

## **O NÍVEL DE CAIXA E A PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS PODEM AFETAR A DESLISTAGEM DE EMPRESAS NO BRASIL?**

**JULIANA RODRIGUES OLIVEIRA**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

juju19@yahoo.com.br

**FERNANDA MACIEL PEIXOTO**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

fmacielpeixoto@gmail.com

**CLÁUDIA OLÍMPIA NEVES MAMEDE MAESTRI**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

claudiamamede@yahoo.com.br

# O NÍVEL DE CAIXA E A PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS PODEM AFETAR A DESLISTAGEM DE EMPRESAS NO BRASIL?

## 1 INTRODUÇÃO

A decisão da empresa de se manter ou não listada, advém da análise gerencial dos fatores que mensuram os custos e benefícios intrínsecos ao processo decisório. Algumas vantagens relacionadas à decisão de listagem são maior acesso ao capital de terceiros com menor custo de crédito, maior controle e monitoramento das deliberações gerenciais, melhor reputação da companhia no mercado de ações, dentre outras (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998; Silva, 2000; Leal & Saito, 2003; Eid Júnior & Horng, 2005). Já o processo de deslistagem do mercado de capitais pode advir de fatores como nível de caixa, custos envolvidos com a listagem das companhias no mercado acionário e realinhamento do quadro societário da empresa.

No mercado acionário brasileiro, o processo de deslistagem de empresas é efetivado a partir de duas categorias, a primeira, por ofício de forma involuntária, regulada pela Instrução CVM nº 287/1998 onde ocorre a extinção da companhia, cancelamento do registro comercial e paralisação das atividades por um período superior a três anos, e seu registro de companhia pública suspenso por mais de um ano. A segunda, por meio da oferta pública de aquisição (OPA), regulada pela Instrução CVM nº 361/2002, de forma voluntária: OPA para cancelamento de registro, OPA para aumentar a participação acionária do controlador, OPA voluntária, entre outras (Bortolon & Silva Júnior, 2015a). Neste estudo o foco é a deslistagem voluntária, por delimitar as companhias que optaram pela ruptura com o mercado de capitais. Segundo Eid Júnior e Horng (2005), os dados relativos as empresas que se deslistaram de forma involuntária nem sempre estão disponíveis, dado que as mesmas por vezes não cumprem com os requisitos exigidos pelos órgãos reguladores.

Na década de 2000 ocorreu um aumento dos fechamentos de capital supostamente devido aos custos impostos pela implementação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) às empresas de capital aberto, o que afetou de forma mais acentuada as empresas menores (Engel, Hayes, & Wang, 2007). Essa lei implantada em 2002 pelo mercado norte-americano, impôs uma série de exigências relativas a controles e divulgação de informações. Por sua vez, no Brasil o lançamento dos níveis diferenciados de Governança Corporativa (GC) pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA ocorreu em 2000, dando ênfase à proteção aos investidores e transparência das informações publicadas pelas empresas (Saito & Padilha, 2015).

Nessa mesma linha de estímulo as práticas de GC nas empresas e no mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou em 2002 algumas recomendações (Castro Júnior, Conceição, & Santos, 2011). Tais publicações, juntamente com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e a própria Lei 10.303/01 (que dispõe sobre as Sociedades por Ações) foram imprescindíveis para a adoção das práticas de GC no país (Ponte *et al.*, 2012).

Apesar do avanço das práticas de GC no Brasil, observou-se um aumento da quantidade de deslistagens na BM&FBovespa no período de 2006 a 2014 totalizando 190 deslistagens, que podem ser justificadas por fatores que possivelmente reduziram os efeitos dos mecanismos relativos a GC (Santos, 2016). Também cabe ressaltar, que os problemas de agência já foram sinalizados pela literatura como elementos responsáveis pela saída das companhias do mercado acionário (Mehran & Peristiani, 2010; Bharath & Dittmar, 2010; Pour & Lasfer, 2013; Bortolon & Silva Júnior, 2015b; Saito & Padilha, 2015).

Por sua vez, ao se analisar a questão do fluxo de caixa livre, alguns autores perceberam que o maior nível de caixa disponível na firma ocasionaria um aumento da quantidade de deslistagens na bolsa, haja vista que tais empresas por disponibilizarem de recursos próprios

não necessitariam de capital de terceiros para financiar seus investimentos (Bortolon & Silva Júnior, 2015a, 2015b; Saito & Padilha, 2015).

Por outro lado, observa-se que o fechamento de capital pode ser uma consequência do controle da expropriação de acionistas minoritários (Du, He, & Yuen, 2013). Adicionalmente, ao averiguar a questão do processo de deslistagem em cenário de instabilidade econômica, Santos (2016) constatou que em momentos de crise o número de fechamentos de capital na bolsa foi inferior se comparado com períodos econômicos de crescimento.

Neste cenário, este trabalho teve por objetivo analisar a relação existente entre disponibilidade de caixa e proteção aos acionistas minoritários com a deslistagem voluntária das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, levando-se em consideração os momentos distintos relativos a crise e não crise no período de 2004 a 2015. A amostra compreendeu todas as empresas listadas na bolsa neste período, com exceção das firmas pertencentes ao setor financeiro e de fundos, envolvendo um universo de 576 empresas, das quais 243 se deslistaram, sendo 112 deslistagens voluntárias. O modelo de regressão adotado foi o *logit* com dados em painel.

Este estudo se justifica por abordar as questões essenciais que surgem como fatores determinantes do fechamento de capital envolvendo um tema que apresenta ainda lacunas na literatura (Eid Júnior & Horng, 2005). A contribuição deste estudo está focada em demonstrar os aspectos relativos ao fechamento de capital, visando o delineamento dos fatores que podem impactar no retrocesso do mercado de capitais e as possíveis alternativas de controle destes elementos. Além disso, é possível contribuir com os órgãos de fomento ao fornecer informações essenciais que colaboram com as políticas de desenvolvimento e proteção do mercado acionário brasileiro (Eid Júnior & Horng, 2005).

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

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

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

Neste contexto, tem-se o caixa como fator relevante que propicia a gestão e implementação de projetos que podem ser capazes de alcançar um retorno financeiro considerável (Harford, 1999). Assim, a política de retenção de caixa adotada por algumas empresas têm sido alvo de observações por parte dos acionistas, gestores e do mercado de capitais no geral, haja vista que o montante de caixa disponível na firma pode ocasionar desde a diminuição na rentabilidade – pelo fato dos recursos financeiros não serem utilizados em projetos rentáveis – até a redução ou maximização da riqueza dos acionistas (Jensen, 1986).

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

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

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

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

Cabe ressaltar também, que o saldo de caixa das empresas tende a oscilar em momentos de crises e de estabilidade financeira (Tortoli & Moraes, 2016). Então, se a empresa não pode usufruir dos benefícios concedidos pelas disponibilidades de crédito devido as restrições impostas, é importante que tenha recursos próprios acessíveis em momentos de dificuldade econômica, como em períodos de crises financeiras (Almeida, Campello, & Weisbach, 2004). Pois, em virtude de os empréstimos bancários serem mais onerosos e de difícil acesso em períodos de instabilidade econômica, as firmas buscam políticas que visam a retenção de caixa para suprir a escassez de recursos financeiros nesses períodos (Song & Lee, 2012).

No estudo de Santos (2016) sobre a deslistagem no mercado brasileiro, ao abordar a crise como variável explicativa para o evento de fechamento de capital, o autor esperava uma relação negativa entre a variável crise e a deslistagem do mercado de capitais. A justificativa do autor para tal relação foi considerar o aumento nas restrições bancárias das empresas devido ao período de instabilidade econômica (Carmo, 2015) e a consequente alternativa de acesso ao mercado de capitais como fonte de custeio, conforme a Teoria da Pecking Order (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Assim, tem-se a seguinte hipótese a ser testada no presente estudo:

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

## **2.2 Proteção aos Acionistas Minoritários e Deslistagem Voluntária**

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

Dessa forma, apesar do mercado brasileiro demonstrar certo nível de desenvolvimento, fatores como o fraco nível de proteção aos investidores, conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários, pouca expressividade no volume de negociações, alta concentração da propriedade e conselhos de administração pouco eficientes, demonstram que

os mecanismos de governança merecem atenção e aprimoramento no mercado de capitais brasileiro (Andrade & Rossetti, 2014).

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

Em consonância com a abordagem citada anteriormente, alguns autores defendem que os gestores podem expropriar os acionistas minoritários ao utilizar as reservas de caixa em estratégias que visam ao alcance de objetivos próprios (Blanchard, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1994). Entretanto, estes mesmos autores também argumentaram que a retenção de caixa amplia a riqueza dos acionistas ao diminuir a necessidade por empréstimos bancários muitas vezes onerosos.

Militão (2012) analisou os determinantes da deslistagem voluntária de companhias brasileiras e as consequências para o investidor minoritário. Os resultados apontaram como fatores ocasionadores da deslistagem o baixo preço da ação, alterações estratégicas, incorporação, excesso de legislação e a prática de recursos não contabilizados.

Nos Estados Unidos, Doidge, Karolyi e Stulz (2010) verificaram que a deslistagem não é vantajosa para os acionistas minoritários, pois o retorno alcançado é negativo para os mesmos. Além deste retorno negativo ser pior para as empresas com maiores oportunidades de crescimento e aquelas com uma maior necessidade de capital externo. Também encontraram evidências de que as empresas de países com governança e divulgação mais fracas têm mais reações negativas sobre os preços das ações.

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

Gonzaga e Costa (2009) utilizaram em seu estudo a *proxy* nível de dividendos pagos para mensurar os conflitos entre acionistas minoritários e controladores. Peixoto (2012) utilizou como *proxy* para proteção aos acionistas minoritários a variável *payout* que representa a relação entre os dividendos distribuídos e o lucro líquido do exercício. Assim, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

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

Além do mais, Johnson *et al.* (2000), Srour (2005), Gonçalves (2009) e Fischer (2012) destacaram a Governança Corporativa como mecanismo de proteção ao investidor em períodos de instabilidade econômica. Assim, tendo como exemplo o contexto da crise asiática (Srour, 2005) e a constatação de que as empresas que pagam maiores dividendos em relação aos seus lucros apresentam menor volatilidade de seus retornos durante períodos de crise (Gonçalves,

2009), espera-se que em momentos de instabilidade econômica, as empresas por sofrerem com a restrição de crédito, mantenham uma política de retenção de caixa para suprirem as necessidades financeiras e portanto, distribuem menos dividendos aos acionistas, além da possibilidade de obtenção de recursos através do mercado de capitais, reduzindo assim a probabilidade de deslistagem.

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

Segundo Eid Júnior e Horng (2005), as empresas que emitem *American Depositary Receipts* (ADR) possuem maior visibilidade no mercado, sendo este fator intrínseco a proteção dos acionistas minoritários, pois as exigências quanto à divulgação das informações e proteção dos minoritários são mais rígidas e eficientes nestas empresas e, portanto, menor seria a probabilidade de deslistagem. Mitton (2002) constatou que empresas que emitem ADRs obtêm desempenho superior a 10,8% durante momentos de instabilidade e que aquelas auditadas por grandes companhias chegam a um resultado superior a 8,1%. Diante disso, percebe-se que a emissão de ADR pode desestimular o fechamento de capital por aumentar a segurança dos investidores minoritários, e assim tem-se a hipótese:

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

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Amostra e descrição das variáveis

Este estudo é caracterizado como quantitativo e descritivo. A amostra compreendeu todas as companhias listadas na BM&FBOVESPA, com exceção das empresas financeiras e fundos. Foi realizada análise descritiva de uma sub-amostra das empresas que passaram pelo processo de deslistagem voluntária no período de 2004 a 2015.

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

Em relação à variável dependente tem-se uma variável binária na qual é atribuído o valor igual a 1 para empresas que se deslistaram de forma voluntária, segundo a Instrução 287/1998 da CVM e 0 para as demais.

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

No que tange à disponibilidade de caixa, espera-se que a mesma afete positivamente a probabilidade de deslistagem, ou seja, quanto maior o caixa da empresa maior seriam as chances de fechamento de capital, haja vista que os gestores e acionistas controladores almejavam maior discricionariedade sobre os recursos da companhia (Jensen, 1986).

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

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

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

Fonte: elaborado pelas autoras (2017).

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

Saito e Padilha (2015), utilizaram como *proxy* para a proteção aos acionistas minoritários a variável distribuição de dividendos. Os autores encontraram evidências de que no ano do fechamento de capital o menor nível de pagamento de dividendos associados ao maior fluxo de caixa livre possuiria forte influência na deslistagem das ações.

Utilizou-se também a emissão de ADR's como *proxy* para a proteção aos minoritários. Segundo Eid Júnior e Hornig (2005), as empresas que emitem ADR's apresentam maior nível de *disclosure* e, portanto, são mais rígidas com o cumprimento das normas de proteção aos minoritários. Desta forma, a probabilidade de deslistagem nessas empresas é menor se comparado com as demais.

Sobre as variáveis de controle, em especial quanto aos níveis de GC, tem-se uma variável *dummy* com valor 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.

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

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

Já quanto a liquidez das ações, representada pelo volume de negócios, nota-se que uma redução do volume negociado no mercado acionário pode ampliar as possibilidades de fechamento de capital (Bharath & Dittmar, 2010).

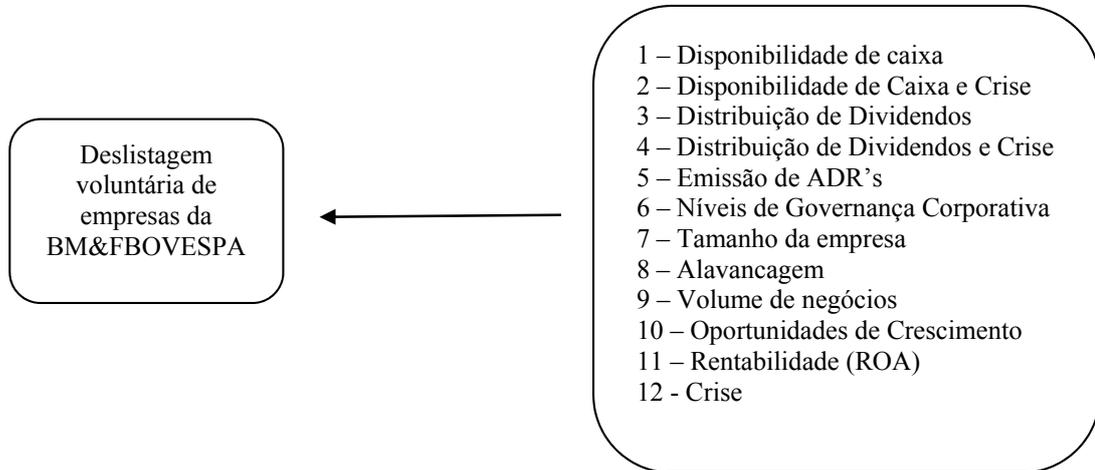
Pour e Lasfer (2013) demonstraram que as empresas que se excluem voluntariamente são mais prováveis de terem entrado no mercado para reequilibrar sua alavancagem do que para financiar suas oportunidades de crescimento. Esta última é mensurada pela relação entre o valor de mercado e o patrimônio líquido (Bortolon & Silva Júnior, 2015a). Aslan e Kumar (2011) evidenciaram que firmas com maiores oportunidades de crescimento têm uma tendência a se manterem listadas porém, se possuem acesso a outras fontes de capital próprio ou baixos custos na captação de capital de terceiros, tendem a se tornarem privadas.

Outra variável de controle é o ROA que mede o retorno sobre ativos. Segundo Saito e Padilha (2015), no ano em que ocorre a deslistagem, nota-se que os problemas de agência tornam-se mais salientes e desta forma, percebe-se uma baixa rentabilidade; além de uma alta concentração da participação acionária dos majoritários e menor nível de distribuição de dividendos relacionados à deslistagem.

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

### 3.2 Modelo de pesquisa e técnicas econométricas

A Figura 2 e a equação 1 a seguir demonstram o modelo hipotético e conceitual que permitiu analisar as hipóteses 1 a 5 entre as características das empresas e a deslistagem voluntária da BM&FBOVESPA.



Fonte: elaborada pelas autoras (2017).

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

#### Equação 1:

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

Em que:

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

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

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

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

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

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

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

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

$Tam_{it}$  = Logaritmo do total dos ativos.

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

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

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

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

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

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

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

Conforme Hair, Anderson, Tatham e Black (2005) a regressão logística é a técnica adequada de análise quando a variável dependente é binária, no caso deste estudo, a empresa pode se encontrar deslistada ou manter-se listada na bolsa de valores. O teste realizado para escolha do modelo mais adequado (*logit*, *probit* ou *pooled/OLS*) leva em consideração o resultado que apresenta o maior Qui<sup>2</sup>. Nesta ocasião o modelo que se ajustou melhor aos dados apresentados foi o modelo de regressão logística.

As diferenças de médias entre os dois grupos de observações foram testadas para significância estatística por meio do teste T. O teste de Hausman (1978) examinou se os erros estariam correlacionados com as variáveis explicativas. Neste estudo, o teste VIF apresentou média de 1,88 apontando ausência de multicolinearidade. O teste de Wooldridge para autocorrelação apresentou p-valor de 0,03 apontando ausência de autocorrelação. Já o teste de Wald para heterocedasticidade apresentou p-valor de 0,00 apontando problema de heterocedasticidade que foi corrigido com a execução de regressões com o comando *robust*.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

No que diz respeito aos resultados das regressões, a Tabela 2 apresenta as regressões *logit* para a deslistagem voluntária das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Dos resultados da Tabela 2, percebe-se que a variável “disponibilidade de caixa” apresentou relação positiva, porém sem significância com a deslistagem. Sendo assim, neste aspecto este resultado não corroborou com os estudos de Jackowicz e Kowalewski (2006); Mehran e Peristiani (2010); Du, He e Yuen (2013); Pour e Lasfer (2013); Bortolon e Silva Júnior (2015b); Saito e Padilha (2015). Já a variável interada disponibilidade de caixa e crise apresentou sinal positivo e significância ao nível de 5%. Desta forma, constata-se que em momentos de crise quanto maior a disponibilidade de caixa maior seria a probabilidade de deslistagem, ao passo que em momentos de estabilidade não se pode fazer tal afirmação. Este resultado contrariou o estudo de Santos (2016), uma vez que este autor considerou que em momentos de crise a probabilidade de deslistagem tenderia a se reduzir.

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

**Tabela 2** – Estimativa das variáveis disponibilidade de caixa e proteção aos acionistas minoritários interferir na deslistagem voluntária das empresas.

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

Notas: Quantidade de observações = 2.942. Níveis de significância: \* p<0,1; \*\* p<0,05; \*\*\* p<0,01. Estatísticas t em parênteses.

A variável “emissão de ADR’s” apresentou relação negativa com a deslistagem voluntária, ao nível de 10% de significância. Este resultado corroborou com Eid Júnior e Horng (2005), os quais constataram que a emissão de ADR’s em mercados externos diminui a probabilidade das empresas se deslistarem do mercado acionário, além de proporcionar maior proteção aos minoritários devido a maiores exigências nos requisitos estabelecidos pelos órgãos reguladores.

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

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

Por sua vez, a alavancagem apresentou relação negativa com deslistagem voluntária (significância de 5%). Este resultado apresenta-se em consonância com os estudos de Aslan e Kumar (2011); Saito e Padilha (2015), nos quais o sinal encontrado também foi negativo, evidenciando portanto, que as empresas que se deslistaram já apresentavam acesso mais limitado ao capital de terceiros, devido a não necessidade de captação de recursos ou restrições financeiras. Ainda, este resultado contrapõe os estudos de Marosi e Massoud (2007); Leuz, Triantis e Wang (2008); Mehran e Peristiani (2010); Bharath e Dittmar (2010) e Pour e Lasfer(2013) que encontraram sinal positivo para a relação entre alavancagem e deslistagem.

A variável oportunidade de crescimento apresentou sinal positivo para deslistagem voluntária (significância de 10%). Saito e Padilha (2015) evidenciaram que os investimentos são reduzidos no ano da deslistagem, haja vista a inexistência de oportunidades de crescimento, uma vez que a empresa planeja fechar seu capital.

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

## 5 CONCLUSÃO

Este estudo analisou as relações existentes entre disponibilidade de caixa e o mecanismo de GC evidenciado pela proteção aos acionistas minoritários com a deslistagem voluntária das empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2004 a 2015. Em conformidade com este objetivo foi elaborado um modelo econométrico fundamentado na literatura a partir da análise de regressão *logit* com dados em painel.

Como resultados, em relação à disponibilidade de caixa, em momentos de crise, a maior disponibilidade de caixa estaria relacionada com uma maior deslistagem das empresas na bolsa de valores. Uma das justificativas seria a teoria do fluxo de caixa livre evidenciada por Jensen (1986), em que um elevado nível de caixa na empresa poderia ocasionar problemas de agência como a discricionariedade dos administradores, que utilizariam o excesso de caixa disponível em projetos pouco rentáveis e que visam quase sempre os interesses próprios dos mesmos em desvantagem aos acionistas.

Sobre a proteção aos acionistas minoritários, uma maior distribuição de dividendos ocasionaria menor probabilidade de deslistagem em momentos de crise. Isto é, para este estudo, firmas que distribuem mais dividendos agradariam mais seus acionistas e estariam menos sujeitas ao fechamento de capital. Esta relação negativa entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária foi confirmada por Saito e Padilha (2015) em seu estudo. Ainda sobre a proteção aos acionistas minoritários, a relação encontrada entre emissão de ADR's e deslistagem corroborou com Eid Júnior e Horng (2005), os quais constataram que a emissão de ADR's reduziria as chances de as empresas fecharem seu capital, além de proporcionar maior proteção aos minoritários devido a maiores exigências estabelecidas pelos órgãos reguladores.

No que se refere às variáveis de controle, empresas que participam dos níveis de GC tendem a permanecer listadas devido a melhor visibilidade perante o mercado acionário. Ou seja, a GC colabora para a manutenção da listagem das empresas e aumento da riqueza dos investidores, haja vista que a melhoria de práticas de transparência possibilita uma melhor

reputação no mercado de capitais (Mapurunga, Ponte, & Oliveira, 2015). A variável tamanho apresentou relação positiva com a deslistagem das empresas, sendo uma *proxy* para companhias maduras e com menor necessidade de capital para financiar crescimento (Bortolon & Silva Júnior, 2015a, 2015b). A variável alavancagem evidenciou que as empresas que se deslistaram já apresentavam acesso mais limitado a capital de terceiros, devido à não necessidade de captação de recursos ou restrições financeiras (Aslan & Kumar, 2011; Saito & Padilha, 2015). A variável oportunidade de crescimento mostrou que firmas com maiores oportunidades de crescimento tendem a se manter listadas (Aslan & Kumar, 2011).

Por fim, pode-se dizer que este estudo permitiu a identificação dos principais fatores responsáveis (problemas de agência) e atenuantes (mecanismos de GC) da deslistagem, visando o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, uma vez que o Brasil é considerado um país cuja proteção aos acionistas minoritários ainda é ineficiente. Assim, este estudo tentou mostrar que uma boa gestão das disponibilidades de caixa, aliada à melhoria dos mecanismos de proteção ao pequeno investidor são instrumentos eficazes para redução da deslistagem no Brasil. Para futuras pesquisas, sugere-se analisar outros mecanismos de Governança Corporativa existentes para contribuir com a redução dos problemas de agência e com o fechamento de capital das organizações.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2014). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas.
- Aslan, H., & Kumar, P. (2011). Lemons or cherries? Growth opportunities and market temptations in going public and private. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(02), 489-526.
- Bharath, S. T., & Dittmar, A. K. (2010). Why do firms use private equity to opt out of public markets?. *Review of Financial Studies*, 23(05), 1771-1818.
- Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls?. *Journal of financial economics*, 36(3), 337-360.
- Bortolon, P. M. & Silva Junior, A. (2015a). Deslistagem de Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores: Evidências Empíricas sobre a Governança Corporativa. *Brazilian Business Review*, *BBR Special Issues*, 97-124.
- Bortolon, P. M., & da Silva Junior, A. (2015b). Fatores Determinantes para o Fechamento do Capital de Companhias Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 140-153.
- Carmo, C. R. S. (2015). Mercado brasileiro de crédito: um estudo sobre seus determinantes e possíveis impactos de variáveis externas, dentre elas, a crise econômica de 2008-2009. *Revista Científica Linkania Master*, 1(10), 13-38.
- Carvalho, A. G. (2000). Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. *Economia Aplicada*, 3, 595-632.
- Castro Júnior, F. H. F., Conceição, P. M., & Santos, D. A. (2011). A relação entre o nível voluntário de transparência e o custo de capital próprio das empresas brasileiras não-financeiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 17(3), 617-635.

- Chaplinsky, S., & Ramchand, L. (2012). What drives delistings of foreign firms from US Exchanges?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(5), 1126-1148.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(01), 111-133.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2010). Why do foreign firms leave US equity markets?. *The Journal of Finance*, 65(4), 1507-1553.
- Du, J., He, Q., & Yuen, S. W. (2013). Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 22, 50-68.
- Eid Junior, W., & Horng, W. J. (2005). *A saída: uma análise da delistagem na BOVESPA*. Recuperado de <http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/file/A%20Saida%20-%20Uma%20analise%20da%20deslistagem%20na%20Bovespa.pdf>
- Engel, E., Hayes, R. M., & Wang, X. (2007). The Sarbanes–Oxley Act and firms’ going-private decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 116-145.
- Fischer, M. A. (2012). *Governança corporativa analisada nos limites circunscritos da crise subprime: análise dos efeitos da crise na volatilidade das ações no novo mercado brasileiro e no prime standard alemão*. (Dissertação de Mestrado, Faculdade Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia - MG). Recuperado de <http://repositorio.ufu.br/handle/123456789/11969>.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Freitas, K. S. (2011). Retenção de caixa, desempenho operacional e valor: um estudo no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(13), 20-33.
- Fresard, L. (2010). Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. *The Journal of finance*, 65(3), 1097-1122.
- Gonçalves, R. E. (2009). *Boas práticas de governança corporativa reduzem os riscos dos acionistas em crises econômicas?* (Dissertação de Mestrado, Instituto de Finanças e Economia Empresarial, Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE-FGV), Rio de Janeiro - RJ). Recuperado de <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/7780>.
- Gonzaga, R. P., & Costa, F. M. (2009). A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 95-109.
- Gujarati, D. N. (2006). *Econometria básica*. Rio de Janeiro: Editora Elsevier.
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (2005). *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Bookman Editora.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Bookman Editora.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
- Hausman, J. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1272.
- Iquiapaza, R. A., Lamounier, W. M., & Amaral, H. F. (2008). Asymmetric information and dividends payout at the São Paulo stock exchange. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 1(1), 1001-1014.

- Jackowicz, K., & Kowalewski, O. (2006). Why do companies go private in emerging markets? Evidence from Poland. *Journal for East European Management Studies*, 326-348.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., & Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of financial Economics*, 58(1), 141-186.
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112.
- La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- Leal, R. P. C., & Saito, R. (2003). Finanças corporativas no Brasil. *RAE eletrônica*, 2(2), 1-15.
- Leuz, C., Triantis, A., & Wang, T. Y. (2008). Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), 181-208.
- Lima, R. E., Araújo, M. B. V., & Amaral, H. F. (2008). Conflito de agência: um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(4), 148-157.
- Liu, S., Stowe, J. D., & Hung, K. (2012). Why US firms delist from the Tokyo stock exchange: An empirical analysis. *International Review of Economics & Finance*, 24, 62-70.
- Maestri, C. O. N. M., Teruel, R. L. H., & Ribeiro, K. C. S. (2017). Governança Corporativa e o Impacto no Custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7(4), 1-17.
- Mapurunga, P. V. R., Ponte, V. M. R., & Oliveira, M. C. (2015). Determinantes das práticas de governança corporativa: um estudo nas empresas registradas na CVM. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 374-395.
- Marosi, A., & Massoud, N. (2007). Why do firms go dark?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(02), 421-442.
- Martinez, I., & Serve, S. (2011). The delisting decision: the case of buyout offer with squeeze-out (BOSO). *International Review of Law and Economics*, 31(4), 228-239.
- Mehran, H., & Peristiani, S. (2009). Financial visibility and the decision to go private. *The Review of Financial Studies*, 23(2), 519-547.
- Michelsen, M., & Klein, C. (2011). "Privacy please!" The public to private decision in Germany. *Review of Managerial Science*, 5(1), 49-85.
- Militão, F. G. S. A. (2012). *Fechamento voluntário de capital e o investidor minoritário na opinião dos profissionais de mercado*. (Dissertação de Mestrado Profissional). Fundação Pedro Leopoldo, Pedro Leopoldo - MG.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of financial economics*, 64(2), 215-241.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.

- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- Peixoto, F. M. (2012). *Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise*. (Tese de Doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte - MG.
- Ponte, V. M. R., Oliveira, M. C., Luca, M. M. M, Oliveira, O. V., Aragão, L. A., & Sena, A. M. C. (2012). Motivações para a adoção de práticas de governança corporativa segundo diretores de relações com investidores. *Base – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 9(3), 1-15.
- Pour, E. K., & Lasfer, M. (2013). Why do companies delist voluntarily from the stock market?. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4850-4860.
- Saito, R., & Padilha, M. T. C. (2015). Por que as empresas fecham o capital no Brasil? (Why do companies go private in Brazil?). *Revista Brasileira de Finanças*, 13(2), 200.
- Santos, M. A. (2016). *Internacionalização de empresas e o fechamento do capital: um estudo sobre a deslistagem no mercado brasileiro*. (Dissertação de Mestrado, Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia - MG). Recuperado de <http://repositorio.ufu.br/handle/123456789/17638>.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, A. M. (2000). Por que as empresas abrem seu capital? *Cadernos Discentes COOPEAD*, 3, 5-17.
- Song, K. R., & Lee, Y. (2012). Long-term effects of a financial crisis: Evidence from cash holdings of East Asian firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(03), 617-641.
- Srour, G. (2005). Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 59(4), 635-674.
- Tortoli, J. P., & Moraes, M. B. C. (2016). Fatores de Impacto sobre o Saldo de Caixa: Um Estudo em Empresas Brasileiras Não Financeiras de Capital Aberto (Impact Factors on Cash Balance: A Study in Non-Financial Brazilian Companies in Stock Market). *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 125.
- Weir, C., Laing, D., & Wright, M. (2005). Incentive effects, monitoring mechanisms and the market for corporate control: An analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5-6), 909-943.
- Witmer, J. L. (2005). Why do firms cross-(de) list? An examination of the determinants and effects of cross-delisting. [Working Paper], Queen's University, Ontario. Recuperado de: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=885503](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=885503).