fatores levantados estão as variáveis de interação entre disponibilidade de caixa e crise e distribuição de dividendos e crise; emissão de ADR's em bolsas internacionais; nível de Governança Corporativa; tamanho da empresa; alavancagem; oportunidade de crescimento; variável relativa ao gerenciamento de resultados; disponibilidade de caixa e concentração acionária.

As variáveis de interação entre disponibilidade de caixa e crise, tamanho da empresa, oportunidade de crescimento, gerenciamento de resultados, a variável isolada disponibilidade de caixa e concentração acionária apresentaram relação positiva e significativa com a deslistagem voluntária.

Diante do exposto, constatou-se que em momentos de crise quanto maior o nível de disponibilidade de caixa maior seria a probabilidade de deslistagem. Também verificou-se que quanto maior o tamanho, quanto maior as oportunidades de crescimento, maior o nível de gerenciamento de resultados, maior o nível de disponibilidade de caixa na empresa e maior a concentração acionária, a probabilidade de fechamento de capital aumenta diante destes cenários.

Já as variáveis de interação entre distribuição de dividendos e crise, emissão de ADR's, nível de Governança Corporativa e alavancagem apresentaram relação negativa e significativa com a deslistagem voluntária.

Desta forma, entende-se que em momentos de instabilidade econômica quanto maior a distribuição de dividendos menor seria a probabilidade de deslistagem. Também, nota-se que as empresas que emitem ADR's em bolsas estrangeiras, as empresas listadas nos níveis de GC e com alto nível de alavancagem apresentaram menor probabilidade de fecharem seu capital.

Portanto, este estudo apresenta contribuição à literatura, uma vez que os resultados obtidos corroboraram com a evolução da pesquisa e também é de grande valia para os gestores, investidores e até mesmo para os reguladores do mercado, haja vista que pode facilitar o entendimento dos mesmos para tomadas de decisões estratégicas. Apesar disto, este trabalho possui limitações e assim gera oportunidades para pesquisas futuras explorarem todos os mecanismos referentes à Governança Corporativa, uma vez que nesta pesquisa o foco foi a transparência das informações divulgadas e a proteção aos acionistas minoritários.

Também sugere-se que nas próximas pesquisas utilizem-se as empresas do setor financeiro para analisar os determinantes da deslistagem deste setor peculiar.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; WEISBACK, M. S. The Cash Flow Sensitivity of Cash. **The Journal of Finance**, 59 (4), 1777-1804, 2004.
- ALMEIDA, J. C. G.; SACALZER, R. S.; COSTA, F. M. **Níveis diferenciados de Governança corporativa da BM&FBOVESPA e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA**. Anais do XXXI EnANPAD. 2007.
- ANDRADE, M. M. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7ª. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ASLAN, H.; KUMAR, P. Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.46, n.2, p.489-526, 2011.
- BHARATH, S. T.; DITTMAR, A. K. Why do firms use private equity to opt out of public markets? **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 5, p. 1771-1818, 2010.
- BLANCHARD, O. J.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. What do firms do with cash windfalls? **Journal of financial economics**, v. 36, n. 3, p. 337-360, 1994.
- BOMFIM, L. P. M.; SANTOS, C. M.; PIMENTA JUNIOR, T. Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções. **Revista de Administração – R. Adm.**, São Paulo, v. 42, n. 4, p. 524-534, out – dez, 2007.
- BORTOLON, P. M.; SILVA JUNIOR, A. Deslistagem de Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores: Evidências Empíricas sobre a Governança Corporativa. **Brazilian Business Review**, BBR Special Issues, p. 97 - 124, 2015a.

- BORTOLON, P. M.; SILVA JUNIOR, A. Fatores Determinantes para o Fechamento do Capital de Companhias Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 140-153, 2015b.
- BOVESPA. **Balanco de Operações de 2015**. Disponível em: <  
[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/noticias/balanco-de-operacoes-2.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/noticias/balanco-de-operacoes-2.htm)>.  
Acesso em: 28 fev.2017.
- BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. **Administração Financeira: teoria e prática**. São Paulo: Thomson, 2006.
- BURGSTHALER, D.; DICHEV, I. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting & Economics**, v.24, n.1, p. 99. 1997.
- CARMO, C. R. S. Mercado brasileiro de crédito: um estudo sobre seus determinantes e possíveis impactos de variáveis externas, dentre elas, a crise econômica de 2008-2009. **Revista Científica Linkania Master**, s.l., v. 1, n. 10, p. 13-38, 2015.
- CARVALHO, A. G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. **Economia Aplicada**, v. 3, p. 595-632, 2000.
- CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**. São Paulo. n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.
- CASTRO JÚNIOR, F. H. F.; CONCEIÇÃO, P. M.; SANTOS, D. A. A relação entre o nível voluntário de transparência e o custo de capital próprio das empresas brasileiras não financeiras. **Read: Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre, v. 17, n. 3, p. 617-635, set – dez 2011.
- CHAPLINSKY, S.; RAMCHAND, L. What drives delistings of foreign firms from US Exchanges? **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 22, n. 5, p. 1126-1148, 2012.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**: jun. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 dez. 2016.

- CORREIA, L. F. **Um Índice de Governança para Empresas no Brasil**. 2008. 274 f. Tese (Doutorado) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.
- DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; SANTOS, S. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidênciação. **Revista Economia & Gestão**, v. 5, n. 11, p. 56-76, 2008.
- DEDONATTO, O.; BEUREN, I. Análise dos impactos para a Contabilidade no processo de implantação da governança corporativa em uma empresa. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 2, n. 3, 2010.
- DITTMAR, A.; MAHRT-SMITH, J.; SERVAES, H. International corporate governance and corporate cash holdings. **Journal of Financial and Quantitative analysis**, v. 38, n. 01, p. 111-133, 2003.
- DJAMA, C.; MARTINEZ, I.; SERVE, S. What do we know about delistings? A survey of the literature. In **Comptabilités et innovation** (pp. cd-rom), 2014.
- DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; STULZ, R. M. Why do foreign firms leave US equity markets? **The Journal of Finance**, v. 65, n. 4, p. 1507-1553, 2010.
- DU, J.; HE, Q.; YUEN, S. W. Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 22, p. 50-68, 2013.
- EID JÚNIOR, W.; HORNG, W. J. **A SAÍDA: Uma análise da deslistagem na Bovespa**. 2005. Disponível em: <<http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/file/A%20Saida%20-%20Uma%20analise%20da%20deslistagem%20na%20Bovespa.pdf>>. Acesso em 02 de fevereiro de 2017.
- ENGEL, E.; HAYES, R. M.; WANG, X. The Sarbanes–Oxley Act and firms’ going-private decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 44, n. 1, p. 116-145, 2007.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The capital asset pricing model: Theory and evidence. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 18, n. 3, p. 25-46, 2004.

- FERNANDES, N. G.; FERREIRA, M. A. The evolution of earnings management and firm valuation: a cross-country analysis. **EFA, Ljubljana Meetings Paper**. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=965636>>. Acesso em 5 jun. 2017.
- FERREIRA, R. B. **Governança corporativa como instrumento de gestão práticas de governança corporativa no Brasil**. Centro Universitário de Brasília Instituto CEUB de Pesquisa e Desenvolvimento – ICPD, 2016.
- FISCHER, M. A. **Governança corporativa analisada nos limites circunscritos da crise *subprime*: análise dos efeitos da crise na volatilidade das ações no novo mercado brasileiro e no *prime standard* alemão**. 2012. 200f. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Administração, Uberlândia-MG, 2012.
- FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; FREITAS, K. S. Retenção de caixa, desempenho operacional e valor: um estudo no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 13, p. 20-33, 2011.
- FRESARD, L. Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. **The Journal of finance**, v. 65, n. 3, p. 1097-1122, 2010.
- GABRIELLI, M. F.; SAITO, R. Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 44, n. 4, p. 54-67, 2004.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- GONÇALVES, R. E. **Boas práticas de governança corporativa reduzem os riscos dos acionistas em crises econômicas?** 2009. 56 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE-FGV), Rio de Janeiro-RJ, 2009.
- GONZAGA, R. P.; COSTA, F. M. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 95-109, 2009.



- GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. Tradução Maria José Cyhlar Monteiro. 4. reimp. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HAIR, J. F. Jr.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 5 ed., Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HAIR, J. F.; BLACK, B.; BABYN, B.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise Multivariada de Dados**. São Paulo: Bookman, 2009.
- HARFORD, J. Reservas de caixa corporativas e aquisições. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 6, p. 1969-1997, 1999.
- HAUSMAN, J. A. Specification tests in econometrics. **Econometrica**, New York, v. 46, no. 6, p. 1251-1271, Nov. 1978.
- HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
- HSU, P. C. “**Going Private – A Response to an Increased Regulatory Burden?**” Working Paper Series, 2005.
- IBGC. **Conceito de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 17.jun.2017.
- IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Asymmetric information and dividends payout at the São Paulo stock exchange. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 1, n.1, p. 1001-1014, 2008.
- JACKOWICZ, K.; KOWALEWSKI, O. Why do companies go private in emerging markets? Evidence from Poland. **Journal for East European Management Studies**, p. 326-348, 2006.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American economic review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- JOHNSON, S.; BOONE, P.; BREACH, A.; FRIEDMAN, E. Corporate governance in the Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**. v.58, n.1, p. 141-186, 2000.
- KALCHEVA, I.; LINS, K. V. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. **Review of Financial Studies**, v. 20, n. 4, p. 1087-1112, 2007.
- KOLOZSVARI, A. C.; MACEDO, M. A. S. Análise da Influência da Presença da Suavização de Resultados sobre a Persistência dos Lucros no Mercado Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 72, p. 306-319, 2016.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and finance. **Journal of Political Economy**. v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças Corporativas no Brasil. **RAE Eletrônica**, São Paulo, v. 2, n. 2, p. 1-15, jul – dez 2003.
- LEÃO, A. S. B. **Determinantes da governança corporativa no Brasil**. 2010. 80 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia e Finanças, Ibmec, Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração e Economia, Rio de Janeiro, 2010.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of financial economics**, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.
- LEUZ, C., TRIANTIS, A.; WANG, T. Y. “**Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations**”, Working Paper Series, 2004.
- LEUZ, C.; TRIANTIS, A.; WANG, T. Y. Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2, p. 181-208, 2008.

- LIMA, R. E.; ARAÚJO, M. B. V.; AMARAL, H. F. Conflito de agência: um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 4, p. 148-157, 2008.
- LIU, S.; STOWE, J. D.; HUNG, K. Why US firms delist from the Tokyo stock exchange: An empirical analysis. **International Review of Economics & Finance**, v. 24, p. 62-70, 2012.
- LOPES, A. B.; WALKER, M. **Firm-Level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: An Experiment in Brazil**. Working Paper. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1095781>>. Acesso em 10 mar. 2017.
- LYRA, I. X. M.; MOREIRA, R. L. Alisamento de resultados nas empresas listadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 3, n. 2, 2011.
- MAESTRI, C. O. N. M.; TERUEL, R. L. H.; RIBEIRO, K. C. S. Governança Corporativa e o Impacto no Custo de Capital Próprio. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, p. 1-17, 2016.
- MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. Determinantes das práticas de Governança Corporativa: Um estudo nas empresas registradas na CVM. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 3, p. 374-395, 2015.
- MAROSI, A.; MASSOUD, N. Why do firms go dark? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 42, n. 02, p. 421-442, 2007.
- MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista de Contabilidade e Finanças/USP**, v. 19, p. 7-17, 2008.
- MARTINEZ, A. L.; CASTRO, M. A. R. The smoothing hypothesis, stock returns and risk in Brazil. **BAR-Brazilian Administration Review**, v. 8, n. 1, p. 1-20, 2011.
- MARTINEZ, I.; SERVE, S. The delisting decision: the case of buyout offer with squeeze-out (BOSO). **International Review of Law and Economics**, v. 31, n. 4, p. 228-239, 2011.

- MEHRAN, H.; PERISTIANI, S. Financial visibility and the decision to go private. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 2, p. 519-547, 2010.
- MICHELSEN, M.; KLEIN, C. “Privacy please!” The public to private decision in Germany. **Review of Managerial Science**, v. 5, n. 1, p. 49-85, 2011.
- MICHELSON, S. E.; JORDAN-WAGNER, J.; WOOTTON, C. W. The relationship between the smoothing of reported income and risk-adjusted returns. **Journal of Economics and Finance**, v. 24, n. 2, p. 141-159, 2000.
- MILITÃO, F. G. S. A. **Fechamento voluntário de capital e o investidor minoritário na opinião dos profissionais de mercado**. 2012. 120 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) – Fundação Pedro Leopoldo, Pedro Leopoldo, MG, 2012.
- MITTON, T. A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. **Journal of Financial Economics**. v. 64, n. 2, p. 215-241, 2002.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, Nashville: American Economic Association, v.48, n.3, Jun.1958.
- MONEZI, M. Como estimular a abertura de capital. **Revista Jus Navigandi**, Teresina, n. 397, ago 2004. Disponível em: <[www1.jus.com.br/doutrina/texto.asp?id=5549](http://www1.jus.com.br/doutrina/texto.asp?id=5549)>. Acesso em: 12 jan. 2017.
- MYERS, S. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, Nova York, v. 39, n. 3, p. 575-592, jul 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 13, n. 2, p. 187-221, jun 1984.

- NOBREGA, M.; LOYOLA, G.; GUEDES FILHO, E. M.; PASQUAL, D. **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo, 2000.
- PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why companies go public? An empirical analysis. **Journal of Finance**, Nova York, v. 53, n. 1, p. 27-64, fev 1998.
- PAGANO, M.; RÖELL, A. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 113, n. 1, p. 187-225, 1998.
- PEIXE, F. C. D. **Novo Mercado: Obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de Governança Corporativa**. 89 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- PEIXOTO, F. M. **Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise**. 2012. 216 f. Tese (Doutorado) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.
- PEIXOTO, F. M.; AMARAL, H. F.; CORREIA, L. F. Governança Corporativa e Risco: uma análise durante crises ocorridas na primeira década do século XXI. **Gestão & Regionalidade (Online)**, v. 30, n. 90, 2014a.
- PEIXOTO, F. M.; AMARAL, H. F.; CORREIA, L. F.; NEVES, J. C. C. Governança Corporativa e Crises: mecanismos importantes durante ciclos econômicos distintos. **Revista de Ciências da Administração**, v. 16, n. 39, p. 119, 2014b.
- PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C.; LUCA, M. M. M.; OLIVEIRA, O. V.; ARAGÃO, L. A.; SENA, A. M. C. Motivações para a adoção de práticas de governança corporativa segundo diretores de relações com investidores. **Base – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, São Leopoldo v. 9, n. 3, p. 1-15, jul – set 2012.
- POUR, E. K.; LASFER, M. Why do companies delist voluntarily from the stock market? **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 12, p. 4850-4860, 2013.

- RAFFAELLI, R. R. P. **A eficiência de mercado e a crise mundial de 2008**. 2010. 135f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo-SP, 2010.
- RENNEBOOG, L.; SIMONS, T.; WRIGHT, M. Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, n. 4, p. 591-628, 2007.
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3a. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SECURATO, J. R. **Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil**. In: XXX Encontro Nacional de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (ENANPAD), Salvador, 2006.
- SAITO, R.; PADILHA, M. T. C. Por que as empresas fecham o capital no Brasil? (Why do companies go private in Brazil?). **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 2, p. 200, 2015.
- SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P.; GOMES, J. M. M. **Fundamentos de auditoria contábil**. São Paulo: Atlas, 2006.
- SANTOS, I. T. **Gerenciamento de resultados em fechamento de capital**. Dissertação de Mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.
- SANTOS, M. A. **Internacionalização de empresas e o fechamento do capital: um estudo sobre a deslistagem no mercado brasileiro**. 2016. 98 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2016.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SILVA, A. M. Por que as empresas abrem seu capital? **Cadernos Discentes COOPEAD**, Rio de Janeiro, n. 3, p. 5-17, 2000.

- SILVEIRA, A. D. M.; DIAS JR, A. L. **Impacto da divulgação de disputas entre acionistas controladores e minoritários sobre o preço das ações no Brasil**. Anais Encontro Brasileiro de Finanças, Sociedade Brasileira de Finanças, 2007.
- SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Elsevier, 2015.
- SIQUEIRA, C. A. J. **Fechamento de capital: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010.
- SONG, K. R.; LEE, Y. Long-term effects of a financial crisis: Evidence from cash holdings of East Asian firms. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 47, n. 03, p. 617-641, 2012.
- SOUZA, J. A. S.; COSTA, W. B.; ALMEIDA, J. E. F.; BORTOLON, P. M. Determinantes e consequências do fechamento de capital nas práticas de gerenciamento de resultados. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 1, n. 1, p. 38-57, 2013.
- SROUR, G. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**. v. 59, n. 4, p. 635-674, 2005.
- TORRES, D. P. **Fatores determinantes do alisamento de lucros: um estudo empírico na Bovespa (2007)**. 111 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Salvador, Salvador-BA, 2009.
- TORRES, D.; BRUNI, A. L.; CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Estrutura de propriedade e controle, governança corporativa e o alisamento de resultados no Brasil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 7, n. 13, p. 11-34, 2010.
- TORTOLI, J. P.; MORAES, M. B. C. Fatores de Impacto sobre o Saldo de Caixa: Um Estudo em Empresas Brasileiras Não Financeiras de Capital Aberto. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 125, 2016.
- TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987.

- VILLAR, I. D. J. ***Disclosure: O impacto da divulgação de informações sobre as companhias abertas brasileiras***. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em direito societário – LLM). Área de concentração: Direito Societário. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo: Insper, 2016.
- WEIR, C.; LAING, D.; WRIGHT, M. Incentive effects, monitoring mechanisms and the market for corporate control: An analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 32, n. 5-6, p. 909-943, 2005.
- WITMER, J. L. **Why do firms cross-(de) list? An examination of the determinants and effects of cross-delisting**. 2005. SSRN Working paper available in: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=885503](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=885503).



**Apêndice A: Matriz de correlação das variáveis para teste das hipóteses H1a a H1e**

	CAIXA	CX_CR	DIV	DIV_CR	ADR	NGC	TAM	ALAV	VOL	CRESC	ROA	CRISE
<b>CAIXA</b>	1											
<b>CX_CR</b>	0.5196 ***	1										
<b>DIV</b>	0.0910 ***	0.1516 ***	1									
<b>DIV_CR</b>	0.0714 ***	0.3786 ***	0.6761 ***	1								
<b>ADR</b>	0.0351	0.0277	0.1393 ***	0.068 ***	1							
<b>NGC</b>	0.1170 ***	0.1161 ***	0.2277 ***	0.1413 ***	0.209 ***	1						
<b>TAM</b>	-0.1182 ***	-0.0622 ***	0.3363 ***	0.2025 ***	0.312 ***	0.3579 ***	1					
<b>ALAV</b>	-0.0463 ***	0.0004	0.0936 ***	0.0758 ***	0.0722 ***	0.1108 ***	0.3997 ***	1				
<b>VOL</b>	0.0663 ***	0.0749 ***	0.2301 ***	0.1491 ***	0.3083 ***	0.6105 ***	0.3642 ***	0.1007 ***	1			
<b>CRESC</b>	0.2773 ***	0.0753 ***	0.2260 ***	0.0816 ***	0.0545 ***	0.1876 ***	0.2387 ***	0.3943 ***	0.2987 ***	1		
<b>ROA</b>	0.0587 ***	-0.0050	0.3620 ***	0.2193 ***	0.0872 ***	0.2015 ***	0.4996 ***	0.2831 ***	0.1933 ***	0.3873 ***	1	
<b>CRISE</b>	0.0127	0.5925 ***	0.1436 ***	0.5002 ***	0.0131	0.092 ***	0.0199	0.0167	0.0608 ***	-0.0887 ***	-0.0432 ***	1

Notas: Níveis de significância: \* p<0,1; \*\* p<0,05; \*\*\* p<0,01. O teste VIF apresentou média 1,88 apontando ausência de multicolinearidade.

**Apêndice B: Matriz de correlação das variáveis para teste da hipótese H2a**

	EM	EM_CR	CAIXA	NGC	TAM	ALAV	VOL	CRESC	ROA	CONC	CRISE
<b>EM</b>	1										
<b>EM_CR</b>	0.5674 ***	1									
<b>CAIXA</b>	-0.0826 ***	-0.0301	1								
<b>NGC</b>	-0.0239	0.0445 ***	0.1237 ***	1							
<b>TAM</b>	-0.1284 ***	-0.0297	-0.0346	0.4488 ***	1						
<b>ALAV</b>	-0.0519 ***	-0.0276	-0.0421 ***	0.1108 ***	0.3871 ***	1					
<b>VOL</b>	-0.0624 ***	0.0163	0.0749 ***	0.6105 ***	0.4414 ***	0.1007 ***	1				
<b>CRESC</b>	-0.0887 ***	-0.0632 ***	0.2853 ***	0.1959 ***	0.2261 ***	0.3919 ***	0.2977 ***	1			
<b>ROA</b>	-0.0869 ***	-0.0213	0.0712 ***	0.2009 ***	0.4620 ***	0.2844 ***	0.1929 ***	0.4045 ***	1		
<b>CONC</b>	0.0036	-0.0449 ***	-0.0143	-0.4817 ***	-0.2241 ***	-0.0702 ***	-0.5573 ***	-0.1665 ***	-0.1218 ***	1	
<b>CRISE</b>	0.0086	0.4296 ***	0.0130	0.0920 ***	0.0400 ***	0.0167	0.0608 ***	-0.0916 ***	-0.0425 ***	-0.0602 ***	1

Notas: Níveis de significância: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ . O teste VIF apresentou média 1,60 apontando ausência de multicolinearidade.

**Apêndice C: Estudos diversos sobre deslistagem de empresas**

Autores	Período	Objetivo	Empresas e modelo econométrico	Variáveis	Resultados
Weir, Laing e Wright (2002)	1998 a 2000	Investigar os fatores determinantes da deslistagem das empresas do Reino Unido, focando nos aspectos de agência. Testar os efeitos do monitoramento e participação dos administradores no capital na decisão de deslistagem.	QE: A amostra final consiste em 95 transações de empresas de capital aberto que fecharam o capital no Reino Unido. ME: regressão logística	VD: deslistagem; VE: porcentagem de administradores não executivos no conselho de administração; porcentagem de conselheiros independentes no conselho; variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se os cargos de CEO e presidente do conselho são ocupados pela mesma pessoa e 0 caso contrário; porcentagem de ações ordinárias detidas pelo CEO; porcentagem de ações ordinárias detidas pelos administradores executivos além do CEO; participação de investidores institucionais; fluxo de caixa livre; variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se a empresa tivesse sido objeto de especulação e 0 caso contrário; capitalização de mercado deflacionada pelo total de ativos.	Constataram que as empresas nas quais o CEO possui elevado posicionamento acionário, maior participação dos investidores institucionais e onde o CEO e o presidente do Conselho são a mesma pessoa, apresentam maior probabilidade de fechar o capital. Também, evidenciaram que a falta de perspectivas de crescimento influencia na decisão de fechamento de capital e que o excesso de fluxo de caixa não interfere na possibilidade de deslistagem.

Leuz, Tirantis e Wang (2004)	1998 a 2004	Analisar os determinantes das empresas americanas que encerraram o registro na SEC sem fechamento de capital, o que os autores chamam de “ <i>go dark</i> ”, e as consequências econômicas dessa decisão.	QE: 436 empresas de capital fechado norte-americanas que cancelaram seus registros junto a SEC. ME: <i>probit</i>	VD: desregistro; VE: valor contábil total dos ativos da empresa; retorno das ações ordinárias no último ano fiscal; relação entre a dívida de longo prazo e os ativos; taxa média de crescimento do total de ativos nos últimos dois anos fiscais; variação no logaritmo de ações negociadas no último exercício; falência e pontuação de desconforto baseado em Ohlson (1980); variação da parcela corrente da dívida de longo prazo sobre os ativos; crescimento financiado internamente; grandes provisões; despesas de pesquisa e desenvolvimento por ativos totais; variável <i>dummy</i> que assume 1 se a empresa tem propriedade institucional e 0 caso contrário; quantidade de conselheiros independentes; variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se há exigência de relatórios periódicos aos acionistas e 0 caso contrário; variável <i>dummy</i> que assume 1 se há exigência de relatório financeiro a pedido dos acionistas ou 0 caso contrário; variável <i>dummy</i> que assume 1 caso não há exigência de qualquer divulgação financeira aos acionistas e 0 caso contrário; variável <i>dummy</i> que assume 1 se o Estado tem forte ou médio poder de regulação do mercado e 0 caso contrário.	De acordo com os resultados do estudo, as empresas que optaram pelo cancelamento do registro são significativamente menores, com baixo retorno das ações, mais alavancadas e com menos oportunidades de crescimento. Além disso, os autores verificaram que quanto maior o acréscimo de capital de giro e a geração de fluxo de caixa livre, maior a probabilidade da empresa se deslistar. Também constataram que o menor <i>disclosure</i> é associado à proteção de benefícios privados de controle. Isso ocorre quando as oportunidades de crescimento são pequenas e a estrutura de governança corporativa é fraca.
------------------------------	-------------	---	---	---	--

Eid Júnior e Horng (2005)	2000 a 2005	Explorar de forma preliminar as motivações que levaram companhias no Brasil a fecharem o capital.	QE: 188 companhias que se deslistaram da Bovespa. ME: Modelo logístico.	VD: deslistagem; VE: Crescimento*: os múltiplos preço de mercado/valor patrimonial, preço de mercado/ativo e crescimento do ativo no último ano; Liquidez patrimonial**: porcentagem das ações que não eram de titularidade dos acionistas controladores; Liquidez das ações***: volume financeiro de negociação no ano anterior dividido pela capitalização do último dia do exercício anterior ( <i>turnover</i> ) e número de negócios no ano anterior; Alavancagem: o índice passivo total/ativo total; Lucratividade: margem líquida e uma variável <i>dummy</i> com valor 1 quando a empresa apresentou prejuízo consecutivo nos últimos 3 anos, e valor 0, caso lucro; Monitoramento: variável <i>dummy</i> com valor 1 para investidores com mais de 5% de participação no capital total (sem serem os controladores), e valor 0, em caso contrário; Transparência e <i>disclosure</i> : variável <i>dummy</i> com valor 1 para empresas com listagem em um dos segmentos especiais de Governança Corporativa da Bovespa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) ou tinham concedido <i>tag-along</i> ou com registro de ADRs; Custos de listagem: custos de manutenção da condição de companhia aberta dividido pelo faturamento da	Há evidências de que companhias com maior probabilidade de fechar o capital apresentam baixo crescimento, ações ilíquidas e baixo percentual de ações em circulação ( <i>free-float</i> ). Esses resultados são consistentes com a noção de que a deslistagem ocorre quando a companhia não tem perspectivas de se beneficiar das vantagens em ser empresa de capital aberto, isto é, não necessita do mercado como fonte de financiamento, uma vez que não há crescimento; seus acionistas originais não atingiram a liquidez patrimonial, já que o <i>free-float</i> é baixo; e devido à iliquidez das suas ações, possivelmente os custos da seleção adversa devem ser elevados.
---------------------------	-------------	---	---	--	---

				companhia; Tamanho da empresa: faturamento, capitalização e ativo. (*); (**); (***) Variáveis principais identificadas como determinantes da deslistagem voluntária e que expressam o lado dos benefícios não alcançados na listagem.	
Engel, Hayes e Wang (2007)	1998 a 2005	Investigar as decisões de fechamento de capital em resposta à aprovação da Lei Sarbanes-Oxley de 2002 (SOX) nos Estados Unidos.	QE: 470 transações de empresas listadas que fecharam o capital. ME: Regressão com modelo <i>logit</i> .	VD: deslistagem; VE: porcentagem de propriedade do gestor antes de se tornar de capital fechado; crescimento de vendas no ano anterior; total do passivo/ativo; lucro operacional antes da depreciação menos imposto de renda mais impostos diferidos menos dividendos para ações preferenciais por ativos; ROA; tamanho; volume de negócios médio mensal; BM (ativo por ativo menos capital próprio mais valor de mercado).	Constatou que a frequência trimestral de transações que fecharam o capital aumentou após a implantação da SOX e que os benefícios da SOX (retornos positivos) são positivamente relacionados ao porte da empresa e à liquidez das suas ações, o que sugere que o aumento de fechamento de capital deve-se mais às empresas de menor porte e menor liquidez. A evidência empírica é consistente com a noção de que a SOX tem afetado as decisões das empresas de fecharem o capital.
Renneboog, Simons e Wright (2007)	1997 a 2003	Examinar a magnitude e as fontes dos ganhos esperados do acionista em transações de empresas de capital aberto para capital fechado do Reino	QE: 177 transações de capital aberto para capital fechado. ME: Regressões transversais.	VD: prêmio dos acionistas nas transações de capital aberto para capital fechado. VE: tamanho da firma; performance; alavancagem; fluxo de caixa e retenção.	Testaram as fontes da criação de valor para os investidores com a deslistagem e distinguiram entre: benefícios tributários, realinhamento de incentivos, razões de controle, redução de fluxo de caixa livre, redução de custos de transações, defesas de aquisição, subvalorização e transferências de

		Unido.			riqueza. As principais fontes dos ganhos de riqueza dos acionistas são subavaliação da empresa-alvo pré-transação, aumento dos escudos fiscais de juros e realinhamento de incentivos.
Bharath e Dittmar (2010)	1980 a 2004	Investigar como as empresas nos Estados Unidos analisam os custos e os benefícios da decisão de optar pela deslistagem ou manter o capital aberto.	QE: amostra abrange as transações de empresas de capital aberto para capital fechado de 1980 a 2004 nos Estados Unidos. ME: modelos de regressão logística.	VD: deslistagem; VE: vendas; ativos; valor de mercado; cobertura de analistas; participações institucionais; pesquisa e desenvolvimento por vendas; despesa de capital por vendas; dividendos; liquidez; volume de negócios; contagem de fusões; Market-to-Book; fluxo de caixa livre/ativos; alavancagem; caixa por ativos; ativo/ativos líquidos.	Constataram que o fluxo de caixa livre pode destruir valor da firma devido as disponibilidades de caixa serem acessíveis e utilizadas em projetos não rentáveis o que pode ocasionar na deslistagem das empresas. Já as empresas financeiramente restritas tem grandes chances de se manterem listadas para aproveitar dos benefícios da listagem. Também evidenciaram que fatores macroeconômicos podem contribuir para o fechamento de capital. Além disso, as empresas que têm maior probabilidade de fecharem o capital têm menos cobertura de analistas, menos participações institucionais, maior concentração da propriedade e mais propriedade de fundos de investimento no momento do IPO em comparação com firmas que permaneceram listadas. As empresas deslistadas são mais ilíquidas e têm menos volume de negócios, o que reforça a

					importância das questões de liquidez.
Mehran e Peristiani (2010)	1990 a 2007	Investigar os determinantes da decisão de deslistagem por empresas que tinham visibilidade financeira nos Estados Unidos.	QE: A amostra inclui todas as empresas que se listaram após 1988 com as informações de Compustat e CRSP disponíveis e também as empresas que se deslistaram por fusões, liquidações; ME: Regressão com dados em painel.	VD: deslistagem; VE: fluxo de caixa livre; valor contábil da dívida de longo prazo dividido pela capitalização de mercado; fluxo de caixa utilizado para adições ao imobilizado da empresa sobre as vendas líquidas; market-to-book; imposto de renda/vendas líquidas; despesas de pesquisa e desenvolvimento sobre vendas líquidas; total de vendas.	O estudo revela que as empresas com crescimento decrescente, diminuição da posse institucional e baixo estoque de ações foram mais propensas a deslistagem e optaram por esta decisão mais cedo. Argumentaram que uma razão primária da decisão das empresas de IPO de abandonar sua listagem pública foi a incapacidade de atrair o interesse dos investidores. Também encontraram forte apoio à hipótese de fluxo de caixa livre de Jensen, que argumenta que essas reestruturações corporativas são uma ferramenta útil nos mercados de capitais para mitigar os problemas de agência entre <i>insiders</i> e acionistas externos. Constataram que empresas com maiores fluxos de caixa não distribuídos são mais propensas à deslistagem.
Santos (2010)	1999 a 2009	Investigar a dinâmica da manipulação de resultados de empresas brasileiras que fecharam o capital.	QE: 132 empresas que fecharam o capital durante o período investigado. ME: regressões em painel de efeito fixo, efeito	VD: acumulações discricionárias; VE: tipo de fechamento de capital; ativo; endividamento; ROA; número de acionistas majoritários; percentual de ações detidas pelos três maiores acionistas da empresa; tamanho; alavancagem.	Constatou que as empresas manipularam seus ganhos aproximadamente dois anos antes de seu fechamento. Além disso, foram encontradas evidências de diferença de direção de manipulação para os tipos de fechamento: empresas cujos



			aleatório e <i>pooled</i> OLS.		fechamentos ocorreram através de OPA, assim como as que sofreram aquisição por suas controladoras, tenderiam a manipular seus ganhos para baixo, enquanto que as demais aquisições se caracterizariam por terem seus resultados adulterados para cima. Também encontrou indícios de que a Lei nº 10.303/01 tenha alterado o comportamento de manipulação contábil das empresas e de que houve um aumento de manipulação após a sua vigência.
Martinez e Serve (2011)	1997 a 2006	Analisar se a redução dos benefícios de listagem (ou seja, baixa liquidez, fraca cobertura de auditores) interferem na decisão da empresa de fechar o capital na França.	QE: 140 empresas francesas, das quais 70 foram voluntariamente deslistadas e 70 empresas controladas pela indústria. ME: Análise univariada e regressões <i>logit</i> .	VD: deslistagem voluntária; VE: volume de negócios; cobertura de analistas; despesas de capital; taxa de crescimento das vendas; alavancagem; beta; tamanho da firma; Implementação da Lei de Segurança Financeira (FSL) em 2003; market-to-book; performance operacional; ROA e ROE.	A análise univariada e as regressões <i>logit</i> suportaram a análise de custo-benefício: quando os benefícios de listagem diminuem devido à fraca liquidez e / ou à fraca cobertura dos analistas a melhor opção é o fechamento de capital. Além disso, as características inerentes às empresas (desempenho, alavancagem e risco, conforme medido pelo fator beta) são fatores importantes para a saída do mercado acionário. Finalmente, mostraram que os fatores inerentes à exclusão da empresa do mercado acionário diferem de acordo com a identidade do acionista controlador. Especificamente, o nível de risco parece ser o determinante mais

					forte para as empresas familiares, enquanto as empresas não-familiares também consideram sua própria estrutura financeira. Empresas maduras com fraco desempenho, baixo risco e que não são financeiramente restritas pela dívida optaram pela deslistagem.
Chaplinsky e Ramchand (2012)	1962 a 2006	Analisar os fatores que motivam a saída de empresas estrangeiras das principais bolsas dos Estados Unidos.	QE: 1.344 empresas participantes das bolsas NYSE, AMEX ou NASDAQ, sendo 724 empresas que se deslistaram e 620 empresas que continuaram listadas nos Estados Unidos. ME: modelo <i>logit</i> .	VD: Deslistagem; VE: tamanho; rentabilidade; necessidade de captação de recursos; governança corporativa; custos de divulgação e certificação dos EUA; valor das empresas.	De forma geral, empresas que são maiores, mais rentáveis e com maior necessidade de captar recursos, têm menor probabilidade de serem deslistadas. No caso de empresas listadas antes da Sarbanes-Oxley (SOX), a governança corporativa não teve efeito significativo sobre a deslistagem do mercado de ações norte americano. Porém, para as empresas listadas depois da SOX (em que as práticas de governança ficaram mais rígidas), a governança corporativa se tornou um dos principais fatores da deslistagem, em que empresas de países com forte governança corporativa se deslistaram das bolsas dos EUA. Um dos motivos dessa relação foi o aumento inesperado dos custos de divulgação e de obtenção de certificação dos EUA após a SOX, além dessas empresas passarem por

					redução de seu valor e perceberem baixos benefícios da listagem ao se depararem com baixo volume de negociação e pouco uso de captação de recursos.
Liu, Stowe e Hung (2012)	1982 a 2005	Investigar as possíveis razões para a deslistagem voluntária de empresas norte-americanas da Bolsa de Valores de Tóquio.	QE: 60 deslistagens voluntárias em bolsa estrangeira de empresas norte-americanas. ME: Regressão <i>logit</i> multivariada.	VD: deslistagem; VE: ROA; ROE; relação preço/lucro; <i>market to book</i> ; valor de mercado; porcentagem de vendas no exterior.	Encontraram que a pequena base de acionistas, medida pelo baixo volume de negócios para as ações norte-americanas no Japão, explica as deslistagens voluntárias estrangeiras. Investigações posteriores descartaram o desempenho financeiro e operacional das empresas da amostra, incluindo a porcentagem das vendas de exportação, como uma provável razão para o baixo volume de negócios e, portanto, para as deslistagens voluntárias no exterior.
Pour e Lasfer (2013)	1995 a 2009	Analisar os motivos e a avaliação de mercado de várias formas de exclusão do mercado de ações britânico.	QE: amostra final incluiu 380 empresas deslistadas divididas em 155 que se tornaram de capital fechado, 29 que se transferiram para um mercado principal, 81 <i>takeovers</i> , e 115 deslistadas devido	VD: Deslistagem; VE: alavancagem; market-to-book; despesas de capital/total de vendas; ROA; fluxo de caixa livre; propriedade dos gestores; tamanho; intangibilidade dos ativos; logaritmo natural das ações diárias negociadas nos últimos 12 meses; volume de negócios; volatilidade de estoque; oferta de preço.	Mostraram que as empresas que se deslistaram voluntariamente são mais prováveis de terem entrado no mercado para reequilibrar sua alavancagem do que para financiar suas oportunidades de crescimento. Durante a vida pública, sua alavancagem e propriedade do controlador permaneceram muito elevadas, não aumentaram capital social, e a rentabilidade, oportunidades de crescimento e

			<p>aos regulamentos de mercado. ME: Regressão <i>logit</i>.</p>		<p>volume de negociação diminuiram substancialmente. Estas empresas geraram retornos negativos para o pré-evento e anúncio. Esses resultados mantêm-se mesmo depois de controlados os problemas de agência, as informações assimétricas e os efeitos de liquidez, sugerem que as empresas se desvinculam voluntariamente quando não conseguem se beneficiar da listagem. Em geral, essas empresas destruíram o valor para os acionistas e não deveriam ter chegado ao mercado. Portanto, as empresas com fluxo de caixa livre significativo, bem como oportunidades de baixo crescimento são mais propensas a deslistagem.</p>
<p>Bortolon e Silva Júnior (2015a)</p>	<p>2008 a 2012</p>	<p>Analisar o relacionamento entre governança corporativa e o processo de deslistagem de companhias de capital aberto listadas na BM&amp;FBOVESPA no Brasil.</p>	<p>QE: 86 operações de deslistagens voluntárias e uma amostra de correspondência com 81 companhias que se mantiveram listadas. ME: Modelo <i>logit</i>.</p>	<p>VD: deslistagem de empresas da BM&amp;FBOVESPA; VE: estrutura de propriedade (participação no capital votante do maior acionista); liquidez (relação do número de dias de negociação, do número total de transações e do volume financeiro negociado na bolsa de valores); disponibilidade de caixa (relação entre o EBITDA e a receita); pagamentos de dividendos (razão entre o dividendo pago e o valor da ação); crescimento (relação entre o valor de mercado e o</p>	<p>Os autores constataram que as empresas que se deslistaram da BM&amp;FBOVESPA tiveram uma pontuação mais baixa no IGC do que as empresas do grupo “comparáveis”. Porém, as dimensões do IGC (conselho de administração, <i>disclosure</i> e ética e conflitos de interesse) não mostraram diferenças estatísticas significativas entre os dois grupos. Em suma, em um modelo com variáveis relacionadas à estrutura</p>

				valor contábil dos capitais); tamanho (logaritmo da receita); alavancagem (razão entre o passivo total e o patrimônio líquido) e índice de governança corporativa em quatro dimensões (estrutura de propriedade, ética e conflitos de interesse, <i>disclosure</i> e conselho de administração).	de propriedade e variáveis financeiras, os autores detectaram que a governança corporativa parece não ter impacto significativo sobre as chances de deslistagem de empresas da BM&FBOVESPA. Por sua vez, a liquidez, a disponibilidade de caixa e o tamanho não apresentaram efeitos estatisticamente significativos na pesquisa.
Bortolon e Silva Júnior (2015b)	2001 e 2012	Identificar os fatores determinantes para o fechamento do capital de companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA.	QE: 227 cancelamentos de registro. ME: Modelo <i>logit</i> .	VD: fechamento de capital; VE: estrutura de propriedade (concentração de votos e <i>free-float</i> ); liquidez; disponibilidade de caixa; pagamento de dividendos; crescimento; tamanho e endividamento.	Os autores identificaram que o fechamento do capital de companhias listadas na BM&FBOVESPA é determinado por: (a) maior concentração da propriedade e do controle; (b) menor <i>free-float</i> ; (c) menor liquidez das ações; (d) maior disponibilidade de caixa; e (e) maior tamanho. Quanto ao fator mais determinante para o fechamento de capital das empresas: quando o acionista controlador é uma companhia de capital aberto o fator mais importante é a disponibilidade de caixa, e, quando acionista controlador é uma companhia de capital fechado o fator mais importante é a liquidez.

Saito e Padilha (2015)	1999 a 2013	Investigar os possíveis determinantes no fechamento de capital de empresas da BM&FBOVESPA no Brasil.	QE: 119 empresas que deslistaram voluntariamente da BM&FBOVESPA. ME: Modelo <i>logit</i> .	VD: deslistagem; VE: participação acionária dos controladores; fluxo de caixa livre; retorno sobre ativos (ROA); dividendos pagos; alavancagem financeira; custos para se manterem listadas; <i>market-to-book</i> ; volume financeiro negociado da ação em relação ao seu valor de mercado em circulação ( <i>free float</i> ); tamanho da empresa.	Encontraram que no ano do fechamento, fatores como a alta concentração de participação acionária dos controladores, baixa rentabilidade (ROA), menor nível de pagamento de dividendos associados ao maior fluxo de caixa livre possuem forte influência na deslistagem das ações. Quanto ao uso de mercado de capitais para acesso a <i>follow on</i> , bem como acesso a dívida, encontraram que as empresas que se deslistam possuem menor necessidade de acesso ao mercado de dívida, controlando para empresas com mesmo perfil. Não encontraram evidência de que o custo de se manter listada nem que a liquidez sejam determinantes.
Santos (2016)	2006 a 2014	Analisar a relação entre o grau de internacionalização das empresas brasileiras e a probabilidade de deslistagem.	QE: foram observadas 190 deslistagens e, desse montante, foram excluídas as onze empresas pertencentes aos setores financeiro e de seguros e, portanto, a amostra final contemplou 179 empresas deslistadas.	VD: deslistagem; VE: DOI; ativos no exterior; empregados no exterior; exportações; dívidas em moeda estrangeira; importação; alavancagem; <i>Market-to-Book</i> ; despesas de capital; levantamento de capital; ROA; fluxo de caixa livre; concentração de propriedade; tamanho; intangibilidade dos ativos; ações diárias negociadas; volume de negócio das ações ( <i>Stock Turnover</i> ); volatilidade das ações; retorno anual médio acumulado do último ano da deslistagem; beta;	Encontrou significância negativa entre o grau de internacionalização e a deslistagem. Os benefícios que a internacionalização gera à firma contribuem para o fechamento de capital, possivelmente, pelo interesse dos controladores em reter de forma mais direta tais benefícios. Em relação à análise em períodos de crise, as consequências da crise do <i>subprime</i> norte-americano no mercado em geral foram mais relevantes do que a

				período (ano) da deslistagem.	ocorrência dela em si, ao contrário do ano de 2014, que apresentou significância estatística, ressaltando os efeitos da crise interna brasileira.
Notas - QE: quantidade de empresas; ME: modelo econométrico; VD: variável dependente; VE: variáveis explicativas.					
Fonte: Elaborado pela autora (2017)					