



ARTIGOS

DETERMINANTES DA DESLISTAGEM NO BRASIL: A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE INFLUENCIA O FECHAMENTO DE CAPITAL DAS FIRMAS?

Edson Carlos Cordeiro Júnior¹, Fernanda Maciel Peixoto², Luciana Carvalho²

- 1- Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Triângulo Mineiro
2- Universidade Federal de Uberlândia

RESUMO

Este trabalho investigou a relação entre deslistagem voluntária e estrutura de propriedade/controlado, em especial se as estruturas piramidais de controle impactam na probabilidade de deslistagem no Brasil. A amostra do estudo envolveu todas as empresas listadas na B3 no período de 2012 a 2017, período em que foram registradas 153 deslistagens voluntárias no país. O método selecionado foi a regressão logística, dado que a variável dependente – deslistagem voluntária – é binária. Como principais resultados, constatou-se uma relação negativa entre deslistagem e tamanho da firma e entre deslistagem e liquidez da ação. Por sua vez, detectou-se relação positiva entre fechamento de capital e disponibilidade de caixa. Entretanto, não se observaram efeitos significativos entre deslistagem e estrutura de propriedade e controle para as firmas brasileiras.

Palavras-Chave: Deslistagem Voluntária, Estrutura de Propriedade e Controle, Estrutura Piramidal.

ABSTRACT

This article aims to investigate the relationship between voluntary delisting and ownership / control structure, especially if pyramidal structures influence the probability of delisting in Brazil. A sample of the study involves all companies listed on B3, from 2012 to 2017, a period in which 153 voluntary descriptions were recorded in the country. The selected method was a logistic regression, since the dependent variable - voluntary delisting - is binary. As main results, we note a negative relationship between the delisting and the size of the company and the delisting and share's liquidity. In turn, we detect a positive relationship between going private and cash availability. However, there are no significant effects between the delisting and ownership and control structure for Brazilian companies.

Keywords: Voluntary delisting, Ownership and Control Structure, Pyramidal structure.

INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, tem ocorrido um notório descadastramento voluntário de empresas listadas na bolsa de valores brasileira, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Alguns trabalhos têm relacionado esse movimento a questões como estrutura de propriedade, nível de governança, desempenho da empresa e crise econômica, entre outros (ALMEIDA, WOLFEZON, 2006; BORTOLON, LEAL, 2010; ALDRIGHI, POSTALI, 2011; BORTOLON, 2013; BORTOLON, SILVA JÚNIOR, 2015a). No entanto, ainda não existe um consenso sobre os fatores que motivaram as deslistagens dessas empresas.

O cancelamento da listagem na bolsa ocorre de duas maneiras: de ofício ou voluntariamente, sendo este último o método mais comum. No caso brasileiro, segundo a CVM (2018), as deslistagens voluntárias representaram mais de 60% dos casos nos últimos 5 anos.

No cenário internacional, diversos autores têm relacionado às deslistagens voluntárias a fatores como tamanho, desempenho, alavancagem e governança corporativa (MAUPIN, BIDWELL, ORTEGREN, 1984; BHARATH, DITTMAR, 2010; CHAPLINSKY, RAMCHAND, 2012; POUR, LASFER, 2013) Eles indicaram que melhores práticas de governança diminuem a propensão de

deslistagem em empresas europeias e norte americanas. Chaplinsky e Ramchand (2012) constataram que as empresas menores e menos rentáveis estão mais propensas a realizar a deslistagem. Em estudo sobre o mercado inglês, Pour e Lasfer (2013) discorrem que a motivação para a deslistagem está intimamente ligada ao motivo pelo qual as empresas entram no mercado de ações. Estes autores comprovam que as empresas que se deslistaram voluntariamente são mais prováveis de terem entrado no mercado de ações para reequilibrar sua alavancagem do que para financiar oportunidades de crescimento.

No Brasil, a recente história do mercado acionário é marcada por um elevado número de descadastramentos, em especial nos últimos 5 anos. De acordo com a CVM (2018), somam 119 empresas deslistadas voluntariamente nos últimos 5 anos, entre 2012 e 2017, fato que precisa ser melhor compreendido. Para Nóbrega, Loyola, Guedes Filho e Pasqual (2000), o fechamento de capital diminui a oferta de papéis, o número de negócios e a liquidez do mercado. Bortolon e Silva Júnior (2015 a) ressaltam que o encolhimento do mercado primário e, por consequência, do secundário pode estimular fundos de investimento estrangeiros, por exemplo, a deixar o mercado brasileiro, ficando este menos

atraente para novas companhias, e isso é ruim para o desenvolvimento do mercado acionário nacional e, por consequência, do país.

Assim, estudos recentes têm relacionado a deslistagem voluntária de empresas brasileiras com práticas de governança corporativa. Charitou, Louca e Vafeas (2007) confirmam a importância das práticas de governança no fechamento de capital e ressaltam que o mecanismo mais influente para a decisão de deslistagem é o conselho de administração, pois o mesmo se encontra no centro da decisão e, por esta razão, seria o principal aspecto a ser analisado sobre a capacidade de a empresa sobreviver na Bolsa de Valores. Bortolon e Silva Júnior (2015 b) identificam que boas práticas de Governança Corporativa podem diminuir a probabilidade de deslistagem.

Neste contexto, este artigo buscou investigar a relação entre deslistagem voluntária e estrutura de propriedade/controle, em especial se as estruturas piramidais de controle impactam na probabilidade de deslistagem no Brasil. A amostra do estudo envolveu todas as empresas listadas na B3 no período de 2012 a 2017, período em que foram registradas 153 deslistagens voluntárias no país.

Destaca-se que existe uma dificuldade de se classificar as empresas em grupos piramidais ou não. Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014) adotam o critério de que empresas com estrutura piramidal são aquelas em que o maior acionista é outra companhia de capital privado, critério que também foi adotado no presente estudo.

A relevância do estudo relaciona-se com o fato de que no Brasil ainda existe uma lacuna empírica no que se refere a estudos sobre deslistagem, em especial em períodos de crise. Deste modo, este artigo contribui com a literatura à medida que acrescenta um fator novo na tentativa de compreender a deslistagem – a estrutura de propriedade piramidal, um aspecto que se encontra dentro do mecanismo “estrutura de propriedade e controle”. Ademais, analisa um período de crise econômica no qual houve um aumento substancial no número de deslistagens voluntárias.

Para responder a este questionamento, foi realizada uma exposição das deslistagens no mercado acionário brasileiro entre 2012 e 2017, identificando a estrutura de propriedade controle, endividamento e crescimento das empresas listadas e deslistadas.

REVISÃO DA LITERATURA

DESLISTAGEM

Inicialmente, é interessante compreender porque as firmas abrem seu capital na bolsa, para em seguida, entender o possível motivo da saída. De acordo com Aslan e Kumar (2011), a principal motivação para a listagem no mercado de ações é a necessidade que a empresa apresenta de aumentar seu capital próprio. Nesse sentido, é possível que a deslistagem ocorra quando a empresa não consegue o aumento pretendido. Para Pour e Lasfer (2013) as empresas que tendem a sair voluntariamente da bolsa de valores são aquelas que exigem uma alavancagem significativamente maior na data da abertura (IPO – *Initial Public Offering*).

Este artigo busca investigar os motivos que levam as empresas a se deslistarem da bolsa de valores brasileira. A terminologia “*deslisting*” ou “deslistagem” que, em princípio, trata-se do fechamento do capital em bolsa de valores é definida pela CVM como descadastramento ou cancelamento de registro, que pode ser voluntário ou involuntário.

A bolsa de valores brasileira, B3, com fundamento na Instrução Normativa 480/09 da CVM, determina que no Brasil a deslistagem ocorre de duas formas: (a) de

ofício, quando o emissor do título de valores mobiliários descumpre, por período superior a 12 (doze) meses, suas obrigações periódicas; (b) cancelamento voluntário, a critério do conselho de administração, que ocorrerá somente quando a empresa não tiver valores mobiliários em circulação. Este trabalho estudou o cancelamento voluntário, denominado deslistagem voluntária, pois ele depende de uma decisão dos gestores e acionistas da firma. Segundo Eid Júnior e Horng (2005), o estudo sobre esse tipo de cancelamento se justifica pela análise das características relativas as empresas. Neste tópico verificou-se a relação custo-benefício como gênero das principais espécies determinantes para a decisão de permanecer ou não listada no mercado de ações. A decisão de deslistagem voluntária é estritamente gerencial, por essa razão, é o objeto de estudo deste artigo.

Sabe-se que o evento da deslistagem é comum em todo o mundo. Nos Estados Unidos, por exemplo, os estudos de Miller e Frankenthaler (2003) relatam que a instabilidade econômica no mercado de ações e as rigorosas exigências impostas pela Lei Sarbanes-Oxley (SOX), de 2002, forçaram as companhias abertas a avaliar a relação entre o custo e o benefício de permanecer negociando suas ações no mercado. Leuz, Triantis e Wang (2008) encontraram indícios

de que as empresas cancelam a oferta pública em resposta ao fraco desempenho, baixas oportunidades de crescimento e aumento dos custos de transação após a adoção da lei SOX que aumentou os custos de Governança Corporativa. Para Chaplinsky e Ramchand (2012), as empresas maiores, mais rentáveis e com maior necessidade de captar recursos, têm menor probabilidade de serem deslistadas.

Na Inglaterra, Pour e Lasfer (2013) relatam que as empresas que se deslistaram voluntariamente são mais prováveis de terem entrado no mercado para reequilibrar sua alavancagem. Segundo eles a exclusão voluntária é mais provável de ocorrer quatro anos após a abertura de capital. Para Pour e Lasfer (2013), as empresas com fluxo de caixa livre significativo, bem como as que possuem possibilidade de baixo crescimento são mais propensas a deslistagem, pois não conseguem se beneficiar facilmente da listagem. Martinez e Serve (2011), que estudaram o mercado francês, explicam que a liquidez e a visibilidade financeira dos títulos das empresas deslistadas estavam nitidamente abaixo dos valores de referência. Assim, o fraco desempenho combinado a uma redução nos benefícios de listagem pode explicar como o status de empresa aberta pode se tornar oneroso demais, aumentando os custos e diminuindo

benefícios da listagem. Na Alemanha, Michelsen e Klein (2011) explicam que ao considerar o ciclo de vida das empresas, a variável tamanho da companhia tem um importante papel na decisão pelo fechamento do capital. Segundo os autores, as pequenas e as médias empresas são mais propensas a experimentar a subvalorização de seus ativos quando comparadas às grandes corporações, estando mais propensas ao fechamento do capital. De forma complementar, Leuz, Triantis e Wang (2008) e Martinez e Serve (2011) afirmam que a elevação no desempenho da firma tende a reduzir a probabilidade de deslistagem.

No Brasil, Bortolon e Silva Júnior (2015 b) argumentam que quanto mais avançadas são as práticas de governança corporativa menor a probabilidade de as companhias brasileiras fecharem o capital. Para Eid Júnior e Horng (2005), a decisão de listagem é o resultado da avaliação entre os custos e benefícios da abertura de capital, e apontam que a decisão é mais influenciada pelas variáveis que representam os benefícios e, ainda acrescentam que quanto maior o free-float - volume de negócios com a ação - menor a probabilidade de deslistagem voluntária. Em outro estudo, Bortolon e Silva Júnior (2015 a) mostram que o fechamento do capital de companhias listadas no mercado brasileiro é

determinado por fatores como maior concentração da propriedade e do controle, disponibilidade de caixa e tamanho, menor free-float e liquidez das ações, contrariando os resultados de Eid Júnior e Horng (2005).

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE E ESTRUTURA PIRAMIDAL

Neste item, abordar-se-á o mecanismo de governança corporativa – Estrutura de Propriedade e de Controle, e em especial, a Estrutura Piramidal de Controle, buscando relacioná-los com a deslistagem da bolsa. Conforme Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014) e Khanna e Yafeh (2007), uma empresa com estrutura piramidal será definida neste estudo como sendo aquela que é controlada por outra empresa.

Caixe e Krauter (2013) explicam que a concentração de controle e de propriedade tende a apresentar impacto positivo no desempenho corporativo, devido ao maior alinhamento de interesses entre gestor e acionista, por meio de uma provável redução nos custos de agência. No entanto, Bortolon e Silva Júnior (2015 a) identificam que o fechamento do capital de companhias listadas em bolsa tem como motivo central a concentração de propriedade e de controle, sendo que os demais fatores se apresentam como complementares. Em resumo, os autores acreditam que a decisão pelo

fechamento do capital tem sua origem na manutenção do controle da companhia pelo acionista majoritário (maior percentual de ações com e sem direito a voto) e, a partir desse fator, os demais são implementados gradativamente até o desfecho final o fechamento do capital. Infere-se que quando o acionista controlador detém grande parte das ações com direito a voto, ele pode ter um maior desejo por fechar o capital da empresa para retomar o controle total da gestão e não precisar atender às exigências de transparência e prestação de contas presentes no mercado acionário.

Por outro lado, os mesmos autores, Caixe e Krauter (2013) citam que a alta concentração de controle nas mãos do acionista majoritário, após certo nível, pode ser responsável pelo aumento dos custos de agência e por uma consequente diminuição do valor da empresa. Consequentemente, conforme Martinez e Serve (2011) e Michelsen e Klein (2011), com a elevação dos custos de agência e a redução do valor da firma, pode ocorrer um aumento da probabilidade de deslistagem em bolsa.

No que tange à estrutura piramidal, Bortolon (2013) constatou que 77% das empresas listadas em bolsa tinham este tipo de estrutura no período de 2004 a 2006. Constataram também que as empresas

providas de estrutura piramidal oferecem maior pagamento de dividendos e de impostos ao governo, o que justificaria o uso da variável Dividend yield nos modelos de deslistagem. Por sua vez, conforme apontam os estudos de Bharath e Dittmar (2010); Bortolon e Silva Júnior (2015b), Almeida e Wolfenzon (2006), a presença de estrutura piramidal de controle é um fato que favorece a obtenção de financiamento pelas firmas, o que corrobora os estudos de Martinez e Serve (2011); Bharath e Dittmar (2010); Bortolon e Silva Júnior (2015 a), Paligorova e Xu (2012), que também relacionaram a deslistagem com o nível de endividamento. Ademais, para Andrade, Bressan e Iquiapaza, (2014), a estrutura piramidal está associada com maior valor da firma, medido pelo Q de Tobin.

Para Nóbrega et al. (2000), a deslistagem é prejudicial pois o fechamento do capital diminui a oferta de papéis, e por consequência o número de negócios e a liquidez do mercado de ações. Bortolon e Silva Júnior (2015a) ressaltam que o encolhimento do mercado primário e, em seguida, do secundário pode estimular fundos de investimento estrangeiros a deixar o mercado brasileiro, ficando este menos atraente para novas companhias, o que seria prejudicial para o desenvolvimento econômico do país. Diante da importância

desta temática, esse estudo contribui elencando os principais determinantes da deslistagem no Brasil, sob o ponto de vista da estrutura de propriedade e controle, com foco especial sobre a estrutura piramidal de controle, aspecto pouco explorado na literatura sobre o tema. Não foi encontrado no Brasil e no exterior, nenhum estudo que analisasse deslistagem e estrutura piramidal de controle.

FATORES DETERMINANTES DA DESLISTAGEM

Existem estudos nacionais e internacionais que exploram as características das firmas, indicadores financeiros, econômicos e também níveis de governança, como determinantes para a deslistagem. O presente artigo buscou analisar todos estes fatores preditos pela literatura nacional e internacional e acrescentar um item relacionado à governança corporativa – a estrutura piramidal de controle.

Inicialmente, no que tange às características das firmas, citam-se financiamento, investimento e endividamento como fatores determinantes da deslistagem. Pour e Lasfer (2013) acreditam que as empresas que decidem se deslistar não procuram oportunidades de crescimento mas sim reequilibrar sua alavancagem. Segundo Bharath e Dittmar (2010), abrir capital é atrativo para empresas de alto crescimento

que precisam de investimentos, mas têm acesso limitado a outras fontes de financiamento. Por outro lado, segundo os mesmos autores, quando as empresas têm facilidade em receber empréstimos bancários é maior a possibilidade de deslistagem. Martinez e Serve (2011) confirmam esta premissa ao explicar que as empresas se retiram da bolsa de valores quando tem outras possibilidades de financiamento, ou quando possuem maior disponibilidade de caixa como também previam Bharath e Dittmar (2010) e Bortolon e Silva Júnior (2015 a). Ainda sobre as características das firmas, citam-se os estudos referentes ao tamanho das empresas. Chaplinsky e Ramchand (2012) explicam que o tamanho da empresa e a lucratividade estão associados à sobrevivência e são usados em muitos estudos sobre deslistagem. Isso ocorre pois empresas maiores estão mais aptas a suportar os custos provenientes das cargas regulatórias. Michelsen e Klein (2011) defendem que a variável tamanho da companhia tem um importante papel na decisão pelo fechamento do capital, sendo que as empresas menores são mais propensas a fechar capital. No Brasil, Bortolon e Silva Júnior (2015 a) também encontraram uma relação significativa entre tamanho e deslistagem, sendo as que fecharam capital são maiores do que as que continuam abertas.

O tamanho da empresa está intimamente ligado a lucratividade e às oportunidades de crescimento. Martinez e Serve (2011) constataram que a deslistagem é mais provável de ocorrer em empresas maduras com fraco desempenho e baixas oportunidades de crescimento, pois essas firmas não podem arcar com o status de listagem. Outras variáveis importantes nos estudos foram: crescimento de vendas, *Dividend yield* (dividendos + juros sobre o capital próprio dividido pelo preço da ação), como proposto nos estudos de Martinez e Serve (2011), Bharath e Dittmar (2010), Bortolon e Silva Júnior (2015a) e Pour e Lasfer (2013).

Para completar as características da firma, a liquidez da ação e a disponibilidade de caixa foram observadas por Bharath e Dittmar (2010) e Bortolon e Silva Júnior (2015 a) que esperam que ambas afetem negativamente a probabilidade de saída, como também encontrado nos estudos de Michelsen e Klein (2010) e Pour e Lasfer (2013).

Até o momento, focou-se na apresentação dos estudos que abordam o processo de entrada e saída da bolsa voltado para uma análise custo *versus* benefício. É provável que em períodos de crise econômica, os benefícios da listagem sejam reduzidos diante de seu custo. Então, indagou-se se os

períodos de crise seriam mais propícios para a deslistagem. Gonçalves (2009) percebeu que durante a crise asiática, as empresas que adotaram melhores práticas de GC obtiveram retorno até 7% maior do que aquelas que não adotaram tais práticas, ou seja, a governança corporativa teria o poder de reduzir o risco dos acionistas nos períodos de crises econômicas.

Buscou-se verificar se a instabilidade econômica e política evidenciada em

momentos de crise influencia a tomada de decisão quanto a deslistagem. Para a definição dos períodos de crise e de não crise deste trabalho utilizou-se da literatura, dos indicadores econômicos – PIB (Produto Interno Bruto), taxa Selic, Índice Ibovespa e variações do investimento direto estrangeiro. O período do estudo envolveu os anos de 2012 a 2017. A Tabela 1 mostra estes indicadores econômicos para o período deste estudo.

Tabela 1 | Indicadores econômicos brasileiros (2012 – 2017)

Indicador	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB – a	1,90%	3,00%	0,50%	-3,80%	-3,60%	1,00%
Investimento – b	7706,98	76,97	88,79	86,31	8788,82	63,86
SELIC – c	0,07	0,10	0,12	0,14	13,65	0,07
B3 – d	60952,08	51507,16	50007,41	43349,96	60227,28	76402,08
(a) PIB (variação percentual real); (b) Investimento Direto (US\$); (c) Meta Selic (% a.a); (d) B3 (Pontuação anual de fechamento);						

Fonte: Elaborada pelos autores a partir de dados do Banco Central (2018), B3 (2018) e IBGE (2018).

A partir da Tabela 1, o horizonte temporal deste estudo foi assim classificado: 2012, 2013 e 2017 (não crise – dummy com valor 0); 2014, 2015 e 2016 (anos de crise – dummy com valor 1). A justificativa para esta escolha se baseou nos indicadores apresentados acima e também no trabalho de Barbosa Filho

(2017), que estabelece como período de crise na economia brasileira o período de 2014/2017 e teve como fundamento uma série de choques de oferta e demanda, na maior parte ocasionados por erros de políticas públicas que reduziram a capacidade de crescimento da economia

brasileira e geraram um custo fiscal elevado. Infere-se que essa situação pode potencialmente aumentar o custo de manter uma empresa listada em bolsa de valores e seja um provável determinante da deslistagem no período citado.

Outro fator determinante que será analisado é a governança corporativa. Bortolon e Silva Júnior (2015 b) relacionam deslistagem e governança no Brasil. Concluem que as práticas de GC são diferentes entre as firmas que decidem por fechar seu capital. Portanto, o presente artigo avaliará o nível de GC da B3 como uma das variáveis de estudo. Além da governança, incluiu-se também a variável Disponibilidade de Caixa para verificar a hipótese do fluxo de caixa livre ressaltada por Jensen (1986) e retomada por Saito e Padilha (2015), que afirmam que quando o gestor dispõe de alto volume de caixa, ele pode aplicá-lo de forma equivocada, deixando de atender aos interesses dos acionistas. Isso pode ter implicações nas decisões de deslistagem.

Por fim, cabe ressaltar que, para Bortolon e Silva Júnior (2015 b), deslistar-se não é uma questão trivial no ciclo de vida de uma companhia. Gestores e acionistas provavelmente avaliam essa alternativa por um longo tempo antes de tomarem a decisão. Este estudo pretende ser uma fonte de

consulta para gestores e acionistas durante este período de avaliação.

METODOLOGIA

Este estudo se caracteriza como quantitativo e descritivo. Os dados são predominantemente secundários, sobre o mercado acionário brasileiro e foram coletados na base Econômica, na B3 e na CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Optou-se pelo método de regressão com dados em painel, adotando o modelo de regressão logística.

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. Mesmo com a sinalização teórica pelo modelo logit, foram realizados testes para confirmar a escolha do modelo mais adequado (logit, probit ou pooled/OLS) levando em consideração o resultado que apresentava o maior Qui². Nesta ocasião comprovou-se a teoria e o modelo que apresentou um melhor ajuste aos dados foi o modelo de regressão logística.

BASE DE DADOS

A amostra compreendeu todas as companhias listadas na B3, com exceção das empresas financeiras, seguradoras e fundos, devido ao fato de haver particularidades em sua estrutura de capital (HEALY; WAHLEN, 1999). As empresas com Patrimônio Líquido negativo, foram mantidas na base de dados, tendo em vista que em mais de 90% das observações das empresas deslistadas ocorre PL negativo, sendo uma característica da amostra-alvo deste estudo. Foi realizada análise descritiva de uma sub-amostra das empresas que passaram pelo processo de deslistagem voluntária no período de 2012 a 2017. O ano 2012 foi selecionado como início do período amostral dado que é um ano em que houve um aumento substancial do número de deslistagens – 25 no total (CVM, 2018).

No período investigado de 2012 a 2017, foram criados dois subgrupos para análise, o primeiro de empresas que continuaram listadas no período e o segundo grupo formado pelas empresas deslistadas. Para a formação do grupo “DESLISTAGEM” foram

observados 216 cancelamentos de registros no período. Foram excluídos deste total 41 “cancelamentos de ofício” e 20 cancelamentos por “elisão para incorporação”, 1 cancelamento por “elisão para liquidação” e 1 cancelamento para “Incorporação”, ou seja foram retiradas 63 deslistagens involuntárias restando no conjunto de deslistagens, um total de 153 cancelamentos voluntários a serem analisados, constituindo, assim, a amostra da pesquisa. Conforme explicado anteriormente, o artigo focou apenas nas empresas que se deslistaram voluntariamente, segundo a Instrução Normativa 480/2009 da CVM.

DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Na Tabela 2 são apresentadas as variáveis selecionadas para esta pesquisa. 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 o artigo 47 da Instrução Normativa 480/2009 da CVM, e o valor 0 para as demais.

Tabela 2 | Descrição das variáveis do estudo.

Variáveis	Formas de mensuração	Fonte	Estudos Base
Deslistagem Voluntária	Variável <i>dummy</i> , assumindo valor 1 para as empresas que se deslistaram voluntariamente da B3 e valor 0 para as demais.	CVM e B3	EidJúnior e Horng (2005); Engel, Hayes e Wang (2007); Bharath e Dittmar (2010);
Propriedade	Percentual de ações totais (ordinárias + preferenciais) detidas pelo maior acionista.	Economática	Bortolon (2015); Caixe e Krauter (2013)
Controle	Percentual de ações ordinárias detidas pelo maior acionista.	Economática	Bortolon (2015); Caixe e Krauter (2013).
Pirâmide	“Estrutura de Pirâmide” que assume o valor 1 quando o maior acionista for outra empresa de capital privado e 0 em caso contrário.	CVM e B3	Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014)
Tamanho	Logaritmo natural do Ativo Total	Economática	Bortolon e Silva Júnior (2015); Pour e Lasfer (2013); Chaplinsky e Ramchand (2012); Martineza e Serve (2011)
CresVendas	$[(\text{Receita Ano atual} - \text{Receita Ano anterior}) / \text{Receita Ano anterior}] \times 100$	Economática	Martinez e Serve, 2011; Bortolon e Silva Júnior (2015a)
Endividamento	Razão entre o passivo exigível total e ativo total	Economática	Martinez e Serve, 2011; Bharath e Dittmar, 2010; Bortolon e Silva Júnior (2015a)
Varição Invest.	$[(\text{Capex Ano atual} - \text{Capex Ano anterior}) / \text{Capex Ano anterior}] \times 100$	Economática	Martinez e Serve, 2011; Bharath e Dittmar, 2010; Chaplinsky e Ramchand (2012)
Liquidez da ação	<p>Calculada pela Economática de acordo com a equação:</p> $= 100 * p/P * \text{sqrt}(n/N * v/V)$ <p>onde:</p> <p>p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido</p> <p>P = número total de dias do período escolhido</p> <p>n = números negócios com a ação dentro do período escolhido</p> <p>N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido</p> <p>v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido</p> <p>V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.</p>	Economática	Martinez e Serve, 2011; Bortolon e Silva Júnior (2015a); Bortolon e Silva Júnior (2015b)

Dividend yield	(dividendos + juros sobre o capital próprio distribuídos em 12 meses)/preço da ação sem ajuste no início dos 12 meses analisados).	Economática	Bharath e Dittmar, 2010; Bortolon e Silva Júnior (2015b)
Disp. Caixa	Logaritmo natural do Caixa	Economática	Adaptado de Saito e Padilha (2015).
Governança B3	Variável <i>dummy</i> , assumindo valor 1 para empresas do Novo Mercado e valor 0 para os demais níveis de governança e mercado tradicional (N1, N2, Bovespa Mais e Mercado Tradicional).	CVM e B3	Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017); Carvalhal-da-Silva e Chien (2013)
Crise	<i>Dummy</i> por período para captar os efeitos de crises e de períodos de estabilidade econômica, assumindo o valor 1 para os anos 2014, 2015, 2016 e 0 para os anos 2012, 2013 e 2017.	Banco Central, IBGE e B3	Santos (2016). Oliveira, Peixoto e Maestri (2018)

Fonte: elaborado pelos autores.

MODELOS DE PESQUISA E TÉCNICAS ECONOMÉTRICAS

Para análise dos fatores determinantes da decisão de deslistagem foram empregados modelos *logit* com a seguinte estrutura conceitual:

$$Prob(Deslistagem = 1) \alpha_i + \beta_1 DSFC_i + \beta_2 Pirâmide_i + \beta_3 Tamanho_i + \beta_4 CresVendas_i + \beta_5 Endiv._i + \beta_6 VariaçãoInvest._i + \beta_7 LiquidezAção_i + \beta_8 Ebitida_i + \beta_9 Dividendyield_i + \beta_{10} Disp.Caixa_i + \beta_{11} GovernançaB3_i + \beta_{12} Crise_i + e_i \quad (1)$$

$$Prob(Deslistagem_i = 1) \alpha_i + \beta_1 DCONT_i + \beta_2 Pirâmide_i + \beta_3 Tamanho_i + \beta_4 CresVendas_i + \beta_5 Endiv._i + \beta_6 VariaçãoInvest._i + \beta_7 LiquidezAção_i + \beta_8 Ebitida_i + \beta_9 Dividendyield_i + \beta_{10} Disp.Caixa_i + \beta_{11} GovernançaB3_i + \beta_{12} Crise_i + e_i \quad (2)$$

$$Prob(Deslistagem_i = 1) \alpha_i + \beta_1 DSFC_i + \beta_2 Pirâmide_i + \beta_3 DSFC_i \times Pirâmide_i + \beta_4 Tamanho_i + \beta_5 CresVendas_i + \beta_6 Endiv._i + \beta_7 VariaçãoInvest._i +$$

$$\beta_8 LiquidezAção_i + \beta_9 Ebitida_i + \beta_{10} Dividendyield_i + \beta_{11} Disp.Caixa_i + \beta_{12} GovernançaB3_i + \beta_{13} Crise_i + e_i \quad (3)$$

$$Prob(Deslistagem_i = 1) \alpha_i + \beta_1 DSFC_i + \beta_2 Pirâmide_i + \beta_3 DCONT_i \times Pirâmide_i + \beta_4 Tamanho_i + \beta_5 CresVendas_i + \beta_6 Endiv._i + \beta_7 VariaçãoInvest._i + \beta_8 LiquidezAção_i + \beta_9 Ebitida_i + \beta_{10} Dividendyield_i + \beta_{11} Disp.Caixa_i + \beta_{12} GovernançaB3_i + \beta_{13} Crise_i + e_i \quad (4)$$

A explicação para cada uma das variáveis do modelo econométrico se encontra na Tabela 2. As variáveis DCONT (Direito de controle do maior acionista) e DSFC (Direito de propriedade do maior acionista) foram alternadas nos modelos pois são correlacionadas. Ademais foram acrescentadas variáveis de interação entre as mesmas e a variável “Pirâmide” de modo a captar possíveis efeitos da estrutura piramidal sobre a concentração acionária.

RESULTADOS

A Tabela 3 apresenta os resultados da estatística descritiva para a deslistagem voluntária das empresas brasileiras listadas na B3, com o resumo das variáveis,

observações, média, mínimo, máximo e resultado do teste t para as médias das variáveis sendo possível um comparativo entre as empresas que permanecem listadas e as que foram deslistadas no período.

Tabela 3 | Estatísticas descritivas e Teste t.

Empresas mantidas em lista					Empresas deslistadas				Test t
Variável	Obs	Média	Min.	Max.	Obs	Média	Min.	Max.	
Propriedade	3430	59.71	0.59	100	300	60.93	3.42	100	0.6579
Controle	3430	65.67	0.94	100	300	67.91	3.42	100	1.2473
Pirâmide	2901	0.8924	0	1	244	0.9385	0	1	2.2657**
Tamanho	2853	13,52	4.09	17.69	158	12.94	4.09	17.69	2.6259***
CresVendas	2376	6.422	-72	102	113	2	-72	102	1.4678*
Endividamento	2854	97.59	0.75	934.2	152	78.06	0.75	934.2	2.1067**
Varição Invest.	2205	16.09	362.3	688.4	105	-12,202	-362.3	654.7	1.6055*
Liquidez da ação	3186	0.0709	0	0.9	341	0.0122	0	0.77	5.6868***
Dividendo yield	1303	2.511	0	14.67	64	4.312	0	14.67	-4.1642***
Disp. Caixa	2853	372580	0.64	4357455	158	479761	0.64	4357455	-0.5398

Fonte: Elaborado pelos autores.

Notas: Níveis de significância: * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$. Observação: as variáveis binárias (deslistagem, governança B3 e crise) foram omitidas, por não fazer sentido apresentar suas médias.

Pela análise do resultado do teste t que compara as médias das duas sub-amostras, conclui-se que a média da concentração de propriedade e a média da concentração de controle nas empresas deslistadas, apesar de ser superior em relação às empresas listadas, tal resultado não apresentou significância pelo Teste t. Bortolon e Silva Júnior (2015 a) explicam que a decisão de fechamento de capital está intimamente ligada a manutenção de controle da companhia, e

com o maior percentual de ações com e sem direito a voto. Por sua vez, Caixe e Krauter (2013) explicam que a alta concentração de controle dos acionistas majoritários após certo nível representa aumento no custo de agência. Ademais, Michelsen e Klein (2011) argumentam que a elevação deste custo aumenta a possibilidade de descadastramento.

Quanto à estrutura piramidal de controle, que é entendida por Almeida e Wolfenzon

(2006) como uma forma de superar as limitações do mercado de ações, por meio de vantagens de financiamento, as empresas deslistadas apresentaram maior média em relação as empresas que se mantiveram listadas, e o Teste T revelou significância. Esse resultado corrobora Almeida e Wolfenzon (2006), de que as empresas com estrutura piramidal possuem fácil acesso a financiamentos e estão mais propensas a se deslistar do que as empresas que não possuem essa estrutura.

No que se refere a variável tamanho, este estudo conclui que as empresas que permanecem listadas são maiores que as que optam pela deslistagem, hipótese comprovada pelo teste t. Resultados que confirmam os estudos de Chaplinsky e Ramchand (2012), Michelsen e Klein (2011), e Bortolon e Silva Júnior (2015 a). Nesta mesma linha de pensamento destaca-se a variável crescimento de vendas, observando-se que as empresas deslistadas apresentam considerável baixa no crescimento de suas vendas, diante das empresas que permanecem listadas, resultado que concorda com Pour e Lasfer (2013). Pour e Lasfer (2013) argumentam que as empresas deslistadas não procuram oportunidades de crescimento, mas sim reequilibrar sua alavancagem, e Bharath e Dittmar (2010), que explicam que o procedimento de

listagem não é atraente para empresas com baixo crescimento.

Sobre a variável endividamento, Pour e Lasfer (2013) e Paligorova e Xu (2012) acreditam que as empresas deslistadas entram no mercado para reequilibrar sua alavancagem e saem quando não conseguem fazer isso, contrariando este conceito encontrou-se que empresas deslistadas apresentam menor endividamento médio do que as que permanecem cadastradas.

No que tange à variável “variação do investimento”, para Bharath e Dittmar (2010), as empresas entram no mercado acionário em busca de financiamento para futuros investimentos e caso as empresas tenham facilidade para fazer investimentos é grande a possibilidade de deslistagem. Isto foi comprovado neste estudo ao encontrar variações de investimentos menores para o grupo das empresas deslistadas.

Sobre o índice *dividend yield*, estabelecido por Bharath e Dittmar, (2010) e Bortolon e Silva Júnior (2015b) como um indicador que mede a performance da empresa de acordo com os proventos pagos aos seus acionistas, este estudo encontrou que as empresas que pagam maiores dividendos estão mais propensas à deslistagem. Nesse mesmo sentido, a liquidez da ação comprova o entendimento de Martinez e Serve (2011),

que explicam que a liquidez dos títulos das empresas deslistadas tende a ser mais baixa do que das empresas que permanecem listadas.

Quanto a comparação do nível de caixa das empresas listadas e deslistadas, o estudo encontrou resultados compatíveis com a literatura. Bharath e Dittmar (2010), Michelsen e Klein (2011), Pour e Lasfer (2013) e Bortolon e Silva Júnior (2015 a) esperam que a disponibilidade de caixa afete negativamente a probabilidade de saída da bolsa. Para Bortolon e Silva Júnior (2015 a), as companhias com boa capacidade de geração de caixa têm maior chance de fechar capital. Na Tabela 2, observou-se que no grupo das empresas deslistadas, a média do valor em caixa é aproximadamente 8% maior do que nas empresas que permanecem em bolsa.

No que se refere aos níveis de governança corporativa da bolsa, e sobre a tentativa de relacionar níveis de governança e deslistagem se observa que as empresas que permanecem listadas estão mais presentes no nível Novo Mercado do que as empresas

deslistadas, concordando com os resultados encontrados por Chaplinsky e Ramchand (2012), Goergen e Hinterramskogler (2008), Goktan et al. (2006) e Bortolon e Silva Júnior (2015 b), que identificam que elevados níveis de Governança Corporativa podem diminuir a deslistagem.

Na Tabela 4, as colunas 1, 2, 3, 4 apresentam os resultados do modelo *logit* para as empresas brasileiras não financeiras nos anos de 2012 até 2017, com objetivo de testar o efeito da estrutura piramidal e da estrutura de propriedade sobre a probabilidade das empresas se deslistarem. Embora o teste Hausman, para os modelos 1 e 2, tenha sugerido a efetividade do modelo de efeitos fixos, optou-se neste estudo pelo modelo de efeitos aleatórios, pela indicação de Gujarati e Porter (2011), que afirmam que o modelo de efeitos fixos controla variáveis que não mudam ao longo do tempo, mas não pode estimá-las diretamente, nesse caso sugere a utilização de modelos efeitos aleatórios para quando a variável explicada não variar no tempo, a exemplo da decisão de deslistagem.

Tabela 4 | Determinantes da deslistagem voluntária

Variáveis				
	(1)	(2)	(3)	(4)
Propriedade (DSFC)	0.005 (0.017)		0.026 (0.073)	
Controle (DCONT)		0.012 (0.018)		0.012 (0.071)
Pirâmide	0.771 (1.808)	0.484 (1.835)	1.995 (4.899)	0.522 (4.915)
Pirâmide x Propriedade			0.008 (0.156)	
Pirâmide x Controle				0.013 (0.016)
Tamanho	-0.889** (0.359)	-0.804** (0.373)	-0.812** (0.377)	-0.819** (0.384)
CresVendas	-0.021 (0.026)	-0.023 (0.026)	-0.023 (0.026)	-0.024 (0.026)
Endividamento	-0.002 (0.020)	-0.001 (0.011)	-0.001 (0.011)	-0.001 (0.011)
Varição Invest.	-0.002 (0.004)	0.002 (0.004)	0.002 (0.004)	0.002 (0.004)
Liquidez da ação	-9.819** (4.737)	-9.221** (4.737)	-9.100** (4.176)	-8.880** (4.399)
Dividend yield	0.102 (0.150)	0.092 (0.150)	0.105 (0.147)	0.101 (0.148)
Disp. Caixa	0.000** (1.100)	0.000** (1.100)	0.000** (9.722)	0.000** (9.722)
Governança B3	-0.960 (1.549)	-0.965 (1.549)	-0.999 (1.560)	-0.974 (1.532)
Crise	0.339 (1.051)	0.329 (1.051)	0.385 (1.070)	0.367 (1.068)
Observações	817	817	817	817
Pseudo R – square	0.5361	0.5059	0.4416	0.4895

Fonte: Elaborado pelos autores.

Notas: Quantidade de observações = 817. Níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Com desvio padrão em parênteses. Teste para multicolinearidade apresentou VIF médio de 1,95 apontando ausência de multicolinearidade. Teste de Wooldridge para autocorrelação apresentou p-valor de 0,11 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 do teste robusto para efeitos aleatórios. Teste de hausman com resultado 0.0007.

A variável dependente é binária, assumindo valor 1, se a empresa for deslistada, e valor

0, se a empresa permaneceu na B3. As variáveis independentes são: i) estrutura da

firma: propriedade (DSFC), controle (DCONT), pirâmide; iii) capacitação da empresa: tamanho, endividamento, variação do investimento; iii) desempenho: crescimento de vendas; liquidez da ação; Dividend yield, disponibilidade de caixa, iv) governança: níveis de GC da B3. Ademais, foi inserida a variável crise para captar efeitos da crise econômica recente.

No que se refere as variáveis propriedade e controle não houveram resultados significativos para nenhum dos modelos. Esses resultados são contrários aos de Bortolon e Silva Junior (2015), Eid Júnior e Horng (2005), Michelsen e Klein (2011) que afirmam que quanto maior a participação votante do maior acionista mais provável é a operação de deslistagem.

Na mesma linha, a estrutura piramidal também não apresentou resultados significativos em nenhum dos modelos propostos. Esse resultado sugere que o fato do maior acionista ser empresa de capital privado não influenciou a propensão à deslistagem. Cabe ressaltar que na amostra deste estudo, 90% das empresas consideradas possuem estrutura piramidal, número maior do que o encontrado por Bortolon (2013), que estudou uma amostra com 77% das empresas com esta característica, no período de 2004 a 2006,

mostrando uma tendência ao aumento de empresas com estrutura de controle piramidal no Brasil. No entanto, os resultados revelaram que esse aumento não impactou na deslistagem das empresas.

Nos modelos 3 e 4 foram acrescentadas as variáveis pirâmide x estrutura e pirâmide x controle com intuito de mensurar a interação da estrutura piramidal com a concentração de propriedade e com concentração no direito a voto, no entanto em ambos os modelos as variáveis não apresentaram resultados significativos.

A variável tamanho, medida pelo logaritmo do ativo, apresentou relação negativa e significativa com a deslistagem voluntária. Desta forma, entende-se que empresas maiores têm menor probabilidade de se deslistarem da bolsa. Ao considerar o tamanho das empresas como evidência de necessidade de capital para financiar seu crescimento e, por conseguinte, permanência ou não na bolsa de valores, esse resultado corroborou com Chaplinsky e Ramchand (2012) em seus estudos sobre os Estados Unidos.

Quanto a liquidez da ação nota-se uma relação significativa com a deslistagem voluntária no mercado brasileiro, ou seja, empresas menos líquidas possuem maior probabilidade de se deslistarem. Esses

resultados se aproximam dos de Bortolon e Silva Junior (2015), que mostraram que quanto menos líquidas forem as firmas, maior seria a chance de ocorrer o fechamento de capital.

Para a variável disponibilidade de caixa, constatou-se que quanto maior a disponibilidade de caixa da firma, maior a probabilidade dessa firma fechar o capital. Estes resultados são coerentes com a literatura de finanças, em especial com os autores Chaplinsky, Ramchand (2012), Michelsen e Klein (2011) e Pour e Lasfer (2013).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo analisou a racionalidade que governa a deslistagem no Brasil, verificando seus principais determinantes e inserindo como aspecto novo a estrutura piramidal de controle. A amostra envolveu todas as companhias não financeiras listadas na B3, no período de 2012 a 2017. Neste período, verificaram-se 216 deslistagens, sendo 153 voluntárias. O método adotado foi análise de regressão logística com dados em painel, utilizando o modelo de efeitos aleatórios.

A análise descritiva dos dados mostrou que ao se comparar as empresas deslistadas com as empresas que permanecem listadas, as empresas deslistadas: (a) são mais comuns de

terem estrutura piramidal; (b) são menores em tamanho; (c) apresentam menor crescimento de vendas; (d) são menos endividadas; (e) investem menos (menor variação nos investimentos); (f) possuem menor liquidez em suas ações.

A análise de regressão logística chegou aos seguintes resultados: (a) relação significativa e negativa entre tamanho da firma e deslistagem, isto é, quanto maior a firma, menor a probabilidade de fechamento de capital da mesma; (b) relação negativa entre liquidez da ação e probabilidade de deslistagem, ou seja, empresas com maior liquidez apresentam menor propensão ao descadastramento; (c) relação positiva entre disponibilidade de caixa e deslistagem, isto é, firmas que possuem maior caixa tendem a se deslistar em maior proporção. Esses achados corroboram os trabalhos de Bortolon e Silva Júnior (2015 a), Michelsen e Klein (2011), Chaplinsky e Ramchand (2012) e Bharath e Dittmar (2010), e estão alinhados com o que se esperava em termos de características das firmas e deslistagem.

Não foi encontrada relação significativa entre estrutura piramidal e deslistagem no modelo logit. No entanto, a estatística descritiva mostrou que as empresas deslistadas são mais comuns de apresentarem estrutura piramidal em relação

às firmas que permanecem listadas. Esse achado concorda com o estudo de Almeida e Wolfefon (2006), que explica que as empresas piramidais poderiam ter mais acesso ao capital. Observou-se também que a maioria das empresas brasileiras listadas na B3 possuem estrutura piramidal. Talvez isso seja explicado pelas várias vantagens dessa estrutura, como facilidade para obtenção de financiamento prevista por Almeida e Wolfefon (2006), e maior valor da firma descrita por Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014).

Por meio da inclusão desta variável (pirâmide), é interessante observar que o presente estudo avança com mais um elo na busca da compreensão dos determinantes da deslistagem, mesmo que não tenha sido encontrada significância entre esta variável e a deslistagem, foi possível enriquecer o debate teórico sobre a temática.

Como limitações do estudo, houve dificuldade em testar a robustez dos resultados. Sugere-se adotar técnicas estatísticas alternativas que trabalhem a questão da endogeneidade das variáveis independentes relacionadas aos mecanismos de alavancagem do poder de voto. Além disso, sugere-se o uso da variável Setor no modelo econométrico, para verificar se o

ramo de atividades das firmas interfere na probabilidade de deslistagem.

Como sugestões para pesquisas futuras, recomenda-se que seja considerada a posição da empresa na estrutura piramidal de controle e também seria interessante apresentar apontamentos quanto à utilização de outros mecanismos de Governança Corporativa como variáveis explicativas, e/ou direcionar estudos para todas as formas de deslistagem, incluindo as involuntárias, quando contrariam as exigências da CVM.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F. A. S. Propriedade piramidal das empresas no Brasil. **Revista Economia**, v. 12, n. 1, p. 27-48, 2011.
- ALMEIDA, H. V.; WOLFENZON, D. A theory of pyramidal ownership and family business groups. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 6, p. 2637-2680, 2006.
- ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, Robert Aldo. Pyramidal ownership structure, dual class shares and firms' financial performance in Brazilian market. **Brazilian Review of Finance**, v. 12, n. 4, p. 555-595, 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.
- B3. 2018. **Relatório do Mercado de ações**. Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br. Acesso em 15/05/2020.
- BANCO CENTRAL. **Taxa SELIC e indicadores econômicos 2018**. Disponível <https://www.bcb.gov.br>. Acesso em 15/05/2020.
- BARBOSA FILHO, F. H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, p. 51-60, 2017.
- BHARATH, S. T.; DITTMAR, A. K. Why do firms use private equity to opt out of public markets?. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 5, p. 1771-1818, 2010.
- BORTOLON, P. M.; DA SILVA JUNIOR, A. Fatores determinantes para o fechamento do capital de companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 26, n. 68, p. 140-153, 2015.a
- BORTOLON, P. M.; DA SILVA JUNIOR, Annor. Deslistagem de companhias brasileiras listadas na bolsa de valores: evidências empíricas sobre a Governança Corporativa. **Brazilian Business Review**, p. 97, 2015.b
- BORTOLON, P. M.; LEAL, R. P. C. Determinantes da estrutura piramidal de controle. In: **X Encontro Brasileiro de Finanças**. 2010.
- BORTOLON, P. M. Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 10, n. 1, p. 2-18, 2013.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.
- 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.
- CHARITOU, A; LOUCA, C; VAFEAS, N. Boards, ownership structure, and involuntary delisting from the New York Stock Exchange. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 26, n. 2, p. 249-262, 2007.
- EID JÚNIOR, W; HORNG, W. J. **A saída: uma análise da deslistagem na Bovespa**. 2005.
- GOKTAN, M. S; KIESCHNICK, R; MOUSSAWI, R. Corporate governance and corporate survival. **University of Texas at Dallas, United States of America**, 2006.
- GONÇALVES, R. E. **Boas práticas de governança corporativa reduzem os riscos dos acionistas em crises econômicas?**. 2009. Tese (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2009.
- GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M.; CARVALHO, L. Sustentabilidade empresarial e governança corporativa: uma análise da relação do ISE da BM&FBOVESPA com a compensação dos gestores de empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (repec)**, v. 11, n. 2, 2017.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica-5**. Amgh Editora, 2011.
- HAIR, J. F. et al. **Análise multivariada de dados**. Bookman Editora, 2009.
- 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.

IBGE. 2018. **Indicadores econômicos e sociais**. Disponível <https://www.ibge.gov.br>. Acesso em junho de 2020.

JENSEN, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, v.76, n.2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, p.323-329.

KHANNA, T; YAFEH, Y. Business groups in emerging markets: paragons or parasites?. *Journal of Economic literature*, v. 45, n. 2, p. 331-372, 2007.

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. 2-3, p. 181-208, 2008.

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.

MAUPIN, R. J.; BIDWELL, C. M.; ORTEGREN, A. K. An empirical investigation of the characteristics of publicly-quoted corporations which change to closely-held ownership through management buyouts. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 11, n. 4, p. 435-450, 1984.

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.

MILLER, D. A.; FRANKENTHALER, M. J. Securities registration: delisting/deregistration of securities under the Securities Exchange Act of 1934. *Insights*, v. 17, n. 10, p. 7-12, 2003.

NÓBREGA, M. da et al. O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. *Publicações Bovespa. São Paulo, maio*, 2000.

PALIGOROVA, T; XU, Z. Complex ownership and capital structure. *Journal of Corporate Finance*, v. 18, n. 4, p. 701-716, 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.

SAITO, R.; PADILHA, M. T. C. Por que as empresas fecham o capital no Brasil?. *Brazilian Review of Finance*, v. 13, n. 2, p. 200-250, 2015.

SANTOS, M. A. **Internacionalização de empresas e o fechamento do capital: um estudo sobre a deslistagem no mercado brasileiro**. 2016. Dissertação (Mestrado em Administração_Finanças) – Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, 2016.

CONTATO

Edson Carlos Cordeiro Júnior

Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Triângulo Mineiro, Patrocínio, MG, Brasil.

E-mail: edsoncarloscjr@gmail.com

Fernanda Maciel Peixoto

Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, Brasil.

E-mail: fmacielpaixoto@gmail.com

Luciana Carvalho

Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, Brasil.

E-mail: lucarvalho@ufu.br