

FECHAMENTO DE CAPITAL DAS COMPANHIAS LISTADA NA BM&FBOVESPA: FATORES DETERMINANTES PARA ESSA DECISÃO

Bárbara Siqueira da Silva

Graduada em Ciências Contábeis
Universidade Federal de Minas Gerais–FACE/UFMG
Telefone: (31) 3409-7269
Av. Antônio Carlos, 6627 – Bairro Pampulha
Belo Horizonte/MG – CEP: 31270-901
barbara.s_silva@hotmail.com

José Roberto de Souza Francisco

Doutor em Administração/Finanças
Universidade Federal de Minas Gerais–FACE/UFMG
Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria & Finanças–
CEPCON/FACE/UFMG
Telefone: (31) 3409-7269
Av. Antônio Carlos, 6627 – Bairro Pampulha
Belo Horizonte/MG – CEP: 31270-901
jroberto@face.ufmg.br

RESUMO

Este estudo se propôs a investigar quais os fatores determinantes para o fechamento de capital das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Para o alcance deste objetivo foi realizado um estudo quantitativo, a partir de uma amostra constituída por 54 empresas, que fecharam o capital voluntariamente no período 2005 a 2015. O modelo utilizado foi o LOGIT, onde foi atribuído a variável explicada Y os valores de 1 e 0, sendo 1 para empresa deslistar e 0 para evento de permanecer listada. Sendo assim, os dados da amostra são referentes ao ano do fechamento e dois anos anteriores, onde 1 é atribuído ao ano do fechamento e 0 aos dois anos anteriores, formando assim duas amostras t-1 e t-2, para fins de comparação da empresa com o ano anterior (t-1) e da empresa com dois anos anteriores (t-2). Os dados da amostra foram extraídos do site da BM&FBOVESPA, CVM e do sistema Econômica. Portanto, pode-se concluir que as empresas que fecham o capital apresentam uma elevada concentração da participação dos acionistas controladores. Além disso, outra variável, que indica o fechamento de capital é a redução do *Freefloat*, ou seja, uma queda nas ações de livre negociação que não pertencem a acionistas controladores ou acionistas que detenham mais de 5% do capital total da empresa. E o fator tamanho da empresa, que foi medido pelo lnativos totais, também apresentou-se significativo, indicado, que quanto menor o tamanho da empresa ou quanto maior a retração dos ativos maiores as chances da empresa fechar o capital. As demais variáveis não apresentaram relação significativa com o fechamento de capital.

Palavras-chaves: Fechamento de capital; Deslistagem; Participação dos acionistas controladores.

Área Temática: Contabilidade para Usuários Externos (CUE).



1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A consolidação de uma companhia como Sociedade Anônima, de acordo com Berle e Means (1984), era considerado um marco na vida de uma organização, ou seja, o ápice da empresa era ter o capital aberto, com ações negociadas na bolsa de valores. Sendo assim, a abertura de capital (*Initial public Offering*) é um rito de passagem no ciclo de uma jovem e bem sucedida empresa (BHARATH; DITTMAR, 2006).

Apesar das vantagens de abrir o capital, historicamente, em países como EUA e Reino Unido, observa-se uma retração neste tipo de operação. A década de 80, por exemplo, foi um período dominado por aquisições alavancadas, tais como, *Leveraged Buyout (LBO)*, *Management Buyout (MBO)* e *Management Buy-In (MBI)*. As duas primeiras ocorreram nos EUA, o LBO pode ser definido como uma técnica de aquisição de uma empresa por meio do uso de um grande montante de dívida (BLAYDON e WAINWRIGHT, 2006) e o MBO consiste na venda de parte de uma companhia ou mesmo a companhia inteira para um grupo de gestores (GAUGHAN, 2007). O último (MBI) ocorreu no Reino Unido, no mesmo período, e consiste na compra de parcela do controle de uma empresa, por parte de um gestor ou uma equipe de gestores de fora da mesma.

Neste contexto, alguns países têm constatado que o fechamento de capital está aumentando, como é o caso Alemanha, de acordo com a pesquisa realizada por Michelsen e Klein (2011). Nos Estados Unidos da América (EUA), após a década de 80, houve uma retração no movimento de fechamento de capital, porém voltou a aumentar no início da década de 2000 (BOOT; GOPALAN; THAKOR, 2006), os principais fatores estão relacionados aos baixos volumes negociados e ameaças de deslistagem por parte da Nasdaq (RENNEBOOG; SIMONS, 2005). Em 2005, o mercado de *private equity*, que consiste no investimento de capital em empresas privadas, ou seja, que não estão listadas na bolsa, por parte de instituições financeiras ou investidores, se desenvolveu e outra onda de desligamentos voltou a ocorrer, segundo Bharath e Dittmar (2010).

O movimento de deslistagem é crescente tanto em países como Alemanha e EUA, quanto no Brasil, na década de 2000 (com exceção do ano de 2007), este apresentou um aumento número de deslistagem (PADILHA, 2014). No entanto, no Brasil, a bibliografia a respeito deste tema é escassa, segundo Padilha (2014), seu trabalho foi o primeiro a analisar por um período tão longo, ou seja, de 1999 a 2013.

Padilha (2014), ainda acrescenta que o Brasil é um país interessante para se realizar tal estudo, pois é um país em desenvolvimento e apresenta um crescimento no volume financeiro negociado, porém possui um mercado acionário com poucas empresas listadas.

Assim, a presente pesquisa tem como problema central responder a seguinte questão: quais são os fatores que levam as companhias listadas na BM&FBOVESPA a tomarem a decisão de fechar seu capital?

Este estudo tem como objetivo identificar os fatores que levaram as empresas listadas na BM&FBOVESPA a fecharem seu capital, por meio da deslistagem voluntária, no período de 2005 a 2015. Visto que, segundo Assf Neto (2000), a abertura de capital proporciona uma série de benefícios para a empresa, tais como uma melhoria da imagem da entidade, redução do risco financeiro devido à maior capitalização, melhor liquidez, entre outros.

No entanto, mesmo com as vantagens mencionadas, o Brasil ainda apresenta poucas companhias com capital aberto. De acordo com dados disponibilizados pelo Banco Mundial (2016), referente ao número de empresas listadas em bolsas de valores por país, no período de 1975 a 2015, o Brasil apresentava 592 empresas na Bolsa de valores em 1989, já em 2015, o número de empresas negociadas na bolsa passou para 345.



Analisando estes mesmos dados fornecidos pelo Banco Mundial (2016), observa-se, que países mais desenvolvidos como EUA, Reino Unido e Japão, apresentam um número significativamente superior de companhias abertas se comparado com países da América Latina. Em 2015, por exemplo, os EUA apresentou 4.381 empresas listadas em bolsa, o Japão 3.504 e o Reino Unido 1.850. No mundo, em 2014, havia 45.020, sendo que, a união europeia, neste mesmo período, teve 8.681, a América do Norte 8.331 e a América Latina 1.254.

Sendo assim, investigar os motivos que levam as empresas a tomarem a decisão de fechar o capital é relevante para o país, pois estudos apontam forte relação entre o desenvolvimento do mercado financeiro e um maior desenvolvimento econômico (DE CARVALHO, 2002). Desse modo, sendo o Brasil uma economia emergente, torna-se necessário, identificar quais motivos levam as empresas a fecharem seu capital para, futuramente, criar soluções para esse cenário.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Fatores que Influenciam o Fechamento de Capital

Jensen e Meckling (1976) realizaram os primeiros estudos referentes ao fechamento de capital. Para eles, o principal motivo eram os problemas de agência, que ocorrem quando uma ou mais pessoas contratam outra (o agente) para realizar um serviço, onde haja delegação de autoridade e tomada de decisão. Sendo assim, o agente pode agir em benefício próprio e não de acordo com os interesses do principal. Em 1986, no entanto, Jensen fez um estudo onde afirmava que empresas com boa capacidade de geração de fluxo de caixa e baixo crescimento são mais propensas a não distribuir seus recursos aos acionistas. Porém, estudos realizados, mais recentemente, no Reino Unido, por Renneboog, Simons e Whight (2007) e Weir e Wright (2006) tendem a não confirmar essa hipótese.

Lehn e Pousen (1989) confirmaram a hipótese de Jensen (1976). Posteriormente, em 1998, Kieschnick refez o trabalho de Jensen, com algumas alterações na metodologia, e chegou a conclusões diferentes. Dentre elas, que o fator fluxo de caixa não é significativo, e sim, que o fator tamanho da empresa é determinante para o cancelamento de registro.

De acordo com Weir, Laing e Wright (2005), o fechamento de capital pode ser uma forma de reunir a propriedade e o controle, ou seja, alinhar os interesses do principal e do agente. Sendo assim, conforme os estudos dos autores, empresas com maior concentração de controle acionário em seus diretores possuem maior predisposição a fechar seu capital. Outros estudos, nessa mesma linha, foram realizados por Grossman e Hart (1980), Renneboog, Simons e Whight (2007) e Leuz, Triantis e Wang (2008). Os primeiros sugeriram que o processo de fechamento de capital pode melhorar a qualidade dos controles e reduzir os custos de agência. Renneboog, Simons e Whight (2007), por sua vez, corroboraram com a hipótese do controle, pois chegaram à conclusão que em empresas com grande concentração acionária, os prêmios e retornos acima do custo de capital são menores. Leuz, Triantis e Wang (2008), por fim, chegaram à conclusão, que os problemas de agência são mais relevantes em empresas com governança corporativa mais fraca, e assim, mais propensas a fecharem seu capital.

De acordo com a literatura internacional, portanto, pode-se observar que existem variáveis internas que colaboram para as companhias se retirarem da bolsa. Os problemas de agência, ou seja, a relação entre propriedade e controle é o fator que apresenta menos divergência entre os autores que estudaram a temática. Jensen e Meckling (1976), Weir, Laing e Wright (2005), Grossman e Hart (1980), Renneboog, Simons e Whight (2007), Leuz, Triantis e Wang (2008) apontam uma relação positiva entre o fechamento de capital e a concentração de controle. No entanto, variáveis como liquidez, fluxo de caixa e tamanho da

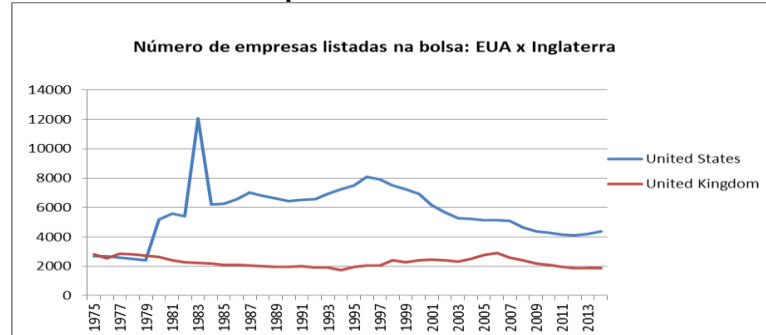


companhia apresentam divergências entre autores como Jensen (1986), Lehn e Pousen (1989), Kieschnick (1998), Bharath e Dittimar (2010), que abordaram a temática.

2.2 Histórico do Fechamento de Capital em Âmbito Internacional

Os principais estudos encontrados referentes ao fechamento de capital (*delisting*) estão em países como Estados Unidos (EUA) e Inglaterra, que, em diversos momentos, passaram por oscilações em termos de listagem em suas bolsas de valores, conforme demonstrado no Gráfico 1:

Gráfico 1: Número de empresas listadas na bolsa: EUA x Reino Unido



Fonte: Banco Mundial, 2015

A década de 80, foi um período de muitos *delisting* nos EUA. Segundo Jensen (1989), esse movimento foi decorrente de aquisições hostis e crescimento de MBO e LBO por parte de investidores ativistas. Esse modelo de operações alavancadas, era de risco significativo, uma vez que as aquisições se davam através de dívidas, comprometendo, assim, os ativos das empresas. No final desse mesmo período ocorreu, ainda, uma crise de créditos, pois houve uma retração no mercado de dívida e crise no mercado de *hing yield bonds*. A década de 80, foi, portanto, marcada como um período de grande fechamento de capital, devido a esse modelo de operações alavancadas. Posteriormente, na década de 90, houve uma retração nas operações de fechamento de capital, em decorrência da crise do mercado da dívida (RENNEBOOG; SIMONS, 2005).

No final da década de 90, a ameaça de deslistagem da Nasdaq gerou nova onda de *delisting*. Um dos fatores mais marcantes do mercado americano foram as imposições da Lei *Sarbanes-Oxley*, de 2002. Esta Lei forçou as companhias a avaliarem o custo benefício de se manterem com o capital aberto, visto que impôs novos requisitos de divulgação e controles, gerando um aumento dos custos para se manter listada em bolsa. Esse novos custos pesaram, principalmente, sobre as empresas menores, que, conseqüentemente, fecharam seu capital (ENGEL; HAYES; WANG, 2006).

No Reino Unido, também houve aquisições alavancadas na década de 80. Porém, logo houve uma redução, devido às mudanças na legislação, realizadas pelo *Takeover Panel*. Dentre as alterações, estavam as regras que regulavam os procedimentos de fechamento de capital, sendo que a motivação para essas mudanças estavam ligadas às aquisições hostis de MBI, que consiste em uma ação corporativa onde gestores compram parte do controle de uma empresa e renovam o time de gestores existentes. Como nos EUA, a década de 90, foi marcada por uma retração no movimento de fechamento de capital (RENNEBOOG; SIMONS, 2005).

Em 1999, outra onda de fechamento de capital abalou o mercado do Reino Unido, dessa vez, devido ao aumento dos investidores em *private equity* e financiadores de dívida (RENNEBOOG; SIMONS, 2005). Este fator, também foi determinante, para o aumento do número de fechamentos de capital nos EUA no início da década de 2000.

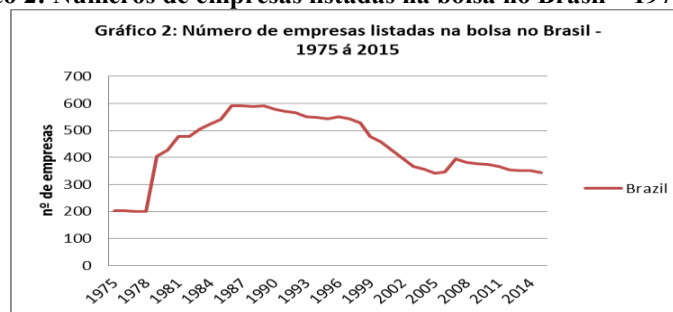


2.3 O Contexto Brasileiro O Mercado de Capitais

Em 1964, o mercado de capitais brasileiro, possuía uma estrutura legal insuficiente para regulamentar suas atividades. Dessa forma, iniciou-se uma série de reformas na economia nacional, dentre as quais estava à reestruturação do mercado financeiro (ANDREZO; LIMA, 2007). Neste contexto, foram editadas a Lei nº 6.404/76, nova lei das sociedades anônimas, que visava modernizar as regras das sociedades por ações; e a Lei nº 6.385/76, segunda lei do mercado de capitais, que criou a CVM e tem como principais atribuições regular, desenvolver e fiscalizar o mercado de capitais.

Após essas alterações na legislação que regulamentava o mercado de capitais, a BOVESPA, em 1980, apresentou um aumento significativo do número de empresas listadas, conforme pode-se observar no Gráfico 2:

Gráfico 2: Números de empresas listadas na bolsa no Brasil – 1975 a 2015



Fonte: BM&FBOVESPA, 2015.

No entanto, apesar das empresas estarem listadas, não havia qualquer negociação, formando-se, então, o que foi denominado de “limbo”. Segundo Siqueira (2010), este termo é utilizado para se referir a empresas listadas na bolsa com cotação a valores irrisórios e negociação escassa. Neste período, apenas a empresa poderia cancelar seu registro, ou seja, a CVM não podia interferir, formando, assim, esse conjunto de entidades sem atividade na bolsa. Ainda na década de 80, a CVM publicou algumas instruções com o intuito de cancelar o registro das empresas, tais como a Instrução nº 29/84, que não obteve resultado significativo, sendo revogada e substituída, na década de 90, pela Instrução nº 287/98, que aplicou medidas mais efetivas para a suspensão de registro. Em 2009, a Instrução nº 480/09 revogou a anterior, simplificando os procedimentos de cancelamento de registro (SIQUEIRA, 2010).

A partir da década de 90, com a aceleração da abertura da economia brasileira, aumentaram os investimentos estrangeiros atuando no mercado. Além disso, algumas empresas brasileiras passaram a listar suas ações nas bolsas americanas, sendo obrigadas a seguirem as regras da SEC (*Securities and Exchange Commission*), órgão regulador do mercado norte-americano. Estas empresas passaram a ter contato com acionistas mais exigentes, acostumados a investir em companhias com práticas de governança corporativa, modelo adotado em mercados como o dos EUA e Reino Unido. A partir disso, o mercado brasileiro, devido à falta de transparência, falta de proteção do acionista e ausência de supervisão adequada, com o passar do tempo perdeu espaço para outros mercados (CVM, 2014).

Portanto, para melhorar as práticas de governança corporativa, algumas iniciativas foram tomadas, como a criação da Lei nº 10.303/01 e a criação do Novo Mercado e dos níveis 1 e 2 de governança corporativa.



Neste contexto de alterações e reformulação do mercado nacional, a legislação societária brasileira, tornou obrigatória, a oferta pública para o cancelamento de registro voluntário, que está disciplinada na instrução 361/02 da CVM e na Lei 10.303/01. Essas medidas foram estabelecidas, como forma de proteção do acionista minoritário. Sento assim, a oferta pública para cancelamento de registro, deve atender algumas exigências da CVM, tais como, ser autorizada pela CVM, ser intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento, ser acompanhada de laudo de avaliação, ser realizado por meio de leilão em bolsa de valores ou em entidade de mercado de balcão organizado, ser imutável e irrevogável após a sua publicação, salvo expressa e prévia autorização pela CVM.

Estudos Anteriores Relativos ao Tema de Pesquisa

Na literatura brasileira, pode-se citar poucos trabalhos referentes aos motivos que levam as companhias a fecharem seu capital. De forma preliminar, Eid Junior e Horng (2005) abordaram algumas motivações. Porém, uma maior preocupação com este tema, surgiu recentemente, visto que é possível encontrar mais trabalhos dentro desta temática. Em 2014, Padilha (2014) investigou os problemas de agência e acesso ao capital como possíveis determinantes no fechamento de capital e, em 2015, Bortolon e Silva Junior (2015) identificaram características das companhias propensas a fecharem o capital.

Eid Junior (2005), por meio de uma mostra de 103 empresas, que se deslistaram voluntariamente, no período de 2000 a 2005, chegou às seguintes conclusões sobre o que as levam a fecharem o seu capital: relação entre custos e benefícios, ou seja, quando as empresas conseguem obter benefícios com a listagem, os custos têm menor peso, no entanto, quando não conseguem os benefícios esperados, elas se deslistam voluntariamente. Outros fatores, que são inversamente proporcionais ao fechamento de capital são: o crescimento da companhia, liquidez e free-float, isto é, quanto maior essas variáveis, menores as chances da empresa fechar seu capital. Fatores como porte da entidade, grandes investidores (proxy dos custos de monitoramento) e custos de listagem não foram significativos para a decisão da companhia fechar seu capital.

Bortolon e Silva Junior (2015) analisaram 227 empresas que deslistaram no período de 2001 a 2012. As empresas foram analisadas, principalmente, sob dois aspectos: a natureza jurídica do controlador e as motivações para o fechamento de capital. Dentre os principais motivos, estão: a maior concentração de propriedade e controle, menor free-float e menor liquidez das ações; essas conclusões corroboram com os resultados encontrados por Eid Junior (2005). Outras conclusões, desta pesquisa, foram em relação à capacidade de geração de caixa operacional e tamanho da companhia: o primeiro foi medido pela relação entre EBITDA/Receita e constatou que, quanto maior capacidade de geração de caixa operacional maiores as chances da empresa fechar o capital; e a segunda, medida pela receita, concluiu que quanto maior a companhia, maiores as chances dela deslistar.

Padilha (2014) analisou, de forma comparativa, o ano do fechamento com o ano antecedente. Para isso, utilizou 119 empresas que se deslistaram, de 1999 a 2013, e chegou às seguintes conclusões acerca dos motivos para tal desligamento: maior concentração da participação dos controladores, baixa rentabilidade (ROA), menor nível de pagamento de dividendos, menor tamanho (medido pelos ativos), maior fluxo de caixa livre das empresas que se deslistaram e menor alavancagem financeira.

Portanto, de acordo com as pesquisas realizadas dentro dessa temática, pode-se observar alguns pontos semelhantes encontrados pelos autores. Padilha (2014) e Bortolon e Silva Junior (2015) concordam, que as empresas que se deligaram, apresentavam uma maior concentração de participação dos controladores e maior geração de caixa. Quanto às



pesquisas de Eid Junior (2005) e Bortolon e Silva Junior (2015), estas também, chegaram a algumas conclusões semelhantes, em relação aos motivos que levam as companhias a se desligarem da BM&FBOVESPA, como menor free-float e menor liquidez.

Comparando a literatura internacional com os estudos referentes ao mercado brasileiro, pode-se observar pontos em comum. Como no contexto internacional, o Brasil, também apresenta uma relação positiva entre concentração do controle e o fechamento de capital. Além dessa variável, outros resultados também são semelhantes, como o da liquidez das ações, pois apesar dos estudos de Marosi e Massoud (2007) apontarem uma relação negativa, Michelsen e Klein (2011), Mehran e Peristiani (2010) e Bharath e Dittmar (2010) chegaram à mesma conclusão de Eid Junior (2005) e Bortolon e Silva Junior (2015): quanto menor a liquidez, maiores as chances das companhias cancelarem seus registros. Variáveis como tamanho e disponibilidade de caixa, apesar de algumas divergências, também corroboram com os resultados dos estudos realizados em âmbito internacional.

Considerando os estudos nacionais realizados sobre a temática, fechamento de capital, esta pesquisa utiliza como base dois artigos, o de Bortolon e Silva Junior (2015) e o de Padilha (2014).

3 METODOLOGIA

3.1 Tipo de Pesquisa

Metodologicamente, quanto aos objetivos, a pesquisa é classificada como descritiva, e quanto aos procedimentos é documental. De acordo com Gil (2010), a pesquisa descritiva tem como principal objetivo descrever características, fenômenos e estabelecer relações entre variáveis e determinadas populações. Os procedimentos utilizados são de natureza documental, visto que, utilizam planilhas da BM&FBOVESPA e documentos da CVM que ainda não receberam tratamento analítico (GIL, 2010).

Quanto à abordagem do problema, trata-se de um estudo quantitativo, pois utiliza instrumentos estatísticos na coleta e tratamento dos dados (RICHARDSON, 1999).

3.2 Amostra e Fonte dos Dados

A amostra foi constituída por empresas que fecharam seu capital, voluntariamente, no período de 2005 a 2015. Esse período, de onze anos, foi escolhido pelo fato de possuir maior disponibilidade de dados, tanto no site da CVM quanto no site BM&FBOVESPA e no programa Economática e também por gerar uma amostra consistente, ou seja, possuir diversas empresas que fecharam seu capital.

A amostra contempla o ano do fechamento, mais dois anos anteriores a esta data, período suficiente para obter os dados necessários para análise. Visto que, foi utilizada a data do edital da OPA como marco do cancelamento de registro, pois os dados de mercado, como volume financeiro negociado e valor de mercado tem como período de referência, doze meses anteriores a OPA.

De acordo com a BM&FBOVESPA (2016), no período de 2005 a 2015, o número total de empresas que cancelaram seus registros foi de 226. Deste grupo, algumas cancelaram seus registros voluntariamente, ou seja, a decisão foi tomada por parte dos acionistas controladores e adquirentes das empresas. Outras passaram por uma reestruturação societária, como incorporação. Houve ainda, cancelamento de ofício, onde a CVM determina o fim do registro por irregularidades na empresa ou falta de cumprimento das obrigações de companhia aberta. Além dessas, tem algumas situações especiais, como decretação de falência ou liquidação extrajudicial. A tabela 1 mostra a classificação por motivo de deslistagem das 226 empresas no período de 2005 a 2015:

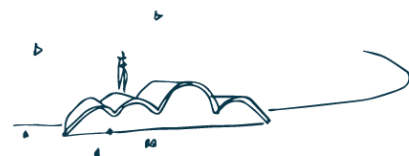


Tabela 1: Classificação de casos de deslistagem por tipo de evento – 2005 a 2015

<i>Evento</i>	<i>Número de casos</i>	<i>% Total</i>
Deslistagem Voluntária	107	47.35%
Reestruturação Societária	81	35.84%
Cancelamento de Ofício	30	13.27%
Situação Especial	8	3.54%
Total	226	100.00%

Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

Dentre as 107 empresas, que cancelaram seus registros voluntariamente, foram feitos ajustes para garantir a consistência da base de dado e aderência à literatura que trata da temática. Sendo assim, foram excluídas instituições financeiras por apresentarem dados diferentes, no que se refere a demonstrações financeiras e para estar em linha com a literatura que é referência deste estudo. Além dessas, foram removidas empresas com dispensa de OPA autorizada pela CVM, pelo fato de não haver acionistas minoritários e a decisão de cancelar o registro ser dos acionistas controladores, sendo assim não possui o edital da OPA ou ações em circulação. Empresas que migraram para o balcão organizado ou não organizado, pois ainda mantem vínculo com a CVM. *Holdings* também foram excluídas, pois são controladoras de outras empresas e assim não há os dados necessários disponíveis. Companhias com informações incompletas ou com menos de dois anos listadas também foram excluídas, devido à indisponibilidade de dados. Após os ajustes, a amostra final é composta por 54 empresas, que cancelaram seus registros voluntariamente.

3.3 Descrição das Variáveis

As variáveis utilizadas neste estudo estão alinhadas com as pesquisas realizadas por Padilha (2014) e Bortolon e Silva Junior (2015). Dessa forma, estão agrupadas em duas hipóteses que norteiam o evento fechamento de capital, e algumas variáveis estão em um terceiro grupo denominado variáveis de controle. A seleção dessas variáveis levou em consideração alguns fatores como disponibilidade de dados e significância das mesmas em outras pesquisas relacionadas.

H1: Maior possibilidade de apresentar problemas de agência nas empresas que fecham o capital.

Para testar essa hipótese foram utilizadas as seguintes variáveis:

- **Participação acionária dos Controladores:** A concentração de propriedade, através da maior participação de acionistas controladores, é um fator apontado como significativo em pesquisas realizadas por Michelsen e Klein (2011), Padilha (2014) e Bortolon e Silva Junior (2015).
- **Fluxo de Caixa Livre:** Segundo Jensen (1986), a distribuição de caixa aos acionistas reduz os recursos dos gestores, diminuindo assim seu poder e aumentando a possibilidade de monitoramento do mercado de capitais. Sendo assim, as empresas que fecham o capital apresentam uma tendência a reter fluxo de caixa livre.
- **Retorno Sobre Ativo (ROA):** Espera-se que a rentabilidade seja menor para empresas que se deslistaram, conforme Padilha (2014).
- **Dividendos Pagos:** Como o objetivo da administração é reter recursos, conforme Jensen (1986) espera-se que as empresas deslistadas tenha uma distribuição de dividendos mais restritiva.

H2: Empresas com menor acesso a capital tendem a cancelar o registro.



- **Alavancagem Financeira:** Empresas com acesso a financiamento por meio da dívida têm maiores chances de fechar o capital, segundo Bharath e Dittimar (2006).

Variáveis de Controle

- **Valor de Mercado em relação ao valor contábil do PL (MTB):** Segundo Weir, Laing e Wringt (2005) existem empresas listadas, que possuem suas ações subavaliadas. Sendo assim, essa variável irá verificar se as ações das empresas que saem da bolsa são subavaliadas.

- **Free-Float:** Segundo Eid Junior e Horng (2005) e Michelsen e Klein (2011), empresa com baixo *Free-Float* são mais propensas a fecharem o capital, pois muitas ações nas mãos de pequenos investidores dificultam os processos de aprovação em assembleia, mas poucas reduz o custo de aquisição de ações em circulação no mercado.

- **Turnover:** Padilha (2014) utilizou essa variável como forma de verificar se liquidez é um fator determinante para empresa fechar o capital, pois este indicador mostra, a velocidade na qual a empresa consegue transformar papeis em receita. Porém, além de evidenciar a liquidez é uma *proxy* de visibilidade, pois investidores buscam negociar ações com informações mais transparentes (MEHRAN E PERISTIANI, 2010).

- **Liquidez das ações:** Quanto menor a liquidez das ações, maior o incentivo a deslistagem, pois a baixa liquidez dificulta o processo de capitalização da empresa. (EID JUNIOR e HORNG, 2005 e MICHELSEN e KLEIN, 2011). Esse indicador será dado, pela seguinte equação, $p/P \sqrt{n/N} * v/V$, onde p é número de dias em que houve negociação da ação, P é dias com negociação no mercado, n é o número de negócios com a ação, N é o número total de negócios no mercado, v é o volume financeiro negociado com a ação e V o volume total negociado no mercado.

- **Tamanho:** Segundo Michelsen e Klein (2011), Engel, Hayes e Wang (2006) e Bortolon e Silva Junior (2015) quanto menor a empresa maior será a possibilidade dela fechar o capital.

3.4 Modelo Econométrico.

O modelo utilizado para analisar os fatores que levam as empresas componentes da amostra a fecharem seu capital foi à regressão logística, visto que o fechamento de capital é um evento binário. Assim, será estimado o efeito das variáveis independentes sobre a probabilidade de ocorrência da variável dependente. Para a deslistagem (variável dependente), será atribuído o valor de 1 (um); o valor 0 (zero) será atribuído ao período em que a empresa esteve listada, ou seja, nos dois anos anteriores ao edital da OPA de cancelamento de registro (variável independente). Este mesmo modelo foi utilizado nos trabalhos de Bortolon e Silva Junior (2015) e Padilha (2014).

Os dados de demonstrações financeiras e de mercado foram empilhados, ou seja, primeiramente, foi atribuído o valor de 1 para as empresas em t (ano do cancelamento de registro), logo em seguida, para as empresa em t-1 (ano anterior ao ano do cancelamento), foi atribuído o valor de 0, dessa forma, a regressão logística foi gerada para o período de t-1. Posteriormente, foram empilhados os dados de t e t-2 (segundo ano anterior ao ano de cancelamento) e gerado uma nova regressão logística, que foi comparada com a regressão do período t-1. A regressão logística será dada por:



$$Prob(\text{Fechamento de Capital}=1) = \alpha_i + \beta_1 PCONT_i + \beta_2 FCFL_i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 DIVID_i + \beta_5 LEVER_i + \beta_6 MTB_i + \beta_7 FF_i + \beta_8 TOVER + \beta_9 LA_i + \beta_{10} ATIVO_i$$

Em que:

Fechamento de Capital = 1

Manter-se Listada = 0

PCONT = Participação dos Acionistas Controladores

FCFL = Fluxo de caixa livre

ROA = Retorno sobre ativos

DIVID = Dividendos Pagos

LEVER = Alavancagem Financeira

MTB = Valor de Mercado em relação ao valor contábil do Patrimônio Líquido

FF = Free-Float

TOVER = Volume Financeiro negociado em relação ao valor de mercado

LA = Liquidez das Ações

Ativo Total = Tamanho da Empresa

α_i = Intercepto.

β_1 = Coeficiente

O programa estatístico utilizado, para calcular a regressão logística, foi o *software* Stata®. Nele foi realizado o teste de correlação para identificar as variáveis que possuíam forte correlação entre si, a fim de evitar problemas de multicolineariedade. Após essa análise, de correlação, o modelo foi ajustado, ou seja, foram retiradas algumas variáveis e incluídas outras. Com as variáveis ajustadas o modelo LOGIT foi estimado, o efeito marginal e a tabela de expectativa de predição foram geradas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

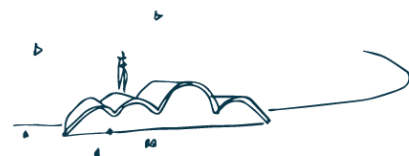
Análise Estatística e Ajustes do Modelo

Primeiramente, o modelo foi gerado com todas as variáveis escolhidas para explicar os fatores que levam as empresas da BM&FBOVESPA a fecharem o capital. Sendo assim, para ambas as amostras (t-1 e t-2), foi gerada a Matriz de Correlação de Person, regressão logística e o efeito marginal. Para amostra (t-1), não houve variáveis significativas, sendo necessário realizar ajustes, já para amostra (t-2) houve variáveis significativas.

O ajuste realizado na amostra t-1 foi feito por meio de exclusão de variáveis. O critério para retirada do modelo foi o coeficiente de correlação, ou seja, aquelas variáveis mais autocorrelacionadas foram excluídas.

Sendo assim, com base na matriz de correlação de Person, a amostra t-1 apresenta uma correlação moderada entre o ROA e o lnativo, com coeficientes próximos 0,5. Sendo assim, testou-se o modelo, primeiramente, sem o lnativo e, posteriormente, sem ROA. Dessa forma, a significancia das variáveis e a tabela de predição do modelo, melhora sem o ROA. Então, para amostra t-1, o ROA foi excluído e os dados obtidos para análise após este ajuste estão nas tabelas 2, 3 e 4:

Tabela 2: Regressão Logística após ajustes -amostra t-1



Logistic regression
Log likelihood = -54.228604

Number of obs = 108
LR chi2(9) = 41.26
Prob > chi2 = 0.0000
Pseudo R2 = 0.2756

y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
pcont	9.679554	2.677516	3.62	0.000	4.431719 14.92739
ebtida	2.56e-07	4.50e-07	0.57	0.569	-6.26e-07 1.14e-06
divid	-.2319542	.2399197	-0.97	0.334	-.7021882 .2382797
lever	-.0187985	.0282133	-0.67	0.505	-.0740957 .0364986
mtb	.0106104	.0494235	0.21	0.830	-.0862578 .1074787
tover	-27.87654	22.47522	-1.24	0.215	-71.92716 16.17408
lnativo	-.1393186	.1537168	-0.91	0.365	-.4405979 .1619607
liq	-5.01e-09	1.01e-08	-0.50	0.619	-2.48e-08 1.47e-08
freefloat	-14.49877	3.319994	-4.37	0.000	-7.991702 21.00584
_cons	-7.704589	2.999263	-2.57	0.010	-13.58304 -1.826141

Fonte: Dados da pesquisa

Após a exclusão do ROA, as variáveis PCONT e *Freefloat*, ao nível de 5% de significância, são significativas. O *Count R²* sofre uma pequena redução passando de 28,07% para 27,56%. Já em relação a tabela de expectativa de predição houve uma pequena melhora na classificação correta dos dados. No efeito marginal, as variáveis passam a ser significativas, conforme tabelas 3 e 4:

Tabela 3: tabela de expectativa de predição após ajuste da amostra t-1

Classified	True		Total
	D	~D	
+	44	14	58
-	10	40	50
Total	54	54	108

Classified + if predicted Pr(D) >= .5
True D defined as y != 0

Sensitivity	Pr(+ D)	81.48%
Specificity	Pr(- ~D)	74.07%
Positive predictive value	Pr(D +)	75.86%
Negative predictive value	Pr(~D -)	80.00%
False + rate for true ~D	Pr(+ ~D)	25.93%
False - rate for true D	Pr(- D)	18.52%
False + rate for classified +	Pr(~D +)	24.14%
False - rate for classified -	Pr(D -)	20.00%
Correctly classified		77.78%

Fonte: Dados da pesquisa

A tabela de expectativa de predição classificou corretamente em t-1 76,85% das observações e em t-1 após o ajuste 77,78%. Em relação à sensibilidade, passou de 79,63% em t-1 para 81,48% em t-1 ajustado, e a especificidade manteve-se a mesma 74,07%. Sendo assim, pode-se dizer que o modelo está bem ajustado e pode ser utilizado para análise.

Tabela 4: Efeito Marginal após ajuste da amostra t-1



Marginal effects after logit
 $y = \text{Pr}(y)$ (predict)
 = .46115772

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
pcont	2.405285	.64674	3.72	0.000	1.1377 3.67287	.695936
ebtida	6.37e-08	.00000	0.57	0.569	-1.6e-07 2.8e-07	254483
divid	-.0576386	.05951	-0.97	0.333	-.17428 .059003	.374909
lever	-.0046713	.00703	-0.66	0.506	-.018444 .009101	.96463
mtb	.0026366	.01229	0.21	0.830	-.021443 .026716	2.10571
tover	-6.927077	5.60386	-1.24	0.216	-17.9104 4.05628	.004826
lnativo	-.0346195	.03819	-0.91	0.365	-.109478 .040239	12.8666
liq	-1.25e-09	.00000	-0.50	0.619	-6.2e-09 3.7e-09	5.4e+06
freefl~t	-3.602818	.80929	-4.45	0.000	-2.01664 5.189	.192029

Fonte: Dados da pesquisa

Portanto, após a exclusão do ROA, o modelo passa a ter variáveis estatisticamente significativas e mantém a capacidade de classificar corretamente os dados. Visto que, as variáveis PCONT e *Freefloat*, que anteriormente não eram significativas, passaram a ser, e mesmo sem o ROA, o modelo mantém uma boa capacidade de classificação correta dos dados.

Para a amostra t-2, também foram realizados os mesmos procedimentos, ou seja, foi gerada a matriz de correlação, a regressão logística, o efeito marginal e a tabela de expectativa de predição. Os resultados encontrados estão expostos nas tabelas 5, 6 e 7:

Tabela 5: Regressão logística da amostra t-2

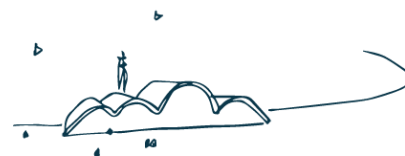
Logistic regression	Number of obs	=	108
	LR chi2(10)	=	41.39
	Prob > chi2	=	0.0000
Log likelihood = -54.16381	Pseudo R2	=	0.2765

y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
pcont	10.67011	2.73754	3.90	0.000	5.304627 16.03559
ebitdat	8.59e-07	5.92e-07	1.45	0.147	-3.01e-07 2.02e-06
roa	.26192	.3330537	0.79	0.432	-.3908532 .9146933
divid	.1735986	.4851439	0.36	0.720	-.777266 1.124463
lever	-.0022748	.0182019	-0.12	0.901	-.0379499 .0334003
mtb	-.0551516	.047221	-1.17	0.243	-.1477032 .0373999
tover	2.660855	23.14157	0.11	0.908	-42.69579 48.0175
lnativo	-.3855451	.2157704	-1.79	0.074	-.8084473 .0373571
liq	-4.60e-09	1.18e-08	-0.39	0.697	-2.78e-08 1.86e-08
freefloat	-13.85883	3.324664	-4.17	0.000	-7.342611 20.37506
_cons	-5.384486	3.139145	-1.72	0.086	-11.5371 .7681253

Fonte: Dados da pesquisa.

Para amostra t-2, o *Count R*² apresentou-se próximo do ajustamento geral da amostra t-1, 27,65%. O que indica, que de uma forma geral, o modelo não está bem ajustado. Há 5% de significância, a regressão logística apresenta o PCONT e o *Freefloat* como significativos, mas a 10% de significância, pode-se concluir que o lnativo é significativo, pois apresenta P-valor de 0,074.

Tabela 6: Efeito Marginal para amostra t-2



Marginal effects after logit
 $y = \text{Pr}(y)$ (predict)
 = .66533264

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
pcont	2.375861	1.13256	2.10	0.036	.15608	4.59564		.679221
ebitdat	1.91e-07	.00000	1.32	0.186	-9.2e-08	4.7e-07		229265
roa	.0583205	.05234	1.11	0.265	-.044267	.160908		3.39595
divid	.0386543	.10818	0.36	0.721	-.17338	.250688		.1973
lever	-.0005065	.00406	-0.12	0.901	-.008461	.007448		1.84806
mtb	-.0122803	.0111	-1.11	0.268	-.034029	.009468		2.06454
tover	.5924796	5.13947	0.12	0.908	-9.48069	10.6657		.004231
lnativo	-.0858474	.0506	-1.70	0.090	-.185019	.013324		12.8461
liq	-1.03e-09	.00000	-0.38	0.701	-6.3e-09	4.2e-09		1.1e+07
freefl-t	-3.085879	1.43047	-2.16	0.031	-.282218	5.88954		.202915

Fonte: Dados da pesquisa.

O efeito marginal indica que as variáveis PCONT e Freefloat são significativas a 5% de significância, da mesma forma que na regressão logística. Porém, há 10% de significância, pode-se dizer que o lnativo é estatisticamente significativo, dessa forma, também será utilizado para fins de análise.

Tabela 7: tabela de expectativa de predição da amostra t-2

Classified	True		Total
	D	~D	
+	43	15	58
-	11	39	50
Total	54	54	108

Classified + if predicted $\text{Pr}(D) \geq .5$
 True D defined as $y \neq 0$

Sensitivity	$\text{Pr}(+ D)$	79.63%
Specificity	$\text{Pr}(- \sim D)$	72.22%
Positive predictive value	$\text{Pr}(D +)$	74.14%
Negative predictive value	$\text{Pr}(\sim D -)$	78.00%
False + rate for true ~D	$\text{Pr}(+ \sim D)$	27.78%
False - rate for true D	$\text{Pr}(- D)$	20.37%
False + rate for classified +	$\text{Pr}(\sim D +)$	25.86%
False - rate for classified -	$\text{Pr}(D -)$	22.00%
Correctly classified		75.93%

Fonte: Dados da pesquisa.

Para amostra t-2 não foi necessário realizar ajustes, visto que, apresentou variáveis significativas tanto no modelo Logit quanto no efeito marginal, há 5% e a 10% de significância. Apesar do ajuste geral ser baixo, o modelo classifica corretamente 75,93% das observações, apresenta sensibilidade de 79,63% e especificidade de 72,22%. Sendo assim, pode-se concluir que o modelo está bem ajustado e pode ser utilizado para análise, da mesma forma que a amostra t-1.

Para compor o modelo e explicar os possíveis fatores que levam as empresas a fecharem o capital foram selecionadas 10 (dez) variáveis. Dessas, ao nível de 5% de significância 2(duas) são significativas para amostra t-1 e t-2, que são o PCONT e o Freefloat. Ao nível de 10% de significância, a amostra t-2 apresenta o lnativo como significativo.



Dessa forma, para fins de análise e explicação do problema pesquisa, serão consideradas apenas estas variáveis, visto que, estatisticamente as demais são insignificantes.

Em ambas as amostras a participação dos acionistas controladores foi significativa e seu coeficiente positivo está de acordo com o esperado, ou seja, quanto maior a concentração de propriedade maior a probabilidade da empresa fechar o capital. Dessa forma, analisando o efeito marginal, tem-se em t-1, que a variação de 1 (uma) unidade na variável PCONT, aumenta a probabilidade da empresa deslistar em 2,4052 pontos percentuais. Comparando o ano do fechamento com dois anteriores (t-2) o aumento da probabilidade mantém-se por volta de 2,3755 pontos percentuais. Dessa forma, tem-se uma tendência da empresa aumentar a concentração do controle à medida que se aproxima do cancelamento de registro voluntário.

Estes dados corroboram com a pesquisa de Padilha (2014) e Bortolon e Silva Junior (2015), que encontraram médias de participação do acionista controlador próximas de 70% no ano do fechamento e 65 % no ano anterior. Além disso, essa variável também foi significativa para ambos os estudos.

Como era esperado que a concentração de controle aumentasse à medida que chegasse próximo a decisão de fechar o capital, em relação ao *Free-float* era esperado o contrário. Ou seja, que houvesse uma redução quando se aproximasse do período de deslistagem. Este fato se confirma, através do coeficiente negativo, tanto na regressão logística quanto no efeito marginal. Dessa forma, tem-se em t-1, que o aumento de uma unidade na variável *Free-float*, causa variação, em sentido contrário, ao cancelamento de registro de 3,6028 pontos percentuais, ou seja, quanto maior o *Free-float*, maior a probabilidade da empresa se manter listada. Em relação à t-2, o resultado se mantém aproximadamente o mesmo, ou seja, apresenta coeficiente com sinal negativo e efeito marginal de -3,0858. Portanto, pode-se dizer que a redução do *Free-float* sinaliza que a empresa se prepara para cancelar o registro. Pois a aquisição das ações remanescentes é mais fácil de ser feita por parte dos acionistas controladores, visto que não precisaram adquirir um percentual tão significativo de ações nas mãos de acionistas minoritários. Estes resultados corroboram com os estudos de Eid Junior e Horng (2005) e Bortolon e Silva Junior (2015), que também encontraram relação negativa e significativa do *Free-Float* com o evento de fechar o capital.

A variável Fluxo de Caixa Livre (FCFL), representada pelo EBITDA, está presente como significativa nos estudos de Padilha (2014) e Bortolon e Silva Junior (2015). O FCFL apresentou o sinal positivo esperado pela literatura, ou seja, quanto maior o fluxo de caixa, maiores as chances das empresas fecharem o capital, pois a distribuição de caixa aos acionistas reduz os recursos sob administração dos gestores, reduzindo o poder destes e aumentando a possibilidade de monitoramento dos mercados de capitais. No entanto, não apresentou uma relação estatística significativa neste estudo.

As variáveis dividendos pagos, liquidez das ações e *Turnover* apresentaram os coeficientes esperados pelo modelo Logit, ou seja, negativo. Quanto maior estes indicadores menores as chances da empresa fechar o capital, porém eles foram estatisticamente insignificantes para a análise desse estudo. Os dividendos pagos foram baixíssimos nos três anos analisados, com valores zero ou próximo de zero. Dessa forma, as empresas que fecham o capital apresentam uma distribuição restritiva de dividendos tanto no ano do fechamento como nos anteriores. A insignificância estatística corrobora com o resultado encontrado por Bortolon e Silva Junior (2015).

Apesar da variável *Market-to-Book* apresentar o coeficiente negativo esperado, indicando que se a empresa não estiver subavaliada, maiores as chances dela permanecer na bolsa, a mesma não foi estatisticamente significativa. Assim, não pode-se concluir que as empresas que deslistam apresentam problema de subavaliação. Este resultado corrobora com Padilha (2014) que também não encontrou relação estatística significativa.



A alavancagem financeira apresentou uma relação negativa com o fechamento de capital, ou seja, empresas que possuem acesso a financiamento por meio de capital de terceiros possuem maiores chances de deixar a bolsa, conforme o esperado. Porém, não foi estatisticamente significativa. Assim, não pode-se concluir, que empresas que fecham o capital são menos alavancadas ou possuem menor acesso a capital de terceiros.

Cabe ressaltar, que os estudos comparativos utilizados, tais como os realizados por Eid Junior e Horng (2005), Padilha (2014) e Bortolon e Silva Junior (2015), utilizam para amostra das empresas que fecharam o capital o ano do fechamento e anos anteriores, no entanto compara essa amostra com empresas que estão listadas, ou seja, comparam com empresas que possuem o capital aberto. Dessa forma, apesar da pesquisa encontrar resultados semelhantes, como em relação à participação dos acionistas controladores, free-float e tamanho, que foram significativos, há diferenças de resultados que podem ser referentes à metodologia utilizada. Visto que, o presente estudo, busca identificar dentro dos dados das próprias empresas, sinais que elas iram fechar o capital

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste estudo foi investigar os fatores que levam as empresas a fecharem o capital. Sendo assim, utilizou uma amostra de 54 empresas da BM&FBOVESPA que se deslistaram voluntariamente no período de 2005 a 2015. Para identificar os motivos que levam as empresas à deslistarem, as variáveis explicativas foram agrupadas em duas hipóteses, sendo a primeira, que as empresas que fecham o capital possuem possibilidade de apresentar problemas de agência e a segunda que empresas que possuem menor acesso à capital tendem a sair da bolsa e o terceiro grupo é referente às variáveis de controle.

As variáveis selecionadas para identificar problemas de agência foram o percentual de participação dos acionistas controladores, Fluxo de caixa livre, Retorno sobre ativos e Dividendos Pagos. Destas, apenas o percentual de participação dos acionistas controladores foi significativo, sendo assim, conclui-se que empresas que apresentam uma elevada concentração de propriedade tendem a deixar a bolsa. Este resultado é coerente com as características do mercado acionário brasileiro, conforme é exposto por Leal, Silva e Valadares (2002) que destacam os seguintes pontos em comum das empresas listadas na bolsa: alta concentração do poder de voto, participação dos grandes acionistas no capital votante e no capital total, e acionistas controladores com participações além da necessária para manter o controle.

A hipótese de que empresas que possuem menor acesso capital de terceiros tendem a sair da bolsa não se confirma. Visto que, apesar do coeficiente da alavancagem financeira apresentar o sinal esperado, ou seja, negativo, que indica que o aumento ao acesso a fontes de financiamento impacta em sentido contrário ao fechamento de capital, não apresentou significância estatística. Dessa forma, não pode-se concluir que empresas que deslistam possuem uma menor alavancagem.

Em relação às variáveis de controle, que foram *Market-to-Book*, *Freefloat*, *Turnover*, liquidez das ações e lnativos totais, o *Freefloat* foi significativo a 5% de significância e o lnativos totais a 10%. Dessa forma, empresas que fecham o capital apresentam menores percentuais de ações de livre negociação que não pertencem a acionistas controladores ou acionistas que detenham mais de 5% do capital total da empresa. Além disso, uma redução dos ativos totais, ou seja, do tamanho da empresa, indica que a mesma pode fechar o capital.

Portanto, pode-se concluir que o fator determinante para o fechamento de capital é a alta concentração de propriedade. Uma vez que, não se justifica uma empresa abrir seu capital a livre negociação e manter o mesmo nas mãos dos acionistas controladores. Visto que, a abertura de capital sujeita a companhia a custos para manter-se listada e a uma maior



regulação por parte da CVM. Dessa forma, se a empresa abre seu capital e não realiza negociação no mercado de bolsa, não usufruirá do benefício de ter acesso a capital via emissões de ações.

A pesquisa possui limitação quanto ao período de tempo estudado. Uma vez que as empresas permanecem, em média, 25 anos ou mais listadas, mas o estudo utiliza apenas três anos. Dessa forma, nestes últimos anos, as empresas já apresentam dados semelhantes para o período, um exemplo disso é a liquidez e o volume financeiro, que nos três últimos anos muitas empresas já não possuem movimentação ou negociação no mercado, ou seja, apresentam valores próximos de zero ou zero.

Como o fechamento de capital, no Brasil, ainda é um tema pouco explorado, e necessita de estudos constantes, recomenda-se a continuidade das pesquisas dentro desta temática. Assim, apresentam-se como sugestões para próximos trabalhos: Fazer um estudo comparativo do antes e depois da empresa se deslistar, para verificar se houve uma melhora da mesma; Acrescentar variáveis, tais como, custo de se manter listada e valor de mercado; Utilizar um período maior, ou seja, anos iniciais da empresa na bolsa comparados há anos próximos do cancelamento de registro; Pesquisar mais a fundo os motivos da empresa abrir o capital e manter o mesmo nas mãos dos acionistas controladores.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. (2000). Mercado financeiro. 3. ed. São Paulo: Atlas.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. (1984). A moderna sociedade anônima e a propriedade privada. São Paulo: Abril Cultural.

BHARATH, S.T.; DITTMAR, A.K. (2006). *To be or not to be (public): Using going private transactions to examine why firms go public. Working paper, University of Michigan Ross School of Business*. Recuperado em 11 maio, 2016, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=951710&download=yes.

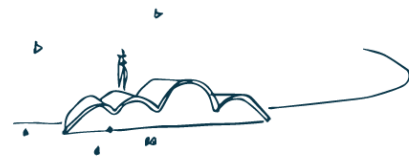
_____. (2010). *Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets? The Review of Financial Studies*, v.23, n.5, p. 1771-1818. Recuperado em 11 maio, 2016, de http://webuser.bus.umich.edu/adittmar/Research/publicprivatepaperApril202009_RFS.pdf.

BLAYDON, C.; WAINWRIGHT, F. (2006). *Tuck School of business at Dartmouth. The Balance Between Debt and Added Value*.

BM&FBOVESPA. (2016). Produtos. Empresa com listagem cancelada no mercado de bolsa. São Paulo. Recuperado em 12 maio, 2016, de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/acoes/empresas-com-listagem-cancelada-no-mercado-de-bolsa/.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado em 19 novembro, 2016, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm.

BOOT, A. W. A.; GOPALAN, R.; THAKOR, A. V. (2006). *The entrepreneur's choice between private and public ownership. The Journal of Finance*, 61(2), 803-836. Recuperado em 11 maio, 2016, de <http://apps.olin.wustl.edu/faculty/gopalan/pvp1.pdf>.



BORTOLON, PATRICIA MARIA ; SILVA JUNIOR, ANNOR DA . (2015). *Determining Factors for Delisting of Companies Listed on BM&FBOVESPA*. Revista Contabilidade & Finanças (Online), v. 26, p. 140-153.

BURGHOF, H. E SCHILLING. (2003). *Going Private als Corporate Governance Trasaktion*. *Betr Forsch Prax, BFuP*, (5) 117-136.

CVM - Comitê Consultivo de Educação da Comissão de Valores Mobiliários. (2014). Mercado de valores mobiliários brasileiro. 3. ed. Rio de Janeiro: CVM.

DE CARVALHO, A. G. (2002). Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Revista Econômica do Nordeste, 33(4), 694-715. Recuperado em 11 maio, 2016, de http://www.bnb.gov.br/projwebren/Exec/artigoRenPDF.aspx?cd_artigo_ren=275.

EID JUNIOR, W. E HORNG, W. J. (2005). A saída: uma análise da deslistagem na BOVESPA. Working Paper. Recuperado em 01 novembro, 2015, de <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/15553?show=full>.

ENGEL, E.; HAYES, R.M.; WANG, X. (2006). *The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions*. *Journal of Accounting and Economics*, v. 44, p. 116-145. Recuperado em 11 maio, 2016, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=546626.

GAUGHAN, Patrick A. (2007). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.

GIL, Antônio Carlos. (2010). Como elaborar projetos de pesquisa. (10.ed.). São Paulo: Atlas.

GUJARATI, D. N. (2005). *Econometria Básica*. (3. ed.) São Paulo: Pearson Education do Brasil.

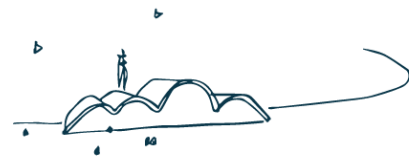
GROSSMAN, S.J. & HART, O.D. (1980). *The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*. *The Bell Journal of Economics*, v. 11, n. 1, p. 42-64. Recuperado em 11 maio, 2016, de http://www.nuff.ox.ac.uk/users/klemperer/IO_Files/takeover%20bids%20Grossman%20and%20Hart.pdf.

JENSEN, M.C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-329. Recuperado em 11 maio, 2016 de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=99580.

_____. (1989). *Eclipse of the Public Corporation*. *Harvard Business Review*, sep / oct. Recuperado em 11 maio, 2016, de <https://hbr.org/1989/09/eclipse-of-the-public-corporation>.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360. Recuperado em 11 maio, 2016, de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>.

KIESCHNICK Jr., R.L. (1998). *Free Cash Flow and Stockholder Gains In Going Private Transactions Revisited*. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 25, n. 1 e 2, p. 187-202. Recuperado em 11 maio, 2016, de <http://www.periodicos.capes.gov.br>.



LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal; VALADARES, Silvia Mourthé. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista Administração Contemporânea*. [online], vol.6, n.1, pp.7-18.

LEHN, K.; POULSEN, A. (1989). *Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions*. *The Journal of Finance*, v. 44, n. 3, p. 771-787. Recuperado em 11 maio, 2016, de <http://www.periodicos.capes.gov.br>.

LEUZ, C.; TRIANTIS, A.; WANG, T.Y. (2008). *Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations*. *Finance Working Paper*, n. 155/2007, University of Maryland, Robert H. Smith School. Recuperado em 11 maio, 2016, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=592421.

MAROSI, A.; MASSOUD, N. (2007). *Why Do Firms Go Dark? Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 42, n. 2, p. 421-442. Recuperado em 11 maio, 2016, de <http://www.periodicos.capes.gov.br>.

MEHRAN, H. & PERISTIANI, S. (2010). *Financial Visibility and the Decision to Go Private*. *The Review of Financial Studies*, v. 23, n. 2, p. 519-546. Recuperado em 11 maio, 2016, de http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2006-Madrid/papers/438760_full.pdf.

MICHELSEN, M.; KLEIN, C. (2011). "Privacy please!" : the public to private decision in Germany. *Review of Managerial Science*, 5 (1), 49-85. Recuperado em 12 maio, 2016, de <http://www.periodicos.capes.gov.br>.

PADILHA, M. T. C. (2014). Por que as empresas fecham o capital no Brasil? Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.

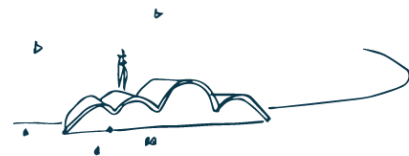
RENNEBOOG, L.; SIMONS, T. (2005). *Public-to-Private Transactions –LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*. *CentER Discussion Paper*, No. 98, aug. Recuperado em 12 maio, 2016, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796047.

RENNEBOOG, L.; SIMONS, T.; WRIGHT, M. (2007). *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, p. 591-628. Recuperado em 12 maio, 2016, de <http://www.periodicos.capes.gov.br>.

RICHARDSON, R. J. (1999). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. 3. ed. São Paulo: Atlas.

SIQUEIRA, C.A.J. (2010). *Fechamento de capital: Oferta Pública de Aquisição de Ações e Outras Modalidades*. Ribeirão Preto, Migalhas.

WEIR, C.; LAING, D. & WRIGHT, M. (2005). *Incentive effects, monitoring mechanisms and the market for corporate control at going private transactions in the UK*. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 32, n. 5 e 6, p. 909-943. Recuperado em 12 maio, 2016, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=379101.



WEIR, C. & WRIGHT, M. (2006). *Governance and takeovers: are public-to-private transactions different from traditional acquisitions of listed corporations?* *Accounting and Business Research*. v. 36, n. 4, p. 289-307.

WORLD BANK. (2016). Indicator. Listed domestic companies, total. Recuperado em 12 maio, 2016, de <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO>.