

Deslistagem de Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores: Evidências Empíricas sobre a Governança Corporativa

Patricia Maria Bortolon[†]

Universidade Federal do Espírito Santo - UFES

Annor da Silva Junior^Ω

Universidade Federal do Espírito Santo - UFES

RESUMO

Este artigo se propõe a analisar o relacionamento entre governança corporativa e o processo de deslistagem de companhias de capital aberto listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa). A amostra compreende 86 operações de deslistagens voluntárias, no período de 2008-2012, e uma amostra de correspondência com companhias que se mantiveram com o capital aberto (listadas em bolsa), identificadas aqui como “comparáveis”. Um índice de governança corporativa que compreende quatro dimensões (estrutura de propriedade, ética e conflitos de interesse, *disclosure* e conselho de administração) e um conjunto de 16 perguntas foi usado para analisar esses dois grupos. Como esperado, ao se analisar o índice de forma mais ampla, constatou-se que as companhias que se deslistaram tiveram uma pontuação mais baixa do que as “comparáveis”. No entanto as dimensões conselho de administração, *disclosure* e ética e conflitos de interesse não mostraram diferenças estatísticas significativas entre os dois grupos. Na dimensão estrutura de propriedade, as questões relacionadas com a concentração de controle diferenciam os grupos. Apesar das diferenças de médias, a governança corporativa parece não impactar significativamente as chances de deslistagem da bolsa em um modelo com variáveis relacionadas à estrutura de propriedade e variáveis financeiras.

Palavras-chave: Governança corporativa. Índice de governança corporativa. Deslistagem.

Recebido em 28/08/2014; revisado em 12/10/2014; aceito em 26/01/2015; divulgado em 03/08/2015

*Autor para correspondência:

[†] Titulação: Doutora em Administração de Empresas pela COPPEAD/UF RJ.
Vínculo institucional: Professora do Departamento de Ciências Contábeis (DCC) e do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis (PPGCon) da Universidade Federal do Espírito Santo (UFES).
E-mail: p.m.bortolon@gmail.com
Endereço: Av. Fernando Ferrari, 514, Goiabeiras, Vitória – ES - Brasil - CEP: 29.075-910 - Tel: (27) 4009-2602

^Ω T Titulação: Doutor em Administração de Empresas pelo CEPEAD/UFMG.
Vínculo institucional: Professor do Departamento de Ciências Contábeis (DCC), do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis (PPGCon) e do Programa de Pós-graduação em Administração (PPGAdm) da Universidade Federal do Espírito Santo (UFES).
E-mail: annorsj@gmail.com e/ou annor.silva@ufes.br
Endereço: Av. Fernando Ferrari, 514, Goiabeiras, Vitória – ES - Brasil - CEP: 29.075-910 - Tel: (27) 4009-2602

Nota do Editor: Esse artigo foi aceito por Emerson Mainardes



Este trabalho foi licenciado com uma Licença [Creative Commons - Atribuição 3.0 Não Adaptada](https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/).

1 INTRODUÇÃO

Este artigo é um resultado de um projeto de pesquisa que discute o processo de deslistagem de companhias de capital aberto listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – BM&FBovespa. O projeto de pesquisa foi dividido em duas finalidades principais: (a) uma que investigou os fatores determinantes para a deslistagem de companhias listadas na BM&FBovespa (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015) e (b) outro que investigou a relação entre a governança corporativa e a deslistagem da BM&FBovespa, que é apresentado neste artigo.

Teoricamente, este estudo está ancorado na teoria de governança corporativa, especificamente na teoria de propriedade, agência e finanças (BLAIR, 1995; HART, 1995; PAGANO; ROELL, 1998; JENSEN; MECKLING, 1976; MAURY; PAJUSTE, 2011) e na abordagem positiva para explicar fenômenos (WATTS; ZIMMERMAN, 1985). A discussão sobre governança corporativa teve origem com os estudos clássicos de Adolf A. Berle e Gardiner C. Means em 1930, no contexto do surgimento da Moderna Sociedade Anônima (BERLE; MEANS, 2010). Esse tema ganhou popularidade nos anos de 1990 e 2000 com escândalos envolvendo a *Enron* e *WorldCom* nos Estados Unidos da América (EUA) e *Ahold* e *Parmalat* na Europa (MILLAR et al., 2005; BLAIR, 1995). Naqueles anos, as questões de governança corporativa dominaram o cenário de negócios, com a discussão sobre o poder e a responsabilidade dos conselhos de administração, as regras que conduzem os processos de aquisições, o papel e a influência de investidores institucionais, a remuneração dos diretores executivos (CEO) e a transparência institucional em mercados emergentes (MILLAR et al., 2005; BLAIR, 1995).

Nos anos seguintes, a governança corporativa se tornou um tema central no contexto dos negócios internacionais, ao ser concebida como um ambiente de confiança, de ética, e de valores morais em um esforço sinérgico de todas as partes interessadas (*stakeholders*) relativos às ações organizacionais e às respectivas consequências (CROWTHER; SEIFI, 2011).

Um dos aspectos importantes sobre as ações e decisões empresariais está diretamente relacionado com o ciclo de vida da companhia e a decisão sobre abrir ou fechar o capital junto ao mercado de capitais (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015). De acordo com Pagano; Panetta e Zingales (1998) e Burghof e Schilling (2003), em termos de evolução da companhia, acreditava-se que o ápice do ciclo de vida de uma organização seria tornar-se uma

companhia aberta com ações negociadas nos mercados financeiros. Nesse caso, para obter acesso ao mercado financeiro, a companhia deve decidir negociar suas ações por meio de uma Oferta Pública Inicial (IPO), que representa um rito de passagem no ciclo de vida de uma companhia jovem e bem-sucedida (BHARATH; DITTMAR, 2006) de estágios preliminares para outros mais avançados do ciclo de vida.

Conforme apontado por Hail e Leuz (2006), Easley; Hvidkjaer e O'Hara (2002), Leuz e Verrecchia (2000) e Basak e Cuoco (1998) o processo de abertura de capital impõe para a companhia requisitos de *disclosure* (divulgação de informações e/ou transparência corporativa), porém provê inúmeros benefícios como aumento da liquidez de títulos, ampliação da base de investidores, redução do custo de capital e da assimetria de informação. No entanto Leuz; Triantis e Wang (2008) indicam que os requisitos impostos pelo órgão regulador dos mercados de títulos dos EUA (*SEC – Security and Exchange Commission*) podem implicar efeitos positivos e negativos para as companhias de capital aberto. Quando os efeitos são positivos, as companhias são estimuladas a permanecer com capital aberto, mas quando são negativos as companhias têm duas principais possibilidades: *going dark* ou a deslistagem (LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008; MAROSI; MASSOUD, 2007; MILLER; FRANKENTHALER, 2003).

No primeiro caso, as companhias que passam pelo processo “*going dark*” cancelam o registro de seus valores mobiliários do mercado de capitais, mas continuam a comercializar seus títulos no mercado de negociações de balcão (*over-the-counter trading-OTC*). No segundo caso, as companhias que passam pelo processo de deslistagem (“*going private*”), semelhante ao que ocorre com as companhias “*going dark*”, cancelam o registro de seus valores mobiliários do mercado de capitais e já não são obrigadas a manterem registro de suas transações junto à SEC (LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008; MAROSI; MASSOUD, 2007).

Assim, observa-se no mercado de capitais a presença de um movimento oposto contrariando a perspectiva de evolução da companhia apontada por Pagano; Panetta e Zingales (1998) e Burghof e Schilling (2003) – o fechamento de capital de companhias listadas, por meio dos processos de “*going dark*” e deslistagem (“*going private*”) (LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008). Considerando-se o foco do projeto de pesquisa, este trabalho irá concentrar a discussão sobre o processo de deslistagem.

Como Bharath e Dittmar (2006) e Michelsen e Klein (2010) relatam em estudos sobre o processo de deslistagem (“*going private*”) respectivamente nos EUA e na Alemanha, o número de companhias optando pela deslistagem aumentou entre os anos de 1990 e 2000.

Esses resultados contradizem a interpretação linear do ciclo de vida organizacional apontado por Burghof e Schilling (2003).

A fim de ilustrar um aumento de transações do tipo de capital aberto para capital fechado (*Public to Private Transactions – PTP*) no final dos anos 90 e início da década de 2000, nos EUA, Boot; Gopalan e Thakor (2006; 2008) apresentam alguns indicadores mostrando que, em 1999, 83 companhias se deslistaram, em 2000, foram 86; em 2003, foram 262; e em 2004, houveram 188. Esses autores citam a principal razão para esse fenômeno como o declínio nos preços das ações que ocorreram depois de 2000.

De acordo com Bortolon e Silva Junior (2015), no contexto do mercado financeiro brasileiro, a presença de dois fenômenos são observados: abertura e fechamento de capital. A figura 1 ilustra o movimento da capitalização dos recursos financeiros derivados do movimento de abertura e de fechamento de capital de companhias brasileiras listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa). Dados disponíveis na base de dados da Federação Mundial de Bolsas (*World Federation of Exchanges – WFE*) (2014) indicam que a capitalização de recursos provenientes da abertura de capital aumentou em 2007 e depois passou por um período de oscilação entre redução, aumento e redução de novo em relação à quantidade de recursos financeiros capitalizados. Em contraste, os dados indicam que, no que diz respeito à capitalização dos recursos provenientes do fechamento de capital, houve um aumento no montante de recursos capitalizados a partir de 2007, e a manutenção desse nível nos anos seguintes até 2012. Os dados também revelam que durante um período de treze anos (2000-2012), havia um movimento inverso no processo abertura e fechamento de capital: quando havia um aumento de aberturas de capital, houve uma redução simultânea de fechamento de capital e vice-versa (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015).

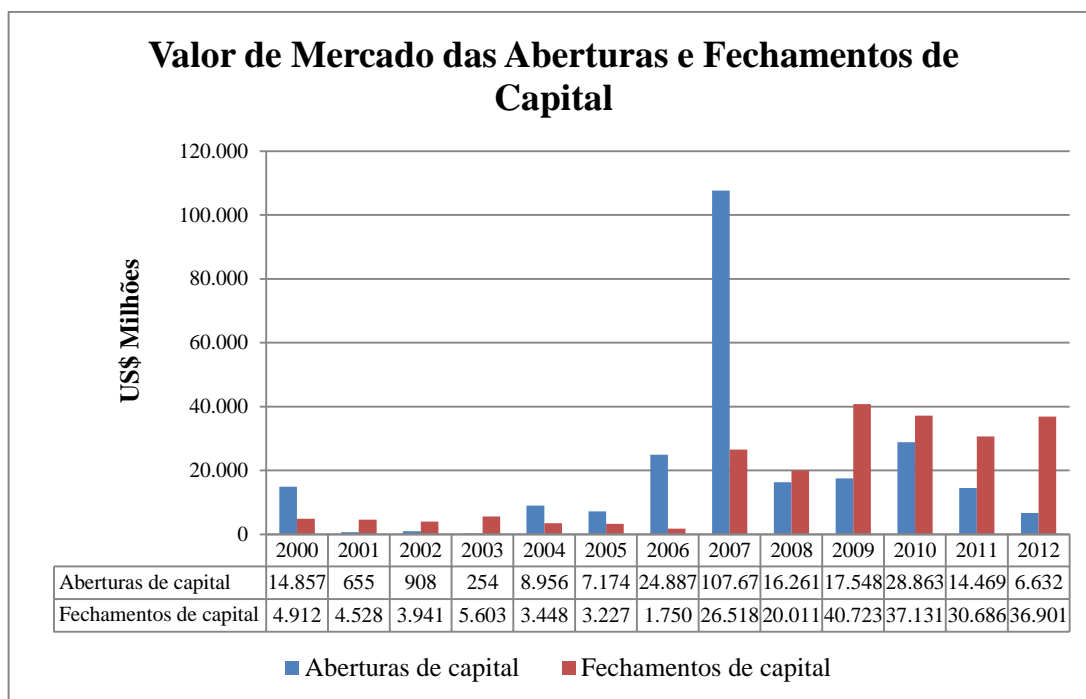


Figura 1: A capitalização dos recursos financeiros relativos aos movimentos de abertura e fechamento de capital de companhias brasileiras da bolsa de valores, 2000- 2012.

Fonte: World Federation of Exchanges (2014), retirado de Bortolon and Silva Junior (2015)

Baseados nessas evidências observadas no mercado de capitais brasileiro, este trabalho tem como objetivo investigar a relação entre governança corporativa e deslistagens da BM&FBovespa. A fim de avaliar as práticas de governança corporativa, foi utilizado um índice de governança corporativa (IGC). Esse índice tinha sido utilizado em vários estudos em mercado de capitais internacional, incluindo o brasileiro (TU; KHANH; QUYEN, 2014; CHEN, et al., 2007; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004).

O IGC utilizado nesta pesquisa foi desenvolvido tendo como fundamento as contribuições de Leal e Silva (2005), Silva e Leal (2005) e Silveira; Barros e Famá (2004) em seus estudos sobre governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. O índice foi composto de um conjunto de 16 perguntas agrupadas em quatro dimensões que podem ser objetivamente respondidas a partir de informações de domínio público. As dimensões foram estrutura de propriedade, ética e conflitos de interessa, *disclosure* e conselho de administração.

Em parte, a opção para investigar a relação entre governança corporativa e o movimento de deslistagem (“*going private*”) de companhias de capital aberto está fundamentada em dois aspectos contextuais: (1) a observação empírica de que os escândalos corporativos observado no cenário internacional nos anos 1990 e 2000, tais como os casos da WorldCom, Enron, Parmalat e outros, impuseram uma série de requisitos nas companhias de capital aberto que

têm aumentado os custos do cumprimento dos quatro princípios de governança corporativa; e (2) a necessidade de entender como a tomada de decisão corporativa sobre deslistagem é realizada, levando em consideração os aspectos relacionados com a governança corporativa (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015; ALIMEHMETI; PALETTA, 2014; LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008; MILLAR et al., 2005; TU; KHANH; QUYEN, 2014; CHEN, et al., 2007; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004).

Baseada nos argumentos teóricos e os resultados empíricos aqui apresentados, a seguinte questão de pesquisa é formulada: **Quais são as características de governança corporativa das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa que passaram pelo processo de deslistagem e como elas afetam a probabilidade de deslistagem?**

A fim de responder a esta questão de pesquisa, foi realizado um estudo quantitativo (TRIPODI; FELLIN; MEYER, 1983) que envolve a coleta de dados secundários da base de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da BM&FBovespa, da Economática e da Comdinheiro.

Além de sua introdução, este artigo está estruturado em quatro seções: (a) na segunda seção é apresentada a revisão da literatura envolvendo governança corporativa, IGC e processo de deslistagem; (b) na terceira seção, os procedimentos metodológicos para a coleta e a análise de dados são abordados; (c) na quarta seção, os resultados são apresentados, discutidos e analisados; e (d) na quinta e última seção, as conclusões são apresentadas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Neste capítulo, são apresentados os três temas principais que fundamentaram os procedimentos de coleta de dados e análises: governança corporativa, índice de governança corporativa (IGC) e do processo de deslistagem das companhias de capital aberto.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O conceito de governança é tão antigo quanto a existência de qualquer tipo de organização humana. Em essência, o conceito refere-se aos meios pelos quais a organização é governada (CROWTHER; SEIFI, 2011). Para Tumbull (1997) governança corporativa descreve todas as influências que afetam o processo institucional, incluindo os controladores e os reguladores, envolvidos na organização da produção e comercialização de produtos e serviços. Em outras palavras, o fenômeno de governança corporativa atinge todos os tipos de organizações, sendo elas de capital aberto, de capital fechado, lucro orientada ou sem fins lucrativos (TURNBULL, 1997).

Adotando uma visão mais ampla, embora restrita às companhias de capital aberto, Blair (1995, p.3) defende que a governança corporativa “refere-se a todo o conjunto legal, culturais e institucionais que determinam o que as companhias de capital aberto podem fazer, quem as controla, como que o controle é exercido, e como os riscos e retornos das atividades são alocados”. Independentemente da natureza da organização, Hart (1995) considera que o fenômeno da governança corporativa surge na presença de duas condições: problema de agência ou conflito de interesses entre as partes interessadas (*stakeholders*) e as transações de custo decorrentes do problema de agência.

Essas perspectivas diferentes revelam que a discussão sobre governança corporativa é frutífera e cheia de posições convergentes e divergentes entre os pesquisadores. Considerando-se o principal objetivo deste artigo, o conceito de governança corporativa adotada neste artigo é o de Blair (1995), uma vez que envolve as companhias de capital aberto e a decisão de manter-se com o capital aberto ou fechar o capital por meio de processo de deslistagem. Com base em Berle e Means (2010), Blair (1995) apresenta um modelo de governança corporativa que contempla investidores institucionais no contexto do mercado de capitais (Figura 2)

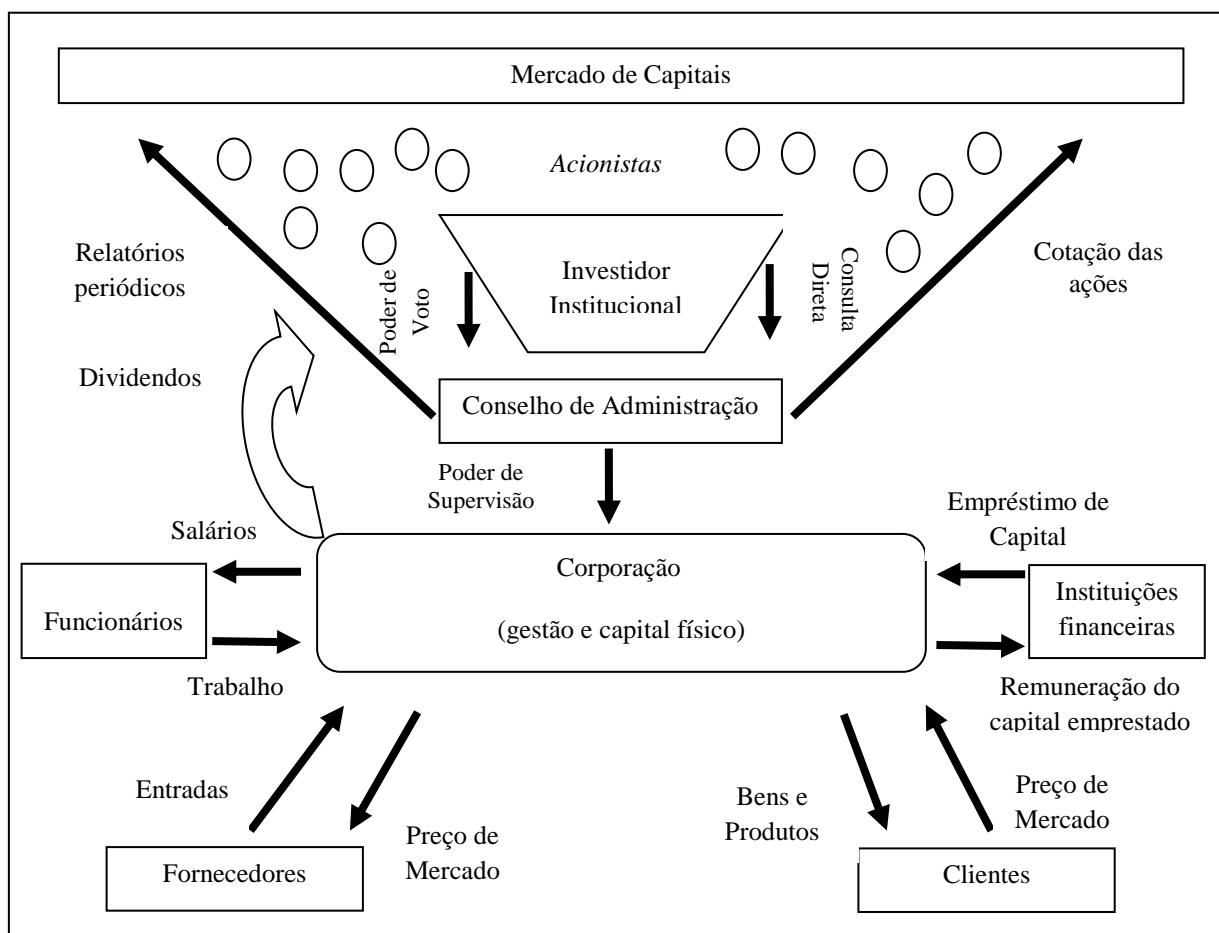


Figura 2: Modelo de Berle e Means revisado (2010), com Investidores Institucionais.
Fonte: Blair (1995, p. 47).

De acordo com o modelo (BLAIR, 1995), a organização é um dispositivo legal que reúne e organiza capital, trabalho e outros recursos para a produção e comércio de bens e serviços. Em suas atividades, a organização estabelece um conjunto de contratos (formais e informais) entre os vários participantes (*stakeholders*) em que cada um contribui de alguma forma e recebe algo em troca. Por exemplo, os funcionários contribuem com o seu trabalho e recebem uma remuneração em troca; acionistas contribuem com o capital e recebem dividendos em retorno sobre o capital investido; entre outros (BLAIR, 1995; HART, 1995b).

No contexto do mercado de capitais, as companhias de capital aberto orientadas por mecanismos de governança corporativa tomam decisões de gestão sobre diversas questões, incluindo sobre a deslistagem do mercado de capitais. Para analisar esse tipo de decisão, esta pesquisa desenvolveu um IGC para investigar as características de governança corporativa associadas à deslistagem (“*go private*”).

2.2 ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGC)

Conforme Crowther e Seifi (2011) e Millar et al. (2005) enfatizam, a discussão sobre governança corporativa tornou-se central no cenário internacional devido aos escândalos corporativos observados nos anos 1990 e 2000. Essa situação levou a atenção dos estudiosos e fornecedores de dados sobre os aspectos ligados à governança corporativa e à relevância de avaliar seu potencial, uma vez que há o reconhecimento de que as decisões de governança corporativa podem afetar substancialmente os acionistas (BEBCHUK; COHEN; FERREL, 2009) e outros *stakeholders*.

A fim de avaliar a governança corporativa, vários estudos foram realizados, muitos deles usando o IGC como mecanismos de mensuração (TU; KHANH; QUYEN, 2014; CHEN, et al., 2007; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004). Apesar das críticas dessa forma de mensuração da governança corporativa (ALIMEHMETI; PALETTA, 2014), o IGC parece ser eficaz na avaliação dessas práticas.

Considerando-se o foco da pesquisa sobre o mercado de capitais brasileiro, o IGC desenvolvido nesta pesquisa, teve como fundamento as contribuições de Leal e Silva (2005) Silva e Leal (2005) e Silveira; Barros e Famá (2004) em seus estudos sobre governança corporativa no Brasil e de He e Ho (2011) sobre as suas considerações de ética e governança corporativa. O índice foi composto de um conjunto de 16 perguntas agrupadas em quatro amplas dimensões que podem ser objetivamente respondidas a partir de informações publicamente disponíveis. As dimensões foram estrutura de propriedade, ética e conflitos de interesse, *disclosure* e conselho de administração, como é mostrado abaixo no Quadro 1:

*Deslistagem de Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores:
Evidências Empíricas sobre a Governança Corporativa*

Dimensão	Perguntas	Fundamentação Teórica
Estrutura de propriedade	1 – o maior acionista possui menos de 50% das ações com direito de voto (ordinárias)?	Silva e Leal (2005)
	2 – o percentual de ações sem direito a voto (preferenciais) em relação ao capital total é inferior a 50%?	Silveira; Barros e Famá (2004)
	3 – a relação entre o direito de voto do maior acionista e o direito sobre o fluxo de caixa é menor ou igual a 1?	Silva e Leal (2005)
	4 – o <i>free-float</i> do total de ações é maior ou igual ao que é exigido no Nível 1 da listagem da Bovespa (25%)?	Silva e Leal (2005)
	5 – A companhia concede direitos de <i>tag-along</i> além do que é legalmente exigido (acionistas votantes minoritários devem receber 80% do valor pago aos acionistas controladores)?	Leal e Silva (2005)
Ética e conflitos de interesse	1 – a companhia está livre de quaisquer questionamentos da CVM e/ou multas por práticas ilícitas de governança ou outras violações da lei de valores mobiliários nos últimos cinco anos?	Leal e Silva (2005)
	2 – a companhia foi inquirida pela CVM a respeito de variações anormais de preço ou quaisquer outras atividades suspeitas?	He e Ho (2011)
	3 – os estatutos da companhia estabelecem arbitragem para resolver conflitos societários?	Silva e Leal (2005)
<i>Disclosure</i>	1 – a companhia produz seus relatórios financeiros legalmente exigidos na data exigida?	Leal e Silva (2005)
	2 – A companhia utiliza uma das principais empresas mundiais de auditoria (PWC, Arthur Andersen, KPMG, Ernst & Young, Deloitte)?	Leal e Silva (2005)
	3 – a companhia divulga no seu relatório anual informação de compensação para os membros do conselho e CEO? Obs.: como a divulgação desta informação tornou-se uma obrigação após a Instrução da CVM nº 480, para deslistagem depois de 2010, a questão considerada foi se a remuneração máxima, mínima e média do conselho e diretoria foi divulgada.	Leal e Silva (2005)
Conselho Administrativo	1 – o Presidente do Conselho e o CEO são pessoas diferentes?	Leal e Silva (2005) e Silveira; Barros e Famá (2004)
	2 – o conselho está claramente composto de diretores externos e possivelmente independentes?	Leal e Silva (2005) e Silveira; Barros e Famá (2004)
	3 – o tamanho do conselho está entre 5 a 9 membros?	Leal e Silva (2005) e Silveira; Barros e Famá (2004)
	4 – a companhia tem comitês de monitoramento, além do conselho de administração e do conselho fiscal?	Leal e Silva (2005)
	5 – há um conselho fiscal permanente?	Leal e Silva (2005)

Quadro 1 - Índice de Governança Corporativa e Fundação Teórica

Fonte: Projeto de Pesquisa

A primeira dimensão do índice, estrutura de propriedade tem como objetivo analisar a composição das ações, a concentração das ações votantes, relação entre direitos de voto e direitos ao fluxo de caixa, *free-float* e *tag-along*. A ética e conflitos de interesse têm como objetivo investigar a relação de questões de ética ao controle externo e interno da CVM e da própria companhia, respectivamente. A dimensão *disclosure* foca na transparência da companhia em termos de informações reportadas ao mercado e na chancela de empresas

globais de auditoria nos relatórios. A última dimensão, o conselho de administração tem por objetivo investigar a relação entre propriedade e gestão composição, tamanho, presença e relação com os comitês no conselho (HE; HO, 2011; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004).

2.3 “DESLISTAGEM” NO MERCADO DE CAPITAIS: A DECISÃO DE FECHAR O CAPITAL (“GOING PRIVATE”)

Embora os estudos sobre companhias de capital aberto predominem nas discussões sobre governança corporativa e mercados de capitais, um número de estudos sobre companhias que se deslistaram são encontrados na literatura (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015; MICHELSEN; KLEIN, 2010; BOOT, GOPALAN; THAKOR, 2006; 2008; EID JUNIOR; HORNG, 2005; MILLER; FRANKENTHALER, 2003). Uma das questões que tem sido objeto de reflexão por parte dos proprietários e gestores de companhias em todo o mundo está relacionada com a decisão de abrir o capital por meio da realização de IPO, a manutenção de uma companhia de capital aberto, ou de fechar o capital por meio do processo de deslistagem. No âmbito dessa decisão (abertura, manutenção ou fechamento do capital), fatores internos e externos se apresentam aos acionistas e gestores.

Boot; Gopalan e Thakor (2008; 2006) defendem que, na decisão de IPO, os empreendedores avaliam um *trade-off* que tem de um lado a liquidez e o menor custo de capital oferecido pelo mercado de capitais e, por outro, a menor autonomia na condução dos negócios. Nessa análise, o mercado desconta *ex-ante* a capacidade do gestor de tomar decisões em desacordo com o que os investidores acreditam ser melhor para a companhia, reduzindo o preço da ação. Outro fator que afeta a decisão é o nível de governança corporativa exigida pelo mercado e pela regulação determinado para uma companhia média e que pode significar custos significativos para companhias menores. Nessa situação, pode ser mais fácil buscar mais investidores alinhados com a visão empreendedora mantendo a companhia deslistada, com o nível de governança sendo fruto de um "contrato privado" entre as partes, definindo tanto as possibilidades quanto as necessidades da companhia.

De acordo com Miller e Frankenthaler (2003), no contexto do EUA, por exemplo, a instabilidade econômica no mercado de capitais e as rigorosas exigências impostas pela Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), de 2002, forçaram companhias de capital aberto a avaliar a relação entre o custo e o benefício de manter o capital aberto. O custo de manutenção do registro de companhias abertas tornou-se uma questão-chave, uma vez que as taxas legais, despesas contábeis e outras relacionadas à manutenção de registro aumentaram dramaticamente. Nesse

sentido, considera-se importante que as companhias listadas avaliem duas situações: (1) os custos decorrentes de exigências legais e institucionais; e (2) as vantagens de permanecer com capital aberto como exemplo o melhor acesso ao capital para expansão dos negócios, o financiamento da diversificação de operações, o fortalecimento da imagem da companhia no mercado de capitais e a disponibilidade de uma ampla gama de incentivos para gestores e empregados.

Antes de prosseguir com a discussão sobre o a deslistagem, é relevante, como defende Leuz; Triantis e Wang (2008) e Miller e Frankenthaler (2003), distinguir entre três processos: "*deregistration*" (cancelamento de registro), "*go dark*" e deslistagem ("*go private*"). Cancelamento de registro consiste no processo de encerrar o registro das ações negociadas na bolsa de valores. A empresa, assim, suspende ou encerra as obrigações de fornecimento de informação da companhia por força do imperativo legal (*Exchange Act*). Há uma série de requisitos que uma companhia deve cumprir para fazer o cancelamento do registro de suas ações e cessar com as suas obrigações de apresentar relatórios periódicos à SEC (MILLER; FRANKENTHALER, 2003). Em ambos os casos, "*go dark*" e deslistagem ("*go private*"), as companhias devem cancelar seus registros da bolsa de valores.

"*Go dark*" refere-se ao processo de cancelamento de registro voluntário das ações de uma companhia de capital aberto da bolsa de valores, porém com a manutenção da negociação de ações em transações de balcão (*over-the-counter – OTC*) no sistema *Pink Sheets* (as ações são cotadas no sistema OTC, conhecido como *Electronic Bulletin Board*). Nesse caso, as companhias não precisam cumprir os requisitos mínimos exigidos pela SEC). Espera-se que as companhias que passam pelo processo "*go dark*" sejam menores, tenham menos oportunidades de crescimento, estejam mais tensas e tenham desempenho operacional mais pobre (LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008; MAROSI; MASSOUD, 2007).

A deslistagem ou as transações do tipo de capital aberto para capital fechado (*Public to Private Transactions – PTP*) ou mesmo o fechamento de capital, geralmente, tomam a forma de uma oferta pública de aquisição (OPA) organizada por um acionista controlador da companhia ou por uma terceira parte gerenciada e financiada por um sofisticado sistema de financeiro. O propósito da deslistagem é permitir que a companhia ou o grupo de controle adquira a totalidade ou substancialmente todas as ações da companhia negociadas em bolsa, a fim de devolvê-la à sua condição anterior ao IPO – *status* de companhia de "capital fechado". A deslistagem é muito mais complicada, demorada e cara do que o cancelamento do registro porque a companhia é obrigada a cumprir com os regulamentos complexos da SEC em

relação ao fechamento de capital. Esse tipo de transação envolve reestruturação organizacional que eleva a concentração da propriedade e aumenta o nível de endividamento da companhia (LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008; MILLER; FRANKENTHALER, 2003).

No mercado de capitais brasileiro, a deslistagem ocorre por meio de pelo menos duas modalidades principais: (1) de ofício, normalizado pela Instrução CVM nº 287/1998 envolvendo os seguintes casos principais: extinção da companhia, cancelamento do registro comercial e evidência de paralisação das atividades da companhia por um período superior a três anos, e seu registro de companhia aberta suspenso por mais de um ano; e (2) por meio da oferta pública de aquisição (OPA), normalizado pela Instrução CVM nº 361/2002 pode assumir essas formas principais: OPA para cancelamento de registro, OPA para aumentar a participação acionária do controlador do capital social da companhia, OPA voluntária, entre outras. Enquanto a primeira modalidade caracteriza-se como involuntária, a segunda consiste em um movimento voluntário da companhia. Este estudo tem como foco a segunda modalidade de deslistagem.

Assim, a deslistagem voluntária de companhias de capital aberto por parte da CVM só pode ser concedida mediante a realização de OPA específica para fins específicos. OPA pode ser formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia, relativas a todas as ações de sua emissão. Independentemente do modo da OPA, considera-se essencial que a decisão de promover o fechamento de capital deve ser precedida de uma cuidadosa avaliação dos efeitos e do *trade-off* que a deslistagem provocará (CAPITAL ABERTO, 2005).

3 MÉTODO

Esta pesquisa caracteriza-se como um estudo quantitativo de natureza descritiva e analítica (TRIPODI; FELLIN; MEYER, 1983) e que envolve a coleta de dados secundários da base de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da BM&FBovespa, da Economatica e do Comdinheiro.

A população do estudo foi definida como todas as companhias listadas na BM&FBovespa que passaram pelo processo de deslistagem voluntária, por meio de uma solicitação para cancelarem o seu registro junto a CVM durante cinco anos no período de 2008 a 2012. Como observado por Eid Júnior e Horng (2005), os cancelamentos não voluntários são causados principalmente pela deterioração dos resultados da companhia. Nesses casos, também é comum ver as companhias faltarem com as obrigações junto ao órgão regulador durante um longo período, o que torna difícil a obtenção de relatórios e informações financeiras para análise.

Nesse período, foram observados 100 cancelamentos de registro. Treze cancelamentos "de ofício" e um cancelamento devido a "extinção da companhia" foram excluídos do estudo porque eram involuntários, deixando um conjunto de 86 cancelamentos a serem analisados, constituindo assim a amostra da pesquisa.

Para analisar os dados, um grupo de controle da amostra foi definido, chamado de "comparáveis", que consiste em companhias abertas com atuação no mesmo setor e de tamanhos semelhantes aos das companhias que se deslistaram. Para compor o grupo de controle, foram identificadas 81 companhias "comparáveis".

Os IGC foram medidos no ano de deslistagem tanto para as companhias que fecharam o capital, quanto para aquelas definidas como "comparáveis". O quinto ano antes da deslistagem também foi observado para as companhias que fecharam o capital para avaliar a evolução das práticas de governança corporativa antes da decisão de deslistagem.

A abordagem analítica e as variáveis financeiras são apresentadas em seguida. Para as variáveis financeiras, os valores médios nos três anos anteriores ao cancelamento de registro foram observados para reduzir a influência de variações momentâneas, capturando-se assim os valores que melhor refletem o fator de análise de interesse. As companhias do grupo de controle também tiveram suas médias observadas no mesmo período em que a companhia semelhante que fechou o capital.

3.1 ANÁLISE EMPÍRICA E MODELO ECONOMÉTRICO

A fim de analisar como a governança corporativa afeta a decisão de fechamento de capital, estatística descritiva, testes de diferença de média e modelos *logit* foram empregados. A principal variável de interesse foi o Índice de Governança Corporativa (IGC) em suas quatro dimensões. A primeira parte da análise, portanto, concentra-se nas práticas de governança corporativa identificadas pelo IGC, observando-se as estatísticas descritivas do índice nos dois grupos (companhias que se deslistaram e comparáveis), testando-se diferenças de médias para significância estatística, e finalmente comparando-se esses índices para as companhias que se deslistaram cinco anos antes do fechamento de capital.

Como melhores práticas de governança corporativa, em geral, impõem custos adicionais para a companhia (MILLER; FRANKENTHALER, 2003), esperava-se que companhias que se deslistaram tivessem IGC mais baixos do que as comparáveis. A análise de diferenças nas quatro dimensões do índice pode mostrar quais aspectos de governança corporativa impõem uma maior distância para as companhias que permaneceram listadas.

Como a governança corporativa afeta a probabilidade de decisão pela deslistagem foi analisada por meio de modelos *logit* sugeridos por Bortolon e Silva Junior (2015). Assim, o modelo nesta pesquisa foi modificado para adicionar o índice IGC.

$$\begin{aligned} Prob(D_i = 1) = & \alpha_i + \beta_1 Estructura\ de\ propriedade_i + \beta_2 Liquidez_i \\ & + \beta_3 Disponibilidade\ de\ caixa_i + \beta_4 Pagamentos\ de\ dividendos_i \\ & + \beta_5 Crescimento_i + \beta_6 Tamanho_i + \beta_7 Alavancagem_i + \beta_8 IGC_i \end{aligned}$$

A deslistagem é uma variável binária que assume o valor 1 se a companhia fechou o capital, e assume o valor 0 se a companhia manteve-se listada. As variáveis são medidas de acordo com Bortolon e Silva Junior (2015) e outros autores, como é explicado brevemente a seguir.

Estrutura de propriedade foi avaliada pela participação no capital votante do maior acionista. De acordo com Lawrence (1986) e Michelsen e Klein (2010) a aprovação de deslistagem é mais fácil se o controle está concentrado nas mãos de poucos acionistas.

Liquidez das ações é medida pela expressão $Liquidez = \frac{p}{P} \sqrt{\frac{n}{N} \times \frac{v}{V}}$, em que P, N e V são respectivamente o número de dias de negociação, o número total de transações e o volume financeiro negociado na bolsa de valores. As letras minúsculas expressam o mesmo conceito observado para o título. Espera-se que a liquidez de títulos afete negativamente a probabilidade de saída (WEIR; LAING; WRIGHT, 2005; MICHELSEN; KLEIN, 2010; POUR; LASFER, 2013).

As companhias menores são menos monitoradas e avaliadas pelos analistas, recebendo menor atenção do mercado. Isso pode resultar em menor liquidez com o aumento da atratividade para a deslistagem. Isso sugere uma relação negativa com a probabilidade de deslistagem (BOOT; GOPALAN; THAKOR, 2008; MICHELSEN; KLEIN, 2010). No entanto tamanho pode ser uma *proxy* para companhias maduras com menor necessidade de capital para financiar crescimento; nesse caso, o sinal esperado é positivo. Tamanho é avaliado por meio do logaritmo de receita.

Espera-se que a disponibilidade de caixa livre afete positivamente a probabilidade de deslistagem, já que é esperado que os gestores e acionistas controladores desejem maior discricionariedade sobre o caixa da companhia (JENSEN, 1986; WEIR; LAING; WRIGHT, 2005). A variável definida nesta pesquisa é a relação entre o EBITDA e a receita.

O desejo de maior discricionariedade é também objeto de variáveis de pagamentos de dividendos. Avaliado por meio do pagamento de dividendo (*dividend yield*), que é a razão entre o dividendo pago e o valor da ação, o sinal esperado é positivo (JENSEN, 1986; WEIR; LANG; WRIGHT, 2005).

Companhias maduras têm menores necessidades de capital para financiar crescimento. Ritmo de crescimento menor significa menor necessidade de usar o mercado financeiro como uma fonte de capital, portanto, a relação com a probabilidade de fechamento de capital esperada é negativa (BOOT; GOPALAN; THAKOR, 2008; MICHELSEN; KLEIN, 2010; KHAN; VILANOVA; HASSAIRI, 2011). A *proxy* utilizada nesta pesquisa para oportunidades de crescimento foi a relação entre o valor de mercado e o valor contábil dos capitais.

Espera-se que companhias menos endividadas sejam mais propensas à deslistagem por causa do potencial para aumentar a alavancagem e benefícios fiscais, se a companhia é rentável (POUR; LASFER, 2013; MICHELSEN; KLEIN, 2010). A variável alavancagem é a razão entre o passivo totais e patrimônio líquido.

Bortolon e Silva Junior (2015) encontram os sinais esperados (positivos para a concentração de votos, EBITDA / Receita e logaritmo de receita, e negativos para a liquidez das ações) mencionados acima, em seu estudo de companhias brasileiras que fecharam o capital na BM&FBovespa no período de 2001-2012. No entanto o pagamento de dividendos, oportunidades de crescimento e de alavancagem não mostraram efeito significativo sobre a probabilidade de fechamento de capital.

Esta pesquisa acrescenta a esse corpo de conhecimento a questão da governança corporativa medida por meio de um IGC (HE; HO, 2011; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004). A deslistagem pode ser mais atraente para as companhias que avaliam negativamente o *trade-off* entre os custos e benefícios da adoção de melhores práticas. Assim, espera-se que o IGC afete negativamente a probabilidade de deslistagem (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015; POUR; LASFER, 2013; BOOT; GOPALAN; THAKOR, 2008; MICHELSEN; KLEIN, 2010; CHARITOU; LOUCA; VAFEAS, 2007; BHARATH; DITTMAR, 2006; WEIR; LAING; WRIGHT, 2005).

4 APRESENTAÇÃO, DISCUSSÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

A estatística descritiva do IGC está apresentada na tabela 1. O valor máximo possível para o IGC é 16 e o mínimo 0. No grupo de comparáveis, duas companhias atingiram 16

pontos. A pontuação máxima no grupo de companhias que se deslistaram foi 13, observada em oito companhias. Exceto para as questões de *disclosure* do índice, o IGC e outros sub índices apresentaram médias maiores para o grupo de companhias comparáveis.

Tabela 1 - As Estatísticas Descritivas do Índice de Governança Corporativa de Companhias que se Deslistaram e suas Comparáveis

Índice	Companhias	Contagem	Média	Max	Min	Mediana	Desv.P
IGC	Que se deslistaram	86	9.19	13	5	9	2.12
	Comparáveis	81	10.23	16	4	10	2.99
Perguntas Estru. Prop.	Que se deslistaram	86	1.84	5	0	2	1.30
	Comparáveis	81	2.81	5	0	3	1.64
Perguntas de Ética	Que se deslistaram	86	1.99	3	0	2	0.76
	Comparáveis	81	2.05	3	0	2	0.75
Perguntas de <i>Disclosure</i>	Que se deslistaram	86	2.47	3	1	3	0.59
	Comparáveis	81	2.37	3	1	2	0.66
Perguntas de Conselho	Que se deslistaram	85	2.91	5	0	3	1.22
	Comparáveis	81	3.00	5	0	3	1.08

Fonte: Dados da pesquisa.

As diferenças de médias observadas na tabela 1 foram testadas para significância estatística por meio do teste T. Os resultados são apresentados na tabela 2. A diferença de médias para o índice IGC é estatisticamente significativa a um nível de 1% sendo maior para o grupo de companhias que permaneceram listadas (comparáveis). No entanto, quando são observadas as quatro dimensões do índice, os testes mostram diferenças significativas apenas no grupo de questões relacionadas com a dimensão estrutura de propriedade. As práticas de governança corporativa relacionadas à ética, ao *disclosure* e ao conselho de administração não apresentaram diferenças estatisticamente significativas.

Provavelmente essas evidências podem ser explicadas pelas características do mercado de capitais brasileiro como, por exemplo, o fato de ser pouco desenvolvido e elevada concentração do controle acionário (SARLO NETO et al., 2005; NÓBREGA et al. 2000). Esses resultados sugerem que o principal fator de influência nas decisões corporativas está relacionado com a concentração de propriedade e controle, principalmente em termos de decidir sobre a manutenção da companhia no mercados de capitais ou pela deslistagem (“go private”).

Table 2 - Testes de Comparação de Médias do Índice de Governança Corporativa e Subíndice no Ano de Deslistagem

	Médias				Estatística T	
	Que saíram		Comparáveis			
	Cont.	Média	Cont.	Média		
IGC	86	9.19	81	10.23	2.623	***
Perguntas Estr. Prop.	86	1.84	81	2.81	4.275	***
Perguntas Ética	86	1.99	81	2.05	0.520	
Perguntas Disclosure	86	2.47	81	2.37	-1.100	
Perguntas Conselho	85	2.91	81	3.00	0.524	

Obs.: *, **, *** indica significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

A fim de observar dentro da pontuação de estrutura de propriedade as duas amostras foram analisadas em cada uma das cinco questões. A proporção de companhias que atende ao requisito nos dois grupos foi observada e testada pela significância estatística. Os resultados na Tabela 3 mostram que a proporção de ações sem direito a voto em relação ao capital total e a relação entre o direito de voto dos acionistas majoritários e sobre o fluxo de caixa não são diferentes entre os dois grupos. São realmente diferentes quando observado o *free-float*, com 15,12% de companhias que se deslistaram concedendo o mínimo de 25% exigido pelo nível 1 da BM&FBovespa, enquanto o grupo comparável tinha mais de metade das companhias com resposta positiva a essa questão. A concentração de controle é mais alta no grupo que se deslistou. A primeira questão da dimensão estrutura de propriedade mostra que apenas 11,63% de companhias que se deslistaram tem o maior acionista com menos de 50% do capital votante. As companhias brasileiras são caracterizadas pela concentração da propriedade e controle (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; SILVA; LEAL, 2006; ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007) e assim, o grupo comparável também apresenta uma elevada percentagem (54,32%) do maior acionista, com participações de controle na companhia. O desejo de mais controle se reflete na questão sobre direitos de *tag-along*. Apenas 31,40% das companhias que se deslistaram concedem *tag-along* além do que é legalmente exigido, enquanto 50,62% das companhias que permaneceram listadas o fazem.

Tabela 3 - Questões sobre Estrutura de Propriedade e Diferenças de Proporções entre Companhias que Saíram da Bolsa e Comparáveis

Pergunta	Proporção		Estatística Z
	Que saíram	Comparáveis	
O maior acionista possui menos de 50% das ações com direito de voto (ordinárias)?	11.63%	45.68%	4.890 ***
O percentual de ações sem direito a voto (preferenciais) em relação ao capital total é inferior a 50%?	63.95%	74.07%	1.411
A relação entre o direito de voto do maior acionista e o direito sobre o fluxo de caixa é menor ou igual a 1?	61.63%	54.32%	-0.956
O <i>free-float</i> do total de ações é maior ou igual ao que é exigido no Nível 1 da listagem da Bovespa (25%)?	15.12%	56.79%	5.631 ***
A companhia concede direitos de <i>tag-along</i> além do que é legalmente exigido?	31.40%	50.62%	2.527 **

Obs.: *, **, *** indica significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Então, pode ser inferido que dentro da dimensão estrutura de propriedade três principais questões são fundamentais para a análise de *trade-off* de manter-se listada ou de deslistar-se: concentração de ações ordinárias, *free-float* e *tag-along*. Dados revelam que maior concentração de ações ordinárias, menor *free-float* das ações totais e menor concessão de direitos de *tag-along* são mais evidentes em companhias que voluntariamente deslistaram-se (*go private*). Esses resultados são convergentes com as conclusões do Bortolon e Silva Junior (2015), Michelsen e Klein (2010), Leal e Silva (2005) e Silva e Leal (2005).

A decisão de deslistar-se não é uma questão trivial no ciclo de vida de uma companhia. Gestores e acionistas provavelmente avaliam essa alternativa por um longo tempo antes de tomarem a decisão. Nesse processo, práticas de governança corporativa podem evoluir positiva ou negativamente (LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008; MAROSI; MASSOUD, 2007; MILLER; FRANKENTHALER, 2003). A fim de observar essa evolução, o IGC foi respondido para as companhias que se deslistaram no quinto ano antes do evento. A tabela 4 mostra a diferença de média para o IGC e suas dimensões.

Table 4 - Testes de Comparação Índice de Governança Corporativa e Sub para as Mesmas Companhias que se Deslistaram no Ano de Fechamento do Capital e Cinco Anos Antes

	Médias				Estatística T
	Ano de saída		5 anos antes		
	Cont	Média	Cont	Média	
Corp. Gov. IGC	57	8.51	57	8.53	-0.068
Pergunta Estr. Prop.	57	1.37	57	1.68	-2.297 **
Pergunta Ética	57	1.77	57	1.75	0.444
Pergunta Disclosure	65	2.45	65	2.45	0.000
Pergunta Conselho	63	2.90	63	2.49	2.934 ***

Obs.: *, **, *** indica significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

O índice analisado de forma mais ampla não apresenta diferenças estatisticamente significativas, no entanto, nas questões relativas às dimensões estruturas de propriedade e conselho de administração, as diferenças são significativas. As questões relativas ao conselho de administração parecem melhorar positivamente com a pontuação crescente 2,49-2,90 nos cinco anos anteriores à deslistagem. Questões de estrutura de capital evoluem no sentido oposto, com a pontuação diminuindo de 1.68-1.37 no período observado.

Para entender quais aspectos específicos da estrutura de propriedade e do conselho de administração são diferentes, essas dimensões foram avaliadas questão por questão observando a proporção de companhias que preenchem o requisito de boas práticas expressas nas perguntas. Os resultados na tabela 5 mostram que a proporção de companhias que têm outros comitês além do conselho de administração e do conselho fiscal, e a proporção de companhias que adotam o conselho fiscal de uma forma permanente aumentaram. Esses resultados parecem inesperados, uma vez que podem influenciar os custos em uma companhia que está pretensa a considerar a opção de deslistar-se. Talvez esses cursos de ações vão na direção de dar aos acionistas minoritários e ao mercado em geral uma maior transparência em um momento em que a opção de deslistar-se deve ser discutida e aprovada em assembleia de acionistas.

Tabela 5 - Perguntas de Estrutura de Propriedade e Conselho de Administração e Diferenças de Proporção entre Ano de Deslistagem e Cinco Anos Antes para as Mesmas Companhias

Perguntas	Proporções		Estatística Z
	Ano de Saída	Cinco anos antes	
<i>Perguntas de estrutura de propriedade</i>			
O maior acionista possui menos de 50% das ações com direito de voto (ordinárias)?	11.63%	20.27%	-1.501
O percentual de ações sem direito a voto (preferenciais) em relação ao capital total é inferior a 50%?	63.95%	46.87%	2.087 **
A relação entre o direito de voto do maior acionista e o direito sobre o fluxo de caixa é menor ou igual a 1?	61.63%	48.65%	1.647 *
O <i>free-float</i> do total de ações é maior ou igual ao que é exigido no Nível 1 da listagem da Bovespa (25%)?	15.11%	42.65%	-3.809 ***
A companhia concede direitos de <i>tag-along</i> além do que é legalmente exigido?	31.40%	15.79%	2.105 **
<i>Perguntas de Conselho Adm.</i>			
O Presidente do Conselho e o CEO são pessoas diferentes?	72.09%	64.06%	1.049
O conselho está claramente composto de diretores externos e possivelmente independentes?	94.12%	93.75%	0.093
O tamanho do conselho está entre 5 a 9 membros?	62.35%	65.63%	-0.411
A companhia tem comitês de monitoramento, além do conselho de administração e do conselho fiscal?	31.40%	10.94%	2.960 ***
Há um conselho fiscal permanente?	30.23%	14.06%	2.316 **

Obs.: *, **, *** indica significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Embora a pontuação média de estrutura de propriedade diminua nos cinco anos antes da deslistagem, algumas das questões dentro do subíndice mostram uma evolução positiva. As porcentagens de companhias que (i) têm menos do que 50% do capital total em ações sem direito a voto (preferenciais); (ii) têm o acionista majoritário com incompatibilidade de direitos menor ou igual a 1 e (iii) concedem direitos de *tag-along* além do que é legalmente exigido aumentaram a partir do quinto ano antes da deslistagem. O *free-float*, no entanto, mostra que a porcentagem de companhias que se deslistaram e que mantêm pelo menos 25% de ações no mercado diminuíram de 42.65% para 15.11% no período. Essa evolução é consistente com o aumento na porcentagem de companhias com sócios majoritários que

detém menos de 50% das ações votantes, embora essa diminuição não seja estatisticamente significativa. Acionistas majoritários provavelmente compram mais ações, a fim de facilitar a aprovação da operação de deslistagem.

Estes resultados mostram que enquanto a dimensão de estrutura de propriedade moveu na direção de concentração mais elevada a partir de 5 anos antes do ano de deslistagem; a dimensão conselho de administração moveu na direção de independência maior. Nesse caso, pode ser observada uma coerência e uma contradição. Coerência relacionada com a dimensão de estrutura de propriedade uma vez que os resultados são convergentes com a literatura que defende que quanto maior a concentração da propriedade, maior a probabilidade de fechar o capital (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015; MICHELSEN; KLEIN, 2010) e contradição relacionado a dimensão conselho de administração, como esperava-se que no grupo de companhias que se deslistaram, a independência e eficiência do conselho diminuíssem ao longo dos anos, uma vez que um conselho independente pode não ser favorável à decisão de fechamento de capital (CHARITOU; LOUCA; VAFEAS, 2007).

Uma possível explicação para esta contradição pode ser relacionada com o discurso corporativo de independência do conselho de administração refletida em relatórios gerenciais e informações disponíveis para a CVM e BM&FBovespa. No entanto esse discurso não se materializa na prática, uma vez que a concentração de propriedade, tipicamente observada nas companhias brasileiras, implica sobreposição entre a propriedade e a gestão (ANDRADE; ROSSETTI, 2009), apresentando esse resultado como evidência da presença do formalismo (RIGGS, 1964; 1968).

A última parte da análise foca os efeitos das práticas de governança corporativa na probabilidade de deslistar-se, como avaliado por Bortolon e Silva Junior (2015). A Tabela 6 apresenta os resultados de modelos *logit*.

Tabela 6 - Modelos Logit

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Índice de Governança Corporativa	-0.158** (0.062)			-0.079 (0.086)
Estrutura de Propriedade		-0.581*** (0.137)		
Ética e conflitos de interesse		0.444* (0.262)		
<i>Disclosure</i>		0.419 (0.281)		
Conselho		-0.053 (0.148)		
Maior acionista - % voto			0.030*** (0.008)	0.026*** (0.009)
Liquidez			-0.103 (0.582)	0.104 (0.566)
Ebitda/Receita			-0.033 (0.127)	-0.058 (0.132)
Pagamento de Dividendo			-0.039 (0.046)	-0.046 (0.046)
Market to book (Valor mercado-valor contábil)			0.012 (0.022)	0.014 (0.025)
Logaritmo da receita			-0.002 (0.053)	0.017 (0.057)
Passivo Total/Patrimônio Líquido			0.039 (0.066)	0.041 (0.068)
Constante	1.592 (0.623)	-0.364 (0.809)	-1.880* (0.968)	-1.199 (1.217)
# obs.	167	166	119	119
LR Qui2	6.79	23.47	19.79	20.62
Prob > Qui2	0.0091	0.0001	0.0061	0.0082
Pseudo R2	0.0294	0.1021	0.1202	0,1253

Fonte: Dados de pesquisa.

O modelo 1 mostra que o IGC afeta negativamente a probabilidade de a companhia deslistar-se. Quando consideram a deslistagem, gestores e acionistas devem avaliar o *trade-off* entre os custos e benefícios de atender às exigências de uma companhia de capital aberto. Se a deslistagem ocorreu a conclusão foi de que os custos foram superiores aos benefícios, e que melhorar a governança corporativa não valeria a pena (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015; POUR; LASFER, 2013; BOOT; GOPALAN; THAKOR, 2008; MICHELSEN; KLEIN, 2010; CHARITOU; LOUCA; VAFEAS, 2007; BHARATH; DITTMAR, 2006; WEIR; LAING; WRIGHT, 2005).

O modelo com as dimensões do índice mostra que as questões de estrutura de propriedade são as mais relacionadas com a probabilidade de deslistagem. Com sinal negativo, os resultados sugerem que melhores práticas relacionadas a estrutura de propriedade diminuem a probabilidade de deslistagem (LAWRENCE, 1986; MICHELSEN; KLEIN, 2010).

O modelo 3 mostra que quanto maior a participação votante do maior acionista mais provável é a operação de deslistagem. Este resultado está de acordo com Bortolon e Silva Junior (2015), Eid Júnior e Horng (2005), Michelsen e Klein (2011). Ao contrário do que identificaram Bortolon e Silva Junior (2015) liquidez, EBITDA/Receita e logaritmo da receita não apresentaram efeitos estatisticamente significativos na pesquisa.

O último modelo adiciona IGC para o conjunto de variáveis explicativas. O poder explicativo (*pseudo R2*) aumenta marginalmente e o IGC não mostra efeito estatístico significativo sobre a probabilidade de deslistagem. IGC e maiores quotas de voto dos acionistas apresentaram um coeficiente de correlação de -0,45 o que ajuda a explicar a ausência de efeito significativo na primeira.

Portanto, a governança corporativa quando observada de forma isolada das variáveis de controle sugeridas em estudos anteriores, apresenta um efeito significativo sobre a decisão de deslistagem. No entanto, quando adicionado ao modelo, seu efeito não é significativo.

5 CONCLUSÕES

O principal objetivo deste artigo foi investigar a relação entre a governança corporativa e a deslistagem da BM&FBovespa. Para atingir esse objetivo, este estudo investigou uma amostra de 86 deslistagens voluntárias da bolsa entre 2008 a 2012 e uma amostra de correspondência com companhias que permaneceram listadas, identificadas como "comparáveis".

Baseado em contribuições de He e Ho (2012), Leal e Silva (2005), Silva e Leal (2005) e Sielveira; Barros e Famá (2004) foi desenvolvido um IGC compreendendo quatro dimensões (estrutura de propriedade, ética e conflitos de interesse, *disclosure* e conselho de administração) e um conjunto de 16 perguntas usadas para analisar os dois grupos. Todas as dimensões de governança corporativa foram desenvolvidas baseadas na teoria de propriedade, agência e finanças (BLAIR, 1995; HART, 1995; PAGANO; ROELL, 1998; JENSEN; MECKLING, 1976; MAURY; PAJUSTE, 2011) e na abordagem positiva para explicar os fenômenos contábeis (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

A conclusão central do estudo é que, com base no índice tomado em uma perspectiva mais ampla, no mercado de capitais brasileiro, práticas de governança corporativa são diferentes entre as companhias que se deslistaram e suas comparáveis, e o IGC afeta negativamente a probabilidade de companhias se deslistarem. Em outros termos, quanto mais

avançada são as práticas de governança corporativa menor a probabilidade de as companhias brasileiras se deslistarem da BM&FBovespa, ou seja, fecharem o capital.

No entanto, quando foram analisadas separadamente as dimensões do IGC, pode ser observado que as dimensões ética e conflitos de interesse, *disclosure* e conselho de administração não mostraram diferenças estatísticas significativas entre os dois grupos. Observou-se apenas uma diferença significativa entre os dois grupos na dimensão estrutura de propriedade.

A evolução prévia a decisão de deslistagem mostra sinais negativos quando observadas a dimensão estrutura de propriedade e evolução positiva nas questões do conselho de administração. Nesses casos, pode-se observar uma coerência em termos da dimensão da estrutura de propriedade porque os resultados são convergentes com a literatura; e uma contradição em termos do conselho de administração que pode ser explicada pela presença do formalismo na gestão das companhias (RIGGS, 1964; 1968).

Apesar das diferenças de médias nos grupos, os resultados indicam que a governança corporativa não parece afetar significativamente as chances de deslistagem em um modelo com estrutura de propriedade e variáveis financeiras. Provavelmente, as características do mercado de capitais brasileiro apontadas por Sarlo Neto, et al. (2005) e Nóbrega, et al. (2000) e as características das companhias brasileiras (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; SILVA; LEAL, 2006; ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; ANDRADE; ROSSETTI, 2009) podem indicar algumas pistas para interpretar esses resultados.

Companhias brasileiras tipicamente caracterizadas pela concentração entre a propriedade e o controle e pela sobreposição entre a propriedade e a gestão, operando em um mercado pequeno e subdesenvolvido, podem indicar que forças internas da companhia têm mais influência as decisões corporativas do que as forças externas. A análise de fatores externos pode influenciar a decisão de deslistar-se e constitui uma limitação desta pesquisa.

REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, [S.l.], v. 61, n. 2, p. 129–152, jun. 2007.
- ALIMEHMETI, G.; PALETTA, A. Corporate governance index: the confounding effects of using different measures. **Journal of Applied Economics and Business Research**, [S.l.], v. 4, n. 1, p. 64-79, 2014.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BASAC, S.; CUOCO, D. An equilibrium model with restricted stock market participation. **Review of Financial Studies**, [S.l.], v. 11, p. 309-341, 1998.

BEBCHUK, L.; COHEN, A.; FERREL, A. What matter in corporate governance? **The Review of Financial Studies**, [S.l.], v. 22, n. 2, p. 783-827, 2009.

BHARATH, S. T.; DITTMAR, A. K. To be or not to be (public): using going private transactions to examine why firms go public. **University of Michigan Ross School of Business Research Paper**, EFA 2007, Ljubljana Meetings Paper, AFA 2008, New Orleans Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=951710> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.9517102006>

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation & private property**. 11th. printing. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, 2010.

BLAIR, M. M. **Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century**. Washington: Bookings Institutions, 1995.

BOOT, A. W. A.; GOPALAN, R.; THAKOR, A. V. The entrepreneur's choice between private and public ownership, **The Journal of Finance**, [S.l.], v. LXI, n. 2, abr., 2006.

_____.; _____.; _____. Market liquidity, Investor participation, and managerial autonomy: why do firms go private?, **The Journal of Finance**, [S.l.], v. LXIII, n. 4, ago., 2008.

BORTOLON, P. M.; SILVA JUNIOR, A. da. Fatores determinantes para o fechamento do capital de companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, DOI: 10.1590/1808057x201500910, 2015. (press).

BURGHOF, H. P., SCHILLING, D. Going private als corporate governance transaktion. **Betr Forsch Prax**, BFuP, [S.l.], v. 55, p. 117–136, 2003.

CAPITAL ABERTO. Fechamento de capital: algumas reflexões. **Revista Capital Aberto**. Ano 3, n. 28, p. 43, dez. 2005. Disponível em: <
<http://www.capitalaberto.com.br/edicoes/mensal/edicao-28/fechamento-de-capital-algumas-reflexoes/#.VQLLYI54rwk>>. Acesso em: 13 mar. 2015.

CHARITOU, A.; LOUCA, C.; VAFEAS, N. Board, ownership structure, and involuntary delisting from the New York Stock Exchange. **Journal of Accounting and Public Policy**, [S.l.], v. 26, n. 2, p. 249–262, 2007.

CHEN, A. et al. Building a corporate governance index from the perspectives of ownership and leadership for firms in Taiwan. **Corporate Governance: An International Review**, [S.l.], v. 15, n. 2, p. 251-261, 2007.

CROWTHER, D.; SEIFI, S. **Corporate governance and international business**. David Crowther, Shahla, Seifi and Ventus Publishing, 2011

EASLEY, D.; HVIDKJAER, S.; O'HARA, M. Is information risk a determinant of asset return? **Journal of Finance**, [S.l.], v. 57, p. 2185-2221, 2002.

EID JUNIOR, W.; HORNG, W. J. **A saída**: uma análise da delistagem na Bovespa. 2005. Disponível em: < http://www.williameid.com.br/pdf/delistagem_bovespa.pdf>. Acesso em: 22 jul. 2011.

HAIL, L.; LEUZ, C. International differences in cost of capital: do legal institutions and securities regulation matters? **Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 44, p. 485-531, 2006.

HART, O. Corporate governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, [S.l.], v. 105, n. 430, p. 678-689, May 1995.

HE, L.; HO, S-J. K. Monitoring costs, managerial ethics and corporate governance: a modeling approach. **Journal of Business Ethics**, [S.l.]; v. 99, p. 623-635, 2011.

JENSEN, M. Agency costs and free cash flow, corporate finance and take-overs. **American Economics Review**, [S.l.], v. 76, n. 2, p. 323-329, may, 1986.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, oct.1976.

KHAN, H. U. R.; VILANOVA, L.; HASSAIRI, S. A. Effects of private equity investment on the decisions of European companies to go private: an empirical study. **International Journal of Management**, [S.l.], v. 28, n. 2, p. 493-508, jun. 2011.

LAWRENCE, E. C. A comparative analysis of public firms going private. **Review of Business and Economic Research**, [S.l.], v. 21, n. 2, p. 1-17, 1986.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. da. **Corporate governance and value in Brazil (and Chile)**, 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=726261> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.726261>

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. da; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 38, p. 91-124, 2000.

LEUZ, C.; TRIANTIS, A.; WANG, T. Y. Why do firms go dark? causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. **Journal of Accounting & Economics**, [S.l.], v. 45, p. 181-208, 2008.

MAROSI, A.; MASSOUD, N. Why do firms go dark? **Journal of Finance and Quantitative Analyses**, [S.l.], v. 42, n. 2, p. 421-442, 2007

MAURY, B.; PAJUSTE, A. Private benefits of control and dual-class share unifications. **Managerial and Decision Economics**, [S.l.], v. 32, p. 335-369, 2011.

MICHELSEN, M.; KLEIN, C.; “Privacy please!” the public to private decision in Germany, **Review of Managerial Science**, [S.l.], Online FirstTM, v. 25, June 2010.

MILLAR, C. C. et al. Corporate governance and institutional transparency in emerging market. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 59, p. 163-174, 2005, DOI: 10.1007/s10551-005.3412-1.

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

NÓBREGA, M. et al. **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta o Brasil (Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais da BOVESPA)**. São Paulo: BM&FBovespa, 2000.

PAGANO, M.; ROELL, A. The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public. **The Quarterly Journal of Economics**, [S.l.], v. 113, n. 1, p. 187-225, February 1998.

PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L.; Why do companies go public? an empirical analysis. **The Journal of Finance**, [S.l.], v. LIII, n. 1, February 1998.

POUR, E. K.; LASFER, M. Why do companies delist voluntarily from the stock market. **Journal of Banking & Finance**, [S.l.], v. 37, n. 12, p. 4850-4860, 2013.

RIGGS, F. W. **A ecologia da administração pública**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1964.

RIGGS, F. W. **Administração nos países em desenvolvimento: a teoria das sociedades prismáticas**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1968.

SARLO NETO, et al. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 16, n. 37, 2005.

SILVA, A. L. C. da; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, [S.l.], v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

_____.; _____. Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. **Corporate Ownership & Control**, [S.l.], v. 4, n. 1, p. 300–308, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam. ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba, **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.

TRIPODI, T.; FELLIN, P.; MEYER, H. J. **The assessment of social research: guidelines for use of research in social work and social science**. 2nd. ed. Itasca, IL: F. E. Peacock, 1983.

TU, T. T. T.; KHANH, P. B.; QUYEN, P. D. Developing corporate governance index for Vietnamese banking system. **International Journal of Financial Research**, [S.l.], v. 5, n. 2, p. 175-188, 2014.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

WEIR, C.; LAING, D.; WRIGHT, M. Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private. **Applied Financial Economics**, [S.l.], v. 15, p. 947–961, 2005.