



Internacionalização e o Fechamento de Capital de Empresas: Um Estudo sobre a Deslistagem no Mercado Brasileiro

Internationalization and the Capital Closure of Companies: A Study on Delisting in the Brazilian Market

Murilo Alves Santos¹

Vinicius Silva Pereira²

Antonio Sergio Torres Penedo³

Resumo

A proposta deste artigo é analisar a relação entre internacionalização e deslistagem e, para atingir seu objetivo, partiu do modelo desenvolvido por Pour e Lasfer (2013). A partir de hipóteses que contemplam conceitos e teorias de governança corporativa, foram realizados ajustes para o contexto brasileiro e acrescentadas, como diferenciais, as *proxies* de internacionalização e crise, sendo esta última inserida com o objetivo de contemplar nuances particulares de tais eventos, observados no cenário econômico nacional recente, tanto por influência de aspectos externos, como em 2008-2009, quanto por aspectos internos, como em 2014. Como resultados, encontrou-se significância negativa entre o grau de internacionalização e a deslistagem, atestando a hipótese que há diferenciais oriundos da internacionalização que reduzem a probabilidade de deslistagem. Aspectos particulares da governança corporativa no país, entre os quais a alta concentração acionária, também foram ratificados. Em relação aos períodos de crise, as consequências do *subprime* norte-americano foram mais relevantes do que a ocorrência da crise em si, ao contrário de 2014, cujos efeitos da crise brasileira foram significantes na decisão de deslistagem. Para trabalhos futuros sugere-se a expansão da base de dados e o tratamento individual das razões adotadas pela empresa quando da decisão de deslistagem.

Palavras-chave: deslistagem. internacionalização. governança corporativa.

Abstract

The purpose of this article is to analyze the relationship between internationalization and delisting and, to achieve its objective; it started from the model developed by Pour and Lasfer (2013). Based on hypotheses that contemplate concepts and theories of corporate governance, adjustments were made to the Brazilian context, and the internationalization and crisis proxies were added as differentials, the latter, being inserted to contemplate particular nuances of such events, observed in the recent national economic scenario, both due to the influence of external aspects, such as in 2008-2009 and by internal aspects, such as in 2014. As a result, a negative significance was found between the degree of internationalization and de-listing, attesting to the hypothesis that there are differentials from internationalization that reduce the likelihood of delisting. Particular aspects of corporate governance in the country, including high share concentration, were also ratified. Concerning periods of crisis, the consequences of the North American subprime were more relevant than the occurrence of the crisis itself, in contrast to 2014, whose effects of the Brazilian crisis were significant in the delisting decision. For future work, the expansion of the database and the individual treatment of the reasons adopted by the company when deciding on de-listing are suggested.

Keywords: *delisting, internationalization, corporate governance.*

1 Mestre em Administração. Instituição/Afiliação: Universidade Federal de Uberlândia – UFU, Faculdade de Gestão e Negócios – FAGEN.

2 Doutor em Administração. Instituição/Afiliação: Universidade Federal de Uberlândia/UFU, Faculdade de Gestão e Negócios/ FAGEN.

3 Doutor em Engenharia de Produção. Instituição/Afiliação: Universidade Federal de Uberlândia - UFU, Faculdade de Gestão e Negócios – FAGEN.

1 Introdução

Conquanto a história recente do mercado financeiro no Brasil continue influenciada por episódios de crise ocasionados por fatores externos, como a crise do *subprime* em 2008-2009, ou por razões internas, como em 2014, com índices crescentes de inflação e desemprego, é inegável a maior estabilidade, sobretudo quando comparada a antes de 1994, quando houve a implantação do Plano Real. Em paralelo, a melhora na regulação do mercado de capitais (um dos adventos da Lei n.º 10.303/2001) e também na autorregulação da bolsa de valores (com a criação do Novo Mercado em 2001) também contribuíram para a visibilidade e atratividade para os investidores, desenvolvendo o mercado de capitais, com aumento próximo a 12 vezes no volume médio diário negociado entre 2001 e 2013 (Saito & Padilha, 2015).

Outro fator essencial nesse contexto é o desenvolvimento da governança corporativa (GC) para a proteção dos investidores contra a expropriação dos gestores e o conflito entre ambos (La Porta et al., 2000) e entre acionistas majoritários e minoritários; o aumento na transparência e a diminuição dos custos de agência. Com tais implicações, a GC contribuiria para a continuidade da listagem das empresas no mercado de capitais e possibilitaria a maximização da riqueza dos acionistas, dando maior confiabilidade para as informações, resultando em maior segurança de investimento. No Brasil, o lançamento dos níveis diferenciados de GC a partir do ano 2000 e a publicação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 2002, de recomendações sob a forma de cartilha (Castro Júnior, Conceição & Santos, 2011) são evidências desse movimento.

A contraditória recorrência da deslistagem, e a conseqüente redução na quantidade de empresas listadas no Brasil, sinalizam um evento contrário ao desenvolvimento esperado para o mercado de capitais e viabilizam a investigação sobre fatores que, possivelmente, reduzem os efeitos da GC e culminam na ocorrência da deslistagem.

Nesse sentido, é pertinente abordar a internacionalização, sobretudo pelo destaque assumido a partir da década de 60, com a inserção de empresas multinacionais brasileiras no exterior e a estabilização macroeconômica, propícia à abertura do mercado e, conseqüentemente, à entrada de novos investidores (especialmente estrangeiros e institucionais), proporcionando maior competitividade e participação das empresas brasileiras no mercado mundial a partir de 1990 (FUNDAÇÃO DOM CABRAL, [2015]).

De acordo com os dados do *Ranking* das Multinacionais Brasileiras 2014 da Fundação Dom Cabral – FDC, as empresas nacionais aumentaram seus índices ponderados de internacionalização de 16% para 22,9% entre 2010 e 2013 e, além disso, a quantidade de empresas até então não internacionalizadas evoluiu 169% na comparação das décadas de 1992-2001 e 2002-2013. Conforme o estudo, a tendência é de aumento próximo a 2% no índice médio de internacionalização, ratificando a tendência no mercado brasileiro.

A internacionalização interfere na GC das empresas, alterando a relação entre acionistas majoritários e minoritários e também entre os gestores das organizações e, assim, pode também interferir no fenômeno da deslistagem, incentivando-o pelo aumento nos custos de agência em virtude da separação geográfica e cultural entre os países, que contribuiria para o aumento da assimetria de informações e dificultaria o monitoramento dos agentes, intensificando os conflitos de interesses. De outro lado, os altos custos de se internacionalizar e as oportunidades de investimento podem reduzir o fluxo de caixa livre da empresa, desincentivando a deslistagem.

O artigo se propõe, portanto, a entender **qual o efeito da internacionalização na decisão das companhias brasileiras em se deslistarem** considerando, para isso, indicadores de internacionalização das empresas nacionais, sua posição no mercado de capitais e formulando, em nível de hipótese:

H₀: Não existe relação entre o nível de internacionalização da empresa e sua probabilidade de deslistagem;

H_{a1}: Existe uma relação negativa entre o nível de internacionalização da empresa e sua probabilidade de deslistagem;

H_{a2}: Existe uma relação positiva entre o nível de internacionalização da empresa e sua probabilidade de deslistagem.

Estudar o fechamento de capital é oportuno por razões relacionadas: aos investidores, para os quais é importante avaliar o comportamento das empresas, sob o risco de comprometer seus investimentos (EID JÚNIOR; HORNG, 2005); às empresas, pois a amplitude das deslistagens pode implicar em encolhimento do mercado primário ou secundário, causando um êxodo de investidores e, conseqüentemente, menor atratividade para novas empresas (Nóbrega et al., 2000); e, por fim, ao mercado em geral, pois a identificação dos padrões das empresas listadas ajuda as instituições de fomento e os reguladores a formular estratégias e políticas para seu desenvolvimento e ampliação (Eid Júnior & Horng, 2005). Assim, a análise a partir da internacionalização é um diferencial desta pesquisa não observado em estudos anteriores.

Para melhor entender a importância desse tema a conjuntura macroeconômica é essencial, sendo pertinente resgatar os episódios de crise no mercado, pois, além de serem considerados normais dos ditos “ciclos econômicos”, foram recorrentes no histórico de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro ao longo dos últimos anos, o qual ainda é vulnerável a seus impactos (Peixoto, 2012). A análise em contextos de crise permitiu ponderar o

comportamento das empresas brasileiras ante ao mercado de capitais pelo momento macroeconômico e também foi um diferencial da pesquisa.

O procedimento estatístico proposto foi regressão *logit*. O padrão adotado para o desenvolvimento desta pesquisa é o mesmo de Pour e Lasfer (2013), com adaptações ao mercado nacional, sendo uma delas a determinação da variável-teste como *proxies* de internacionalização.

A estrutura do trabalho contempla os aspectos introdutórios, as referências da literatura, o embasando as hipóteses, a metodologia (com a definição da amostra, das variáveis e dos modelos econométricos), a análise dos resultados e as conclusões.

2 Referencial Teórico

2.1 Internacionalização e deslistagem

A internacionalização é produto de uma série de decisões incrementais tomadas após a avaliação de alguns benefícios, entre os quais (Johanson & Vahlne, 1977) estão: maior retorno sobre ativos intangíveis, refletindo positivamente no desempenho financeiro; economia de escala e propriedade tecnológica; exploração de vantagens de localização relativas à mão de obra, matéria-prima, logística ou mercado (Grant, 1987); diminuição dos custos cambiais e da propriedade da informação, com redução da incerteza e maior controle da oferta e da possibilidade de negócios (Dunning, 1980).

Para a teoria da internacionalização (Coase, 1937), o processo de internacionalização é inerente ao crescimento da empresa e se dá de forma gradativa até que ela disponha de conhecimentos e recursos como propriedade exclusiva. Em virtude da obtenção dessas vantagens à medida que a empresa desenvolve novas competências para a sua atuação internacional, espera-se que a decisão de internacionalização reflita positivamente no seu desempenho financeiro (Grant, 1987; Floriani & Fleury, 2012) e se potencialize quando estiver associada à participação no mercado de capitais, dadas as vantagens que também proporciona às organizações.

Por consequência do acesso aos novos mercados conferidos pela internacionalização, ampliam-se as oportunidades de crescimento da empresa (Grant, 1987), as quais, conforme a teoria da *pecking order* (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984), são preferencialmente financiadas por meio da utilização dos lucros acumulados, seguida pelo endividamento e, por fim, emissão de novas ações. As empresas brasileiras enquadram-se no caminho proposto por essa teoria (Leal & Saito, 2003) e, com isso, os desdobramentos positivos da internacionalização incidem além da criação de diferenciais, da melhora no desempenho financeiro e do surgimento das oportunidades de crescimento. A preferência pelo uso dos recursos internos reduz a expectativa informacional dos acionistas. Além disso, sendo alocados em uma finalidade específica, contribuem para a redução do fluxo de caixa livre, tornando-se, portanto, uma forte mitigadora dos conflitos de agência.

Ainda que a internacionalização implique na necessidade de superação de desafios na gestão, com fins a superar o aumento de custos (Floriani & Fleury, 2012), em termos de mercado e de financiamento, ela aponta para a menor necessidade de monitoramento dos gestores associada a expectativas de crescimento, compensando positivamente o incremento nesses custos e, portanto, impactando positivamente a operação das empresas, tanto em resultado quanto em desempenho.

O aspecto positivo que esses fatores geram para as organizações, principalmente no mercado de ações, já é algo consolidado na análise de finanças e, considerando-se a internacionalização como precursor a todos eles, poder-se-ia afirmar que, quanto mais internacionalizada a empresa fosse, melhor avaliada no mercado seria, pois teria maiores oportunidades de crescimento e, portanto, maior a probabilidade de permanecer listada.

De outro modo, decisões estratégicas, como o investimento direto internacional, envolvem preferências de risco e alinhamento de interesses de diversos grupos, principalmente gestores e acionistas, sobretudo dentro das organizações internacionais (Carpenter & Fredrickson, 2001; Hoskisson et al., 2002; Filatochev & Wright, 2011). A decisão de internacionalização é uma decisão tomada em um ambiente de mudanças econômicas e institucionais associadas ao risco (Peng, 2000) e, portanto, a fim de garantir sua não expropriação, exige dos acionistas um maior monitoramento dos gestores (Oesterle; Richta & Fish, 2013).

Em virtude da diferença de conhecimento, interesse e apetite pelo risco entre gestores e acionistas, têm-se objetivos estratégicos diferentes entre eles (Filatochev & Wright, 2011). Portanto, existe a necessidade de construir uma estrutura de governança (Coase, 1937) e um contrato que alinhe essas posições.

É fundamental que a proposta para esse contrato supere a teoria da internacionalização e resgate a teoria de agência, pois o investimento estrangeiro dependeria da habilidade da empresa em lidar com assimetria informacional e o potencial conflito de agência associado aos empreendimentos no exterior (Filatochev & Wright, 2011), dada a possibilidade de os agentes, buscando auferir os benefícios da diversificação internacional dos negócios, optarem pela estratégia sem considerar os custos como um todo e, conseqüentemente, caminharem para a redução dos ganhos dos acionistas (Baker, Jensen & Murphy, 1998; Denis, Denis & Yost, 2002; Filatochev & Wright, 2011).

Tratando-se especificamente do processo de internacionalização e avaliando os desafios culturais, tecnológicos e geográficos, além da alta exigência de informações por parte dos decisores, a baixa frequência e a longa duração dos efeitos dessas decisões, cria-se um contexto favorável ao surgimento dos conflitos entre acionistas e gestores (Michael & Pearce, 2004). Mesclando as duas abordagens, a adoção das práticas de governança deve superar o simples objetivo de minimizar custos relativos à efetivação da(s) transação(ões) internacional(is) (Filatochev & Wright, 2011).

Não obstante a evolução no grau de internacionalização acarretar maior exposição ao risco, tanto para a empresa quanto para o acionista, há maior dificuldade de se monitorar e, em paralelo, maior assimetria informacional. Esses eventos contribuem para a redução na eficácia do acompanhamento do risco por parte dos investidores, resultando em um contexto no qual as companhias com maior exposição a riscos são mais difíceis de serem monitoradas. Em virtude de como isso pode se refletir no mercado, sobretudo em termos de avaliação, é pertinente inferir que, dessa forma, aumenta a possibilidade de deslistagem dessas empresas.

3 Metodologia

3.1 Seleção e adaptações ao artigo-base

Esta pesquisa se desenvolveu a partir de adaptações ao trabalho de Pour e Lasfer (2013) que, além de ser um trabalho recente, integra uma publicação bem avaliada e, principalmente, inova no estudo de deslistagem, qualificando e analisando as motivações das empresas que se deslistaram. Algumas adaptações foram feitas no modelo original, entretanto, para melhor enquadramento à realidade nacional. No âmbito desses ajustes, considerou-se as discrepâncias, principalmente no que diz respeito à GC, visto Pour e Lasfer (2013) terem analisado empresas listadas em Londres, mercado com forte proteção legal, cujos preceitos derivam de um sistema de *common law*, com maior dispersão acionária, maior atividade no mercado de capitais e maior proteção aos acionistas, enquanto que, neste estudo, a análise considerou empresas brasileiras, cujo mercado de atuação é de fraca proteção legal e o sistema legal de *civil law*, com menor proteção ao acionista, maior concentração de capital e operação de menores volumes no mercado (LA PORTA et al., 2000; BECKE; LEVINE, 2004; SCHAPIRO, 2010).

Em virtude de tais diferenças e adaptações, a variável *insider ownership* foi substituída, neste trabalho, por concentração de propriedade (OWN), considerando-se o contexto de empresas marcadas por grande concentração acionária (HAHN, 2006) e, conseqüentemente, conflitos de agência mais incidentes no âmbito de controladores e minoritários (PROCIANOY, 1996; SILVA, 2004; BELLATO; SILVEIRA; SAVOIA, 2006; SONZA; KLOECKNER, 2014).

3.2 Modelo de análise e variáveis de estudo

No trabalho de Pour e Lasfer (2013) as variáveis de controle são divididas em cinco categorias: acesso a financiamento; custos de agência; assimetria informacional; visibilidade financeira; e liquidez. No primeiro grupo estão as *proxies* de: alavancagem, *market-to-book*, despesas de capital e levantamento de capital. Ao entrar no mercado de ações, as empresas aumentam seu nível de transparência e, com isso, passam a ter maior poder de barganha com os bancos e menores restrições financeiras, além de diversificarem as fontes de financiamento (RITTER, 1987; PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998; BHARATH; DITTMAR, 2006) buscando reduzir sua alavancagem. Portanto, empresas com menores oportunidades de crescimento, menor probabilidade de aporte de capital e com alta alavancagem tendem a sair do mercado de ações.

No segundo grupo estão as variáveis: ROA, fluxo de caixa livre e *insider ownership*, substituída por concentração de propriedade. Empresas com fluxo de caixa livre relevante demandariam maior monitoramento dos gestores para garantir a correta utilização dos recursos e, conseqüentemente, exporia seus acionistas a um maior risco de expropriação. Por conseguinte, elas apresentariam maior probabilidade de deslistagem (LEHN; POULSEN, 1989; MAROSI; MASSOUD, 2007; LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2004).

A variável ROA, medida do crescimento da firma, está negativamente associada à probabilidade de deslistagem, pois empresas com alto crescimento tendem a superar restrições financeiras, eventualmente acessando financiamentos externos de menor custo (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998; FISCHER, 2000; BHARATH; DITTMAR, 2006), isto é, existiria uma vantagem financeira para essas empresas se manterem listadas.

Para Pour e Lasfer (2013), quanto maior a parcela de ações da empresa em posse de seus dirigentes (*insider ownership*), maior a tendência de deslistagem. Essa análise foi reformulada com a introdução da variável OWN (concentração de propriedade), porém sustentado o efeito positivo entre ela e a deslistagem, visto a alta concentração acionária potencializar os conflitos de agência na organização entre controladores e minoritários (PROCIANOY, 1996; SILVA, 2004; BELLATO; SILVEIRA; SAVOIA, 2006; SONZA; KLOECKNER, 2014).

O terceiro grupo trata das variáveis: tamanho, intangibilidade dos ativos e *under-pricing*. Empresas menores não são seguidas por um grande número de analistas no mercado e, conseqüentemente, têm maior liberdade de ação distante das percepções de seus acionistas. Dessa forma, empresas menores tenderiam à maior assimetria informacional e, conseqüentemente, maior tendência em fechar o capital (EID JÚNIOR; HORNG, 2005; BOOT;

GOPALAN; THAKOR, 2008; MICHELSEN; KLEIN, 2011). A intangibilidade dos ativos contribui para a assimetria informacional e, conseqüentemente, para a deslistagem, dada a complexidade no seu monitoramento. Quanto maior o grau de assimetria de informações nas empresas maior é a tendência de haver descontos (*underpricing*) sobre o valor real de mercado das ações para atrair os investidores menos informados (MICHAELY; SHAW, 1994).

Essa variável foi empregada originalmente para avaliar a reação do mercado à decisão de deslistagem da empresa (POUR; LASFER, 2013), entretanto o mercado de ações nos dois países pesquisados são diferentes. Não houve significância nos resultados. A *proxy* não é recorrente em pesquisas sobre deslistagem e, por isso, ela foi retirada do estudo.

No quarto grupo estão as variáveis: *stock turnover*, volatilidade, beta e CAR. Mehran e Peristiani (2010) e Bharath e Dittmar (2010) apontam que a perda de visibilidade financeira das empresas implica no aumento da volatilidade do preço da ação e, conseqüentemente, na maior tendência ao fechamento de capital.

Conforme Hensler, Rutherford e Springer (1997), Jain e Kini (1999, 2000), Fama e French (2004) e Vismara, Paleari e Ritter (2012), o tempo de sobrevivência da decisão de abertura de capital das empresas decresce à medida que o risco (beta) evolui. Portanto, existe uma associação positiva entre o risco e a probabilidade de deslistagem.

A variável CAR avalia o histórico de ganhos dos acionistas. O embasamento veio de Leuz, Triantis e Wang (2008); Marosi e Massoud (2007); Liu (2005); Sanger e Peterson (1990) e; Jenkinson e Ramadorai (2008), para os quais a deslistagem voluntária gerou retornos negativos em excesso, implicando que há uma performance negativa das empresas antes da deslistagem e que há relação direta entre a anormalidade negativa desses retornos e a probabilidade de deslistagem. Há uma ressalva restrita à formulação dessa variável relativa à adoção do Ibovespa como *benchmark* para o retorno das ações. Embora o índice represente o retorno total do mercado de ações no Brasil, seu objetivo é indicar o desempenho médio das cotações dos títulos mais negociados no mercado e, por isso, algumas empresas da amostra deste trabalho ficaram sem o cálculo do *benchmark*.

Sobre as variáveis ações diárias negociadas e *stock turnover*, o ganho de liquidez é um benefício da listagem no mercado de ações (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998) e, portanto, um motivador na decisão de abertura do capital (BANCEL; MITTO, 2009). Dessa forma, empresas com menor liquidez são mais tendenciosas à deslistagem (BHARATH; DITTMAR, 2010).

Na proposta de análise dos períodos de crise econômica a partir dos anos pesquisados neste trabalho, o intuito foi ponderar o eventual efeito das oscilações no cenário econômico na deslistagem das empresas brasileiras. A expectativa era uma relação negativa, considerando, principalmente, o aumento nas restrições de crédito e financeiras derivadas da crise (CARMO, 2015) e a conseqüente alternativa de acesso ao mercado de capitais como fonte de financiamento, conforme a própria teoria da *pecking order* (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984).

A ausência de variáveis que expressem o movimento de internacionalização foi uma oportunidade de pesquisa oriunda do texto que serviu de base. Diante disso, uma das contribuições deste trabalho e seu diferencial foi, justamente, analisar o efeito da internacionalização na deslistagem. Assim, as medidas de internacionalização – representadas genericamente por INTERNAC – foram propostas como variáveis de teste dos modelos econométricos, trabalhadas a partir de diferentes visões, em modelos separados, contemplando: o DOI, a proporção de ativos que a empresa detém no exterior (FATA), a proporção de empregados no exterior (FETF), as exportações (FSTS), a proporção de dívida contratada em moeda estrangeira (DIVEXT) e o percentual de importações (IMPORT).

A adoção de medições individuais de internacionalização nos modelos considera que as medidas multi itens contemplam uma gama mais ampla do significado do grau de internacionalização da empresa e, por isso, asseguram a validade da escala, ainda que as circunstâncias influenciem uma dimensão da medição (SULLIVAN, 1994).

Neste trabalho, a variável dependente é DLIST, uma *dummy* relativa à posição da empresa no mercado de capitais. Para as empresas deslistadas, foi atribuído o valor 1 (um), enquanto que foi atribuído valor 0 (zero) para as listadas. A variável independente (ou de teste) refere-se à internacionalização.

A representação genérica do modelo econométrico desta pesquisa é:

$$DLIST = \beta_0 + \beta_1INTERNAC + \beta_2ALAV + \beta_3MB + \beta_4DESPCAP + \beta_5LEVCAP + \beta_6ROA + \beta_7FCL + \beta_8OWN + \beta_9TAM + \beta_{10}INT + \beta_{11}ADN + \beta_{12}ST + \beta_{13}VOL + \beta_{14}CAR + \beta_{15}BETA + ANO \quad \text{(Equação 1)}$$

O significado, a forma de cálculo e o resultado esperado para cada uma das variáveis estão demonstrados no Quadro 1:

Quadro 1 - Variáveis de estudo

Tipo	Nome	Descrição	Fórmula/Definição	Objeto de estudo	Sinal esperado	Autores
DEPENDENTE	DLIST	Situação da empresa em relação ao mercado de capitais.	Dummy para a empresa no mercado de capitais brasileiro: 1 para deslistada e 0 para listada.	Deslistagem		Objeto da pesquisa.
TESTE	DOI	Grau de internacionalização	Média (Exportações/Venda Total + Ativos Externos/Ativo Total + Mão de obra externa/ Mão de obra Total)	Internacionalização	(+/-)	<p>(+): Teoria de Agência (JENSEN; MECKLING, 1976); Myers e Majluf (1984); Baker, Jensen e Murphy (1988); Carpenter e Fredrickson (2001); Hoskisson e outros (2002); Denis, Denis, Yost (2002); Filatochev e Wright (2011).</p> <p>(-): Teoria da internalização (COASE, 1937); Grant (1987); Ghoshal (1987); Floriany e Fleury (2012).</p>
	FATA	Ativos no exterior	Ativos externos/Ativo total		(+/-)	
	FETF	Empregados no exterior	Funcionários externos/Total de funcionários		(+/-)	
	FSTS	Exportações	Exportações/Venda total		(+/-)	
	DIVEXT	Dívidas em moeda estrangeira	Dívida de CP e LP em moeda estrangeira/Passivo total		(+/-)	
	IMPORT	Importação	Fornecedores estrangeiros/Total de fornecedores		(+/-)	
CONTROLE	ALAV	Alavancagem	Passivo oneroso/Ativo total	Acesso/ Levantamento de capitais	(+)	Ritter (1987); Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bharath e Dittmar (2006); Pour e Lasfer (2013).
	MB	Market-to-book	Valor de mercado do patrimônio líquido/Valor contábil do patrimônio líquido		(-)	Ritter (1987); Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bharath e Dittmar (2006); Pour e Lasfer (2013).
	DESPCAP	Despesas de capital	Despesas de capital/Total de vendas		(+/-)	Ritter (1987); Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bharath e Dittmar (2006); Pour e Lasfer (2013).
	LEVCAP	Levantamento de capital	Dummy para levantamento de capital na empresa: 1 em caso afirmativo e 0 se o contrário.		(-)	Ritter (1987); Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bharath e Dittmar (2006); Pour e Lasfer (2013).
	ROA	Rentabilidade dos ativos	EBIT/Total de ativos		Conflitos de agência (fluxo de caixa livre)	(-)

Quadro 1 - Variáveis de estudo (continuação)

Tipo	Nome	Descrição	Fórmula/Definição	Objeto de Estudo	Sinal Esperado	Autores
	FCL	Fluxo de caixa livre	Fluxo de caixa livre/Total de ativos	Conflitos de agência (fluxo de caixa livre)	(+)	Lehn e Poulsen (1989); Leuz, Triantis e Wang (2004); Marosi e Massoud (2007).
	OWN	Concentração de propriedade	Ações ordinárias em posse do principal acionista/Total de ações ordinárias em circulação		(+)	Procianoy (1996); Silva (2004); Bellato, Silveira e Savoia (2006); Sonza e Kloeckner (2014).
	TAM	Tamanho	Log Valor de mercado do patrimônio líquido	Conflitos de agência (assimetria de informações)	(-)	Eid Júnior e Horng (2005); Pour e Lasfer (2013).
	INT	Intangibilidade dos ativos	Ativos intangíveis /Total de ativos		(+)	Pour e Lasfer (2013).
	ADN	Ações diárias negociadas	Ln Quantidade de ações diárias negociadas nos últimos 12 meses	Liquidez	(-)	Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bancel e Mitto (2009); Bharath e Dittmar (2010).
	ST	Volume de negócio das ações	Volume/Total de ações em circulação	Liquidez / Visibilidade financeira	(-)	Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bancel e Mitto (2009); Bharath e Dittmar (2010).
	VOL	Volatilidade das ações	Desvio padrão do retorno anual das ações	Visibilidade financeira	(+)	Mehran e Peristiani (2010); Bharath e Dittmar (2010).
	CAR	Retorno anual médio acumulado do último ano da deslistagem	(Retorno da ação - Retorno Ibovespa)/Retorno Ibovespa		(-)	Sanger e Peterson (1990); Liu (2005); Marosi e Massoud (2007); Jenkinson e Ramadorai (2008); Leuz, Triantis e Wang (2008); Pour e Lasfer (2013).
	BETA	Beta	Sensibilidade das ações aos movimentos gerais do mercado	Risco / Visibilidade financeira	(+)	Hensler, Rutherford e Springer (1997); Jain e Kini (1999, 2000); Fama e French (2004) e Vismara, Paleari e Ritter (2012).
	ANO	Ano da deslistagem	Ano de ocorrência da deslistagem.	Crise	(-)	Teoria da Pecking Order (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984); Carmo (2015).

Fonte: O autor, 2015.

O procedimento econométrico desta pesquisa foi regressão *logit*, tendo como variável dependente a *dummy* de deslistagem, assim como em Pour e Lasfer (2013) e em outros estudos sobre fechamento de capital (SCHULTZ, 1993; SEGUIN; SMOLLER, 1997; EID JUNIOR; HORNG, 2005; BRADLEY et al, 2006; DEMERS; JOOS, 2007; KOOLI; MEKNASSI, 2007; BHATTACHARYA; DEMERS; JOOS, 2010). Os *outliers* foram tratados em *software* específico com *winsorização* entre o 1º e o 99º percentil.

3.3 População, amostra e coleta de dados da pesquisa

A amostra desta pesquisa foi composta por empresas brasileiras que tenham sido, ou que ainda fossem à época, listadas na B3. Considerando que para o escopo do trabalho seriam contempladas variáveis de âmbito econômico-financeiro, os setores financeiro e de seguros foram excluídos da amostra, dadas as particularidades em suas operações, e, principalmente, aos indicadores financeiros, aos demonstrativos contábeis e à forma de registro das suas movimentações patrimoniais. No período selecionado foram observadas 190 deslistagens e, após a exclusão de onze empresas pertencentes aos setores de finanças e de seguros, a amostra final contemplou 179 empresas deslistadas. Em todos os anos foram abrangidas também as empresas listadas, configurando um painel desbalanceado.

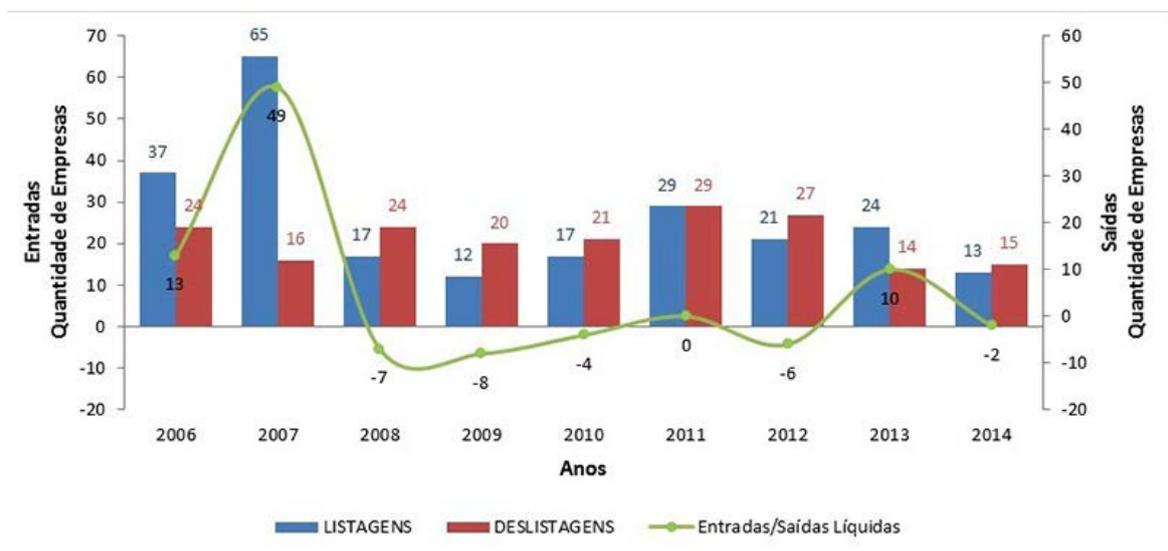
A variável dependente foi coletada na lista de empresas divulgada pela B3, à qual se aplicou o filtro de datas – 2006 a 2014 –, dadas as restrições da FDC, no qual foi coletado o DOI, a proporção de ativos e funcionários no exterior, e o percentual das exportações, cujos estudos iniciam-se em 2006. As variáveis de controle, bem como de importação e dívida em moeda estrangeira, foram coletadas no Economática.

O enquadramento dos anos como período de crise foi embasado na literatura. Entre os anos pesquisados, 2008 e 2009 foram associados à crise do *subprime* americano (PEIXOTO, 2012; FREGUETE; FUNCHAL, 2012; CARMO, 2015). Além disso, em virtude do cenário político e econômico de 2014, com a retomada da inflação, a retração econômica e a instabilidade política (ano eleitoral), tal exercício também foi enquadrado como período de crise.

4 Apresentação e Análise de Resultados

Ainda que o contexto incentivasse as organizações a permanecerem listadas no mercado de capitais, o que se observa, principalmente a partir do ano 2000, é um movimento das empresas brasileiras optando pela saída do mercado acionário, recomprando suas próprias ações. Trata-se de uma decisão cada vez mais frequente, conhecida como deslistagem (Gabrielli & Saito, 2004). A Figura 1 resume o histórico das ocorrências no período de 2006 a 2013.

Figura 1 - Entradas e saídas de empresas no mercado de capitais brasileiro



Fonte: O autor, 2015.

Na amostra, 59,67% das empresas estavam ativas e 40,33% deslistadas. Destas, a predominância (49%) foi da saída voluntária e, em segundo lugar, das incorporações (32%).

As variáveis descritivas da Tabela 1 permitem inferir algumas análises sobre o comportamento das empresas nacionais e a sua decisão de deslistagem. O ROA médio negativo associado ao fato de praticamente metade das deslistagens do país acontecer por motivações internas expõe a relevância dos custos do processo de abertura de capital (e de manutenção do mesmo), tanto *ex-ante* (auditoria de contas, governança, assessoria financeira, custos de emissão) quanto *ex-post* (monitoramento de gestores, divulgação de informações, departamento de relação com investidores, etc.), os quais contribuem na decisão de saída do mercado de capitais, dada a dificuldade de atingir resultados positivos no exercício das próprias atividades operacionais.

Outra variável relevante é alavancagem (ALAV), com média de 30,40%; mínimo de 0 e máximo de 380,68. Esse resultado ratifica a dependência do capital de terceiros no mercado brasileiro e, analisado em conjunto a LEVCAP e DESPCAP, que dizem respeito ao levantamento de capital próprio nas organizações, cuja média é baixa (0,3), enfatiza que o financiamento da operação se dá, no Brasil, principalmente por capital de terceiros, corroborando com a teoria da *pecking order*.

É oportuno destacar o baixo nível de internacionalização das empresas da amostra, com DOI médio de 0,009 e máximo de 0,616.

Na variável que mede a concentração de propriedade, os resultados confirmam os altos níveis de concentração acionária: o acionista principal detém, em média, 80,24% das ações ordinárias nas empresas da amostra. O mínimo registrado foi 21,75%.

Tabela 1 - Estatística descritiva dos dados

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
DOI	3605	.0097594	.0555818	0	.616
FATA	3538	.0070909	.0530369	0	.774
FETF	3536	.0066164	.0482268	0	.640
FSTS	4027	.0344885	.1193116	0	.984
DIVEXT	1552	.0629188	.1290762	0	.610
IMPORT	1444	.0662742	.1779991	0	.940
ALAV	3569	30.40701	46.78823	0	380.680
MB	2596	2.022388	3.510988	-7.210	23.550
DESPCAP	2852	.3893022	1.708456	-.720	14.910
LEVCAP	2778	.3012959	.4589036	0	1
ROA	3566	-.2756029	2.035398	-17.250	.580
FCL	2720	-.2840000	1.813149	-15.000	.890
OWN	3097	80.24621	20.49797	21.750	100
TAM	2649	9.020468	.9483992	6.650	10.950
INT	3563	.0809262	.1540437	0	.7
ADN	2861	8.763499	3.61948	0	14.990
ST	5685	4.687376	12.02817	0	73.280
VOL	2704	5.331827	15.39987	0	123.470
CAR	2460	.5439801	10.35834	-38.884	51.184
BETA	1874	.5728922	.3361686	-.090	1.580

Fonte: O autor, 2015.

Ainda nas análises descritivas, os resultados do teste-t indicam que as empresas listadas são mais internacionalizadas que as deslistadas e que é possível separá-las estatisticamente por tais variáveis. Para DIVEXT e IMPORT, entretanto, não foi possível essa distinção, ratificando que, independente da condição no mercado de capitais, as fontes internacionais de captação financeira e a demanda por insumos importados são características comuns.

A regressão *logit* apresentou os resultados expressos na Tabela 2. Em cada um dos modelos criados (2 a 7) foi alocada uma variável de internacionalização, mantendo-se as de controle.

Os resultados das variáveis de teste indicam relação estatisticamente significativa e negativa entre internacionalização e deslistagem, isto é, quanto mais internacionalizada a empresa, menor a probabilidade dela se deslistar. Desse grupo, apenas importação (IMPORT) não apresentou significância. Para as demais, os níveis são 5% (DOI, FSTS e DIVEXT) e 10% (FATA e FETF).

Tais resultados atestam a hipótese H_{a1} , segundo a qual, em virtude dos benefícios da internacionalização e dos diferenciais que podem ser desenvolvidos pela organização quando do acesso ao mercado internacional, quanto maior o nível de internacionalização da companhia, menor a tendência dela se deslistar.

A análise de H_{a2} permite complementar a validação desses resultados. A relação positiva entre internacionalização e a saída do mercado de capitais foi proposta com base no acirramento dos conflitos de agência oriundos da separação geográfica entre acionistas e gestores, no aumento da assimetria informacional e no potencial conflito de interesses decorrentes das diferenças nos apetites por risco. Entretanto, conforme os resultados, o acionista não participa da organização, no Brasil, como investidor ou como minoritário isolado, mas detém, na média, o controle da organização com 80% das ações, o que lhe confere importância estratégica tanto para fins de decisão quanto para monitoramento, minimizando a tendência de expropriação.

Tabela 2 - Resultado das regressões *logit*

Modelo	2	3	4	5	6	7
DOI	-4.97**					
FATA		-8.71**				
FETF			-45.66**			
FSTS				-2.84***		
DIVEXT					-5.05***	
IMPORT						0.47
ALAV	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01***	0.01*
MB	0.08**	0.08**	0.09**	0.08**	0.09	0.10*
DESPCAP	-0.42	-0.42	-0.41	-0.44	-0.58	-0.63
LEVCAP	-0.43	-0.40	-0.32	-0.30	-0.44	-0.36
ROA	-0.57	-0.57	-0.58	-0.65	-2.18**	-0.63
FCL	0.24	0.24	0.26	0.19	-0.05	-1.46
OWN	0.02***	0.02***	0.02***	0.02***	0.01	0.02
TAM	0.01	0.01	0.05	-0.17	0.44	0.20
INT	0.95	0.87	0.88	1.26*	0.54	0.40
ADN	-0.21**	-0.17*	-0.17	-0.10	-0.26*	-0.24
ST	-0.00	-0.00	-0.01	-0.00	0.00	0.01
VOL	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03
CAR	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01
BETA	0.49	0.45	0.52	0.12	-0.34	-0.35
2006						
2007	0.09	-0.14	0.12	-0.37		
2008	-0.45	-0.63	-0.50	-0.96**		
2009	-0.56	-0.74	-0.63	-1.18**		
2010	-1.01*	-1.15*	-1.11*	-1.43***		
2011	-1.66**	-1.65**	-1.64**	-1.85***	-0.13	-0.49
2012	-1.80***	-1.83***	-1.80**	-2.14***	-0.65	-1.03*
2013	-1.82**	-1.88**	-1.88**	-2.26***	-0.82	-1.26**
2014	-3.61***	-3.79***	-3.80***	-3.59***	-2.05**	-2.13**
Constante	-0.25	-0.38	-0.89	0.62	-3.75	-2.85
N	685	625	621	873	680	704
pseudo R ² -q	0.197	0.187	0.213	0.169	0.169	0.157

* p<0.10; **p<0.05;
***p<0.01

Fonte: O autor, 2018.

Os resultados das variáveis de controle corroboram isso, indicando, de forma majoritária, relação significativa e positiva para as variáveis MB e OWN e negativa para ADN. Pela primeira, quanto maior o valor de mercado da companhia, maior a probabilidade de fechamento do capital, divergindo de Ritter (1987), Pagano, Panetta e Zingales (1998), Bharath e Dittmar (2006) e Pour e Lasfer (2013). Dado o contexto de GC no Brasil e a concentração acionária nas empresas do país, os controladores poderiam optar pela deslistagem, a fim de restringirem para si os benefícios do melhor desempenho conferido pela internacionalização das empresas e seu reflexo no valor de mercado.

A variável OWN apresentou, em quatro dos seis modelos, relação positiva e estatisticamente significativa a nível de 1%, indicando que, quanto maior a concentração de ações no acionista controlador, maior a probabilidade da empresa se deslistar. Considerando que, pela teoria da *pecking order*, os resultados da estratégia de internacionalização reduzem o fluxo de caixa livre, os custos para manter acionistas controladores seriam, portanto, menores do que os custos de monitoramento dos gestores, implicando em um cenário no qual a alta concentração também teria um aspecto favorável para a empresa (Bebchuk; Kraakman & Triantis, 2000).

Com relação à liquidez das ações (ADN), os resultados foram alinhados aos estudos preliminares, indicando relação negativa com a deslistagem (Pagano; Panetta & Zingales, 1998; Bharath & Dittmar, 2010). O patamar das correlações encontradas entre as demais variáveis foi entendido como aceitável, não comprometendo a qualidade dos modelos.

Os resultados foram sumarizados no Quadro 2 e estão expostas as principais características tratadas nesta pesquisa, bem como na de Pour e Lasfer (2013). As principais divergências são os resultados da *proxy* MB, com sinal positivo em Pour e Lasfer (2013), mas negativo nesta pesquisa. Reiteram-se, a esse respeito, as diferenças no âmbito de GC entre os países pesquisados e também a já comentada concentração acionária, de modo que a valorização da empresa no mercado pode ser um incentivo para os controladores optarem pela deslistagem.

Nas análises sobre crise, a crise econômica mundial (2008 e 2009) não apresentou significância estatística, exceto quando se mediu a internacionalização por exportações e o resultado foi significativo a 5%. Para esta análise, foram consideradas as restrições do cenário internacional, comprometendo a performance e os resultados das exportações e, possivelmente, onerando a estrutura de custos (inclusive os de se manter listada) nas organizações.

Como consequências da crise sobrevieram restrições na liquidez financeira do mercado norte-americano, sobretudo nos bancos, arrastando-se para outros países do mundo, incluindo o Brasil. Dessa forma, a presença no mercado de ações se tornou relevante na estrutura de financiamento das empresas nacionais (fonte alternativa) e, por isso, a opção por se deslistar não tenha tido significância direta nesse período.

Quadro 2 - Comparação de resultados da pesquisa atual e Pour e Lasfer (2013)

	Pour e Lasfer (2013)*	Internacionalização e o fechamento de capital de empresas: um estudo sobre a deslistagem no mercado brasileiro
Período	1995 – 2009	2006 – 2014
País	Inglaterra	Brasil
Quantidade de delistagens	380	190
VARIÁVEIS	RESULTADO ENCONTRADO (Significância estatística na regressão Logit)	
DOI	(1)	(-)
FATA	(1)	(-)
FETF	(1)	(-)
FSTS	(1)	(-)
DIVEXT	(1)	(-)
IMPORT	(1)	
ALAV	(+)	(+) ^a
MB	(-)	(+)
DESPCAP		
LEVCAP	(-)	
ROA	(-)	(-) ^b
FCL		
OWN	(2)	(+)
IOWN	(+)	(2)
TAM		
INT		(+) ^c
UP		(3)
ADN		(-) ^d
ST		
VOL		
CAR	(-)	
BETA		
ANO	(4)	(+)

* Regressão *logit* com dados mensurados um ano antes da deslistagem.

(1) – Grupo de variável teste do modelo desta pesquisa, não presentes em Pour e Lasfer (2013);
(2) – A variável IOWN utilizada por Pour e Lasfer (2013) foi alterada para OWN, com fins a aproximação da realidade do mercado nacional, com alta concentração acionária;
(3) – Variável presente em Pour e Lasfer (2013) retirada na pesquisa atual.
(4) – Os anos de 2006 e 2014 foram tratados nesta pesquisa para avaliar o efeito dos períodos de crise na decisão de deslistagem.
– Variáveis sem significância estatística nos respectivos estudos.
Resultados encontrados nos modelos (a) 7 e 8; (b) 7; (c) 6; (d) 3, 4 e 7.

Fonte: O autor, 2015.

Notadamente, os anos mais relevantes para a deslistagem foram 2011 a 2014. Apesar de os três primeiros não estarem diretamente relacionados com a crise, foram anos em que a economia nacional esteve, embora com crescimento, aquém do observado em 2010. O ano de 2014, sobretudo pelos aspectos políticos, também não foi favorável e, nesse caso, há a caracterização de uma crise nacional, com encolhimento da economia (dados do IBGE), refletida na significância estatística em todos os modelos. Embora esse contexto tenha sido propício à procura de fontes alternativas de financiamento, como o próprio mercado de capitais, faz-se necessário ressaltar os custos de listagem no cenário de retração.

5 Considerações Finais

O objetivo desta pesquisa foi analisar a deslistagem no mercado brasileiro, tratando, além das questões de GC, o diferencial das variáveis de internacionalização, avaliando o seu efeito sobre essa decisão nas empresas nacionais.

Para o estudo, o modelo desenvolvido por Pour e Lasfer (2013) foi adaptado, com a introdução das variáveis de internacionalização. No contexto específico do Brasil, com alta concentração acionária (Hahn, 2006), a variável *insider ownership* (IOWN) foi substituída pela concentração acionária em nome do acionista controlador (OWN).

Na amostra, observou-se 40% de deslistagens, sendo que praticamente a metade (49%) teve como causa o cancelamento voluntário. Especificamente a respeito das medidas de internacionalização, foi possível constatar que as empresas listadas apresentam maior nível de internacionalização do que as deslistadas, ainda que o patamar de internacionalização das empresas brasileiras seja baixo.

Em resposta ao objetivo, os dados encontrados para as *proxies* DOI, FATA, FETF, FSTS e DIVEXT apontam que, quanto maior o grau de internacionalização das empresas, menor a probabilidade de se deslistar. Esse resultado confirma a hipótese H_{a1} construída a partir da análise dos benefícios que a envolvente internacional confere às empresas e ao fato de tais vantagens se tornarem diferenciais dessas organizações (teoria da internalização).

Os resultados encontrados para as variáveis de controle ratificaram a importância dos aspectos de GC no estudo da deslistagem, mesmo com o advento das variáveis de internacionalização. Isto acontece porque, considerando que as empresas mais internacionalizadas tendem, por um lado, a ter melhor desempenho (Floriani & Fleury, 2012) e serem maiores, por outro, estão sujeitas a um maior risco (Peng, 2000) no Brasil, onde a concentração acionária é elevada. Ainda que a internacionalização contribua para a continuidade da listagem no mercado acionário, os benefícios conferidos por ela podem indicar, antagonicamente, maior probabilidade de fechamento do capital.

Em relação aos períodos de crise, os resultados dos anos de 2008 e 2009 não terem significância em geral foi um ponto interessante, apontando para o fato de o mercado de capitais ter sido uma alternativa de captação financeira. Para os anos de 2010 a 2014, o resultado pode ser visto como um indicador do *trade-off*, no qual se viram as empresas brasileiras dado o adverso desempenho da economia nacional e as exigências maiores no rigor orçamentário e, conseqüentemente, revisão de custos e despesas. Possivelmente, nesse contexto, os custos *ex-post*, além de relevantes, passaram a ser contestados pelas empresas.

Ainda sobre os custos de listagem, a variável ROA teve média da amostra negativa em -27,5%, indicando que as empresas sequer retornam os valores investidos em seus ativos e, portanto, ainda que a listagem no mercado de capitais seja positiva como fonte de captação financeira, passa a ser contestada e demanda avaliação minuciosa, sobretudo dos custos *ex-ante*.

Em suma, o que se observou a partir desta pesquisa foi que a internacionalização reduz a chance da saída do mercado de capitais e isso tem relação com diversos aspectos da organização, tanto na esfera de GC quanto na esfera econômica e financeira. Há, comumente, um acionista com participação relevante no controle da empresa e, por isso, os benefícios advindos da estratégia internacional lhe são interessantes, mas, em momentos de restrição financeira, os custos, sobretudo aqueles de se manter listada, também são decisivos e, para tais acionistas, pode não ser mais interessante manter a listagem no mercado.

Na pesquisa, houve limitações: na falta de informações atualizadas das empresas que se deslistaram; nos *missing values*, tanto nas variáveis de controle (como foi o caso da variável OWN) quanto nas variáveis de teste, especialmente o DOI, já calculado com restrições de tempo (2006 a 2014); e na incipiência de estudos no tema, o que restringe a análise e a busca de variáveis que embasem a motivação e as conseqüências da deslistagem no país.

Nesse sentido, há espaço para trabalhos com maior acesso aos dados das empresas deslistadas, sobretudo no período pós-fechamento do capital, e com tratamento da deslistagem por tipos (contemplando as razões do fechamento de capital); além da avaliação de outras formas de identificar deslistagem e com a expansão da amostra para o cenário internacional.

Referências

BAKER, G. P.; JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J.; Compensation and incentives: compensation vs. theory. **Journal of Finance**, Nova York, v. 43, n. 3, p. 593-616, Jul. 1988.

BANCEL, F.; MITTO, U. Why european firms go public? **European Financial Management**, Malden, v. 15, n. 4, p. 844-884, May 2009.

BEBCHUK, L. A.; KRAAKMAN, R.; TRIANTIS, G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. *In*: MORCK, R. K. **Concentrated corporate ownership**. Chicago: University of Chicago Press, 2000. p. 295-318.

BELLATO, L. L. N.; SILVEIRA, A. D. M.; SAVOIA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. *In*: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais eletrônicos [...]** Salvador: ANPAD, 2006. [Link](#). Acesso em: 19 set.2014.

BHARATH, S. T.; DITTMAR, A. K. **To be or not to be (public). Using going private transactions to examine why firms go public**. Working paper, Jul. 2006. [Link](#). Acesso em: 19 set.2014.

BHARATH, S. T.; DITTMAR, A. K. Why do firms use private equity to opt out of public markets? **The Review of Financial Studies**, [s. l], v. 23, n. 5, p. 1771-1818, May 2010.

BHATTACHARYA, N.; DEMERS, E.; JOOS, P. The relevance of accounting information in a stock market bubble: evidence from internet IPO's. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 37, n. 3-4, p. 291-321, Apr./May 2010.

BOOT, A. W. A.; GOPALAN, R.; THAKOR, A. V. Market liquidity, investor participation, and managerial autonomy: why do firms go private? **The Journal of Finance**, Nova York, v. 63, n. 4, p. 2013-2059, Aug. 2008.

CARPENTER, M. A.; FREDRICKSON, J. W. Top management teams, global strategic posture, and the moderating role of uncertainty. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, NY, v. 44, n. 3, p. 533-545, 2001.

CASTRO JÚNIOR, F. H. F.; CONCEIÇÃO, P. M.; SANTOS, D. A. A relação entre o nível voluntário de transparência e o custo de capital próprio das empresas brasileiras não-financeiras. **REAd: Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre, v. 17, n. 3, p. 617-635, set./dez. 2011.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, Londres, v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov 1937.

DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; YOST, K. Global diversification, industrial diversification, and firm value. **Journal of Finance**, Nova York, v. 57, n. 5, p. 1951-1979, Oct. 2002.

DUNNING, J. Toward and eclectic theory of international production: some empirical tests. **Journal of International Business Studies**, Columbia, v. 11, n. 1, p. 9-31, 1980.

EID JÚNIOR, W.; HORNG, W. J. **A saída: uma análise da deslistagem na Bovespa**. São Paulo: FGV EAESP, 2005. [Link](#). Acesso em: 4 jul.2015.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. New Lists: fundamentals and survival rates. . **Journal of financial Economics**, Lausanne, v. 73, n. 2, p. 229-269, 2004.

FLORIANI, D. E.; FLEURY, M. T. O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. **Revista Administração Contemporânea - RAC**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p. 438-458, maio/jun. 2012.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL (FDC). **Ranking FDC das Multinationais Brasileira 2015: a capacidade de adaptação cultural das empresas brasileiras no mundo**. Nova Lima/MG: Fundação Dom Cabral, [2015]. [Link](#). Acesso em: 05 jan. 2016.

GABRIELLI, M. F.; SAITO, R. Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 44, n. 4, p. 54-67, out./dez. 2004.

GRANT, R. M. Multinationality and performance among british manufacturing companies. **Journal of International Business Studies**, Columbia, v. 18, n. 3, p. 79-89, Oct. 1987.

- HAHN, A. V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de Payout das empresas brasileiras negociadas na BOVESPA. 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.
- JOHANSON, J.; VAHLNE, J. E. The internationalization process of the firm: a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of International Business Studies**, Columbia, v. 8, n.1, p. 23-32, Spring – Summer, 1977.
- LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.
- LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças Corporativas no Brasil. **RAE Eletrônica**, São Paulo, v. 2, n. 2, p. 1-15, jul./dez. 2003.
- LEHN, K.; POULSEN, A. Free cash flow and stockholders gains in going private transactions. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 44, n. 3, p. 771-787, Jul. 1989.
- LEUZ, C.; TRIANTIS, A.; WANG, T. Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistration. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 45, n. 2-3, p. 181-208, Aug. 2008.
- MAROSI, A.; MASSOUD, N. Why do firms go dark? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 42, n. 2, p. 421-442, Jun 2007.
- MEHRAN, H.; PERISTIANI, S. Financial visibility and the decision to go private. **The Review of Financial Studies**, [s. l.], v. 23, n. 2, p. 519-547, Feb. 2010.
- MICHAEL, S. C.; PEARCE, J. Choosing constraints as a third solution to agency. **Journal of Management Studies**, Oxford, v. 41, n. 7, p. 1171-1197, Nov. 2004.
- MICHAELY, R.; SHAWM W. H. The pricing of initial public offerings: tests of adverse selection and signaling theories. **The Review of Financial Studies**, [s. l.], v. 7, n. 2, p. 279-319, 1994.
- MYERS, S. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, Nova York, v. 39, n. 3, p. 575-592, Jul.1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 13, n. 2, p. 187-221, Jun. 1984.
- OESTERLE, M.; RICHTA, H. N.; FISH, J. H. The influence of ownership structure on internationalization. **International Business Review**, [s. l.], v. 22, n. 1, p. 187-201, Feb. 2013.
- PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why companies go public? An empirical analysis. **Journal of Finance**, Nova York, v. 53, n. 1, p. 27-64, Feb. 1998.
- PEIXOTO, F. M. **Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise**. 2012. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.
- PENG, M. W. **Business strategies in transition economies**. Thousand Oaks: Sage Publications Inc., 2000.
- POUR, E. K.; LASFER, M. Why do companies delist voluntarily from the stock market? **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 37, n. 12, p. 4850-4860, Dez. 2013.
- SAITO, R.; PADILHA, M. T. C. Por que as empresas fecham o capital no Brasil? *In*: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 15., 2015, São Paulo. **Anais eletrônicos**[...]. São Paulo: SBFIn, 2015. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/15EBFin/schedConf/presentations>. Acesso em: 05 jan. 2016.
- SCHULTZ, P. Unit initial public offerings: A form of staged financing. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 34, n. 2, p. 199-229, Oct.1993.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **RAUSP – Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./dez. 2004.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. **RAUSP – Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 322-338, abr./jun. 2014.

SOUZA, J. A. S. *et al.* Determinantes e Consequências do Fechamento de Capital nas Práticas de Gerenciamento de Resultados. **Revista Evidenciação Contábil e Finanças – RECFIN**, João Pessoa, v. 1, n. 1, p. 38-57, 2013.

Contato:

Murilo Alves Santos
E-mail: mualvesan@yahoo.com.br

Vinicius Silva Pereira
E-mail: viniciuss56@gmail.com

Antonio Sergio Torres Penedo
E-mail: drpenedo@gmail.com

Submetido em: 05/05/2019
Revisado em: 28/08/2019
Aprovado em: 11/12/2019