

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

**MARCO TULIO CLIVATI PADILHA**

**POR QUE AS EMPRESAS FECHAM O CAPITAL NO BRASIL?**

**SÃO PAULO - SP**

**2014**

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

MARCO TULIO CLIVATI PADILHA

**POR QUE AS EMPRESAS FECHAM O CAPITAL NO BRASIL?**

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Campo do Conhecimento:  
Finanças

Orientador Prof. Dr. Richard Saito

**SÃO PAULO**  
**2014**

Padilha, Marco Tulio Clivati.

Por que as empresas fecham o capital no Brasil? / Marco Tulio Clivati  
Padilha. - 2014  
72 f.

Orientador: Richard Saito

Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Fechamento de capital (Ações) - Brasil. 2. Sociedades por ações. 3. Fluxo de caixa. 4. Bolsa de valores - Brasil. I. Saito, Richard. II. Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 658.14

MARCO TULIO CLIVATI PADILHA

Projeto de Dissertação

**POR QUE AS EMPRESAS FECHAM O CAPITAL NO BRASIL?**

Projeto de dissertação apresentado à Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getulio Vargas, em cumprimento parcial dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Administração Empresas.

**Linha de Pesquisa:** Finanças

**Data de avaliação:** 28/11/2014

**Banca examinadora:**

---

Prof. Dr. Richard Saito  
FGV-EAESP

---

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng  
FGV-EAESP

---

Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira  
FEA-USP

*À minha esposa Fabiane e aos meus filhos Flávia e Leonardo, por terem me cedido tantas horas de nossa convivência por este trabalho.*

## AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, meus exemplos e que sempre apoiaram incondicionalmente meu desenvolvimento.

Ao meu orientador Richard Saito, que me exigiu muito e me motivou para superar limites.

Aos amigos e “sócios” Tiago Cruz e André Gildin, pela convivência, amizade, aprendizado e apoio no curso.

Ao meu amigo e colega de curso Luis Gustavo Mazzaro, sempre generoso e que tanto me ajudou no curso e neste trabalho.

Ao Vinícius Vitio, que me ajudou em conceitos de estatística e nos primeiros passos no Stata.

Aos colaboradores e ex-colegas da BM&FBOVESPA, que tanto colaboraram para este trabalho: Carlos Rebello, Nelson Ortega, André Pitta, Alexandre Moreno, Mônica Rodrigues, Carolina Almeida, Cristiana Pereira, Edna Holanda, Rogério Marques, Waldirnei Alves, Tiago Isaac, Alessandra Borges, Daniel Silva, Keiji Sakai, Giselle Damasco, Rafael Pereira, Luis Trindade, Régio Martins.

Ao Carlos Augusto Junqueira Siqueira, autor de obra de referência sobre o tema e que se dispôs sempre, sem medir esforços, a colaborar com sua experiência para tanto me ensinar sobre fechamento de capital.

## RESUMO

A partir de uma amostra de 119 empresas que deslistaram voluntariamente no período de 1999 a 2013, investigamos problemas de agência e acesso a capital como possíveis determinantes no fechamento de capital, controlando para custo de manter a empresa listada, sub-avaliação, tamanho e liquidez na bolsa. Proxies relacionadas a problemas de agência, tais como maior concentração de propriedade, combinado com menor retorno sobre ativos, possuem forte influência na deslistagem das ações, além de fluxo de caixa livre e distribuição de dividendos. Quanto ao uso de mercado de capitais para acesso a *follow on*, bem como acesso a dívida, encontramos que as empresas que deslistam possuem menor necessidade de acesso ao mercado de dívida, controlando para empresas com mesmo perfil. Para efeito de controle, não encontramos evidência de que custo de se manter listada nem que a liquidez sejam determinantes.

**Palavras-chave:** Fechamento de capital. Deslistagem. Bolsa de Valores. Problemas de agência. Problema de fluxo de caixa livre. Custos para manter empresa listada. Acesso a capital.

## ABSTRACT

Based on a sample of 119 companies that voluntarily delisted between 1999-2013, we investigated agency problems and access to capital as possible determinants to the delisting, controlling for cost to maintain the company listed, undervaluation, size, and stock liquidity. Proxies related to agency problems, such as higher ownership concentration, combined to lower return on assets, have strong influence on the stock delisting, as well as free cash flow and dividend payout. Regarding the use of capital markets to access follow on, as well as access to debt, we find that companies that delisted have less need to access the debt market, controlling for companies with the same profile. To the matter of control, we do not find evidence that cost to maintain the company listed nor the liquidity are determinant.

**Key-words:** Go private. Delisting. Stock exchange. Agency problems. Free cash flow problem. Cost to maintain the company listed. Access to capital.

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b>	–	Classificação de casos de fechamento de capital por tipo de evento.....	31
<b>Tabela 2</b>	–	Distribuição anual de deslistagem das companhias x IPO.....	32
<b>Tabela 3</b>	–	Distribuição anual de deslistagem voluntária das companhias x IPO .....	33
<b>Tabela 4</b>	–	Tempo de permanência na bolsa de empresas que fecharam capital 1999- 2013.....	34
<b>Tabela 5</b>	–	Custos estimados para manter empresa listada.....	43
<b>Tabela 6</b>	–	Relação de Hipóteses/Variáveis de Controle e comportamento esperado.....	45
<b>Tabela 7</b>	–	Estatística descritiva – variáveis independentes e outras.....	47
<b>Tabela 8</b>	–	Fatores determinantes para a decisão de fechamento do capital.....	49
<b>Tabela 9</b>	–	Perfil de Participações Acionárias nas empresas 1999-2013.....	52

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> – Evolução da quantidade de empresas listadas na BOVESPA 1980-2013 .....	24
<b>Gráfico 2</b> – Evolução de listagens e deslistagens na BOVESPA 1999-2013 .....	25

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
<b>2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS.....</b>	<b>11</b>
2.1 HISTÓRICO .....	11
2.2 REVISÃO DA LITERATURA .....	14
2.3 O CONTEXTO BRASILEIRO .....	20
<b>2.3.1 Regulação do mercado de capitais .....</b>	<b>20</b>
<b>2.3.2 Formação da bolsa.....</b>	<b>22</b>
<b>2.3.3 O Mercado de capitais.....</b>	<b>23</b>
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>28</b>
3.1 DEFINIÇÃO.....	28
3.2 DESCRIÇÃO.....	28
3.3 DADOS E AMOSTRA .....	29
<b>3.3.1 Fontes e critérios para definição da amostra .....</b>	<b>29</b>
<b>3.3.2 Características da amostra .....</b>	<b>34</b>
3.4 DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES.....	38
<b>3.4.1 Hipóteses.....</b>	<b>39</b>
<b>3.4.2 Variáveis de controle .....</b>	<b>42</b>
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>46</b>
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA .....	46
4.2 ANÁLISE DE RESULTADOS.....	46
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>56</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>58</b>
<b>APÊNDICE A - RELAÇÃO DE EMPRESAS DA AMOSTRA DE FECHAMENTO DE CAPITAL 1999-2013 .....</b>	<b>61</b>
<b>APÊNDICE B – RELAÇÃO COMPLETA DE EMPRESAS LISTADAS E DESLISTADAS 1999-2013 (POR NOME DE PREGÃO).....</b>	<b>64</b>
<b>APÊNDICE C – REGRESSÃO COM MODELO PROBIT .....</b>	<b>69</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Após longo período de alta inflacionária o Brasil teve no Plano Real, em julho de 1994, uma trégua e a chance de, finalmente, figurar entre as economias com inflação anual controlada, na casa de um dígito percentual. Com regras mais claras e cenário mais estável e previsível, o país se mostrou mais atrativo e confiável ao investidor estrangeiro, o que possibilitou o desenvolvimento, entre outros, do mercado de capitais no Brasil, possibilitando crescimento de volumes negociados na bolsa de valores sem precedentes. Conforme constatado, entre 1999 e 2013, a bolsa brasileira seguiu tendência de grandes mercados como Estados Unidos, Reino Unido e Alemanha, com crescimento no volume financeiro médio diário negociado na BM&FBOVESPA a uma taxa média anual de 19,3% ainda que, por outro lado, a quantidade de empresas com ações cotadas na Bolsa tenha caído 24,1% no mesmo período (ou 1,9% ao ano), fechando o período com 363 empresas admitidas à negociação.

A abertura de capital (*Initial Public Offering* - IPO) é um evento extraordinário na vida de uma empresa, mobilizando a administração, investidores e colaboradores – é frequentemente visto como um rito de passagem no ciclo de vida de uma jovem e bem sucedida empresa (BHARATH; DITTMAR, 2006). Entretanto, por que algumas dessas empresas fecham o capital e saem da Bolsa alguns anos depois? O presente trabalho explora as principais razões que levam as empresas a deixarem a bolsa.

Neste estudo analisamos os principais motivos que levaram 119 empresas a se deslistarem entre 1999 e 2013. Entre os principais motivos analisamos problemas de agência, evidenciados pela participação acionária dos controladores, fluxo de caixa livre, pagamento de dividendos e retorno sobre ativos (ROA), além de custos para manter uma empresa listada, acesso a capital, potencial de crescimento, tamanho e liquidez. Para testar o impacto dessas variáveis, controlamos amostras com pareamento setorial, liquidez e tamanho, além de uma com as três amostras combinadas.

As empresas que fecham o capital apresentam maiores problemas de agência no ano de fechamento, com maior participação acionária dos controladores, maior fluxo de caixa livre, menor nível de distribuição de dividendos e menor retorno sobre ativos, além de menor nível de alavancagem financeira e são menores em tamanho. No ano que antecede o fechamento, já apresentam destacada concentração de participação acionária dos controladores, menores alavancagem financeira e tamanho.

Pelo que nos consta, este é o primeiro estudo quantitativo a analisar por um período tão longo (1999-2013) as principais razões que levam empresas a deixarem a listagem. Esse

estudo contribui para uma referência onde todos os principais *drivers* de fechamento de capital são analisados. Na literatura mais ampla, o Brasil é interessante pois é um mercado em desenvolvimento que tem apresentado forte crescimento de volumes financeiros negociados e que tem um mercado acionário com poucas empresas listadas na bolsa local em relação à média mundial e de mercados mais maduros.

O estudo está estruturado como se segue. Na seção 2, discutiremos fundamentos teóricos, histórico na análise do fenômeno e revisão da literatura. Na seção 3, falaremos sobre metodologia, definindo método, amostras, hipóteses, variáveis e dados. Na seção 4, aplicaremos o modelo estatístico e analisaremos os resultados. Finalmente, na seção 5, exporemos as conclusões do trabalho, descrevendo o que encontramos e proporemos questões para futuros estudos.

## 2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS

### 2.1 HISTÓRICO

Nos Estados Unidos, a década de 1980 foi um período de muitas transações de fechamento de capital (*delisting*) de empresas, a maioria delas advindas de aquisições hostis, puxadas por crescimento substancial de LBOs e MBOs. Jensen (1989) define esse movimento como um retorno dos investidores ativistas, que estiveram fora do mercado corporativo americano desde a década de 1930, quando a legislação no país foi alterada, dando lugar a uma série de leis populistas, segundo o autor, e regulação aprovada após a grande depressão. Essas leis e regulações criaram muitas restrições e responsabilidades legais para instituições que tivessem participação significativa na investida (definida como acima de 10%), inibindo a participação de bancos. Com isso, bancos e gestores de fundos deixaram a administração dessas empresas, abrindo um caminho de tranquilidade aos diretores e gestores internos, mas que provocou uma certa acomodação e conseqüente aumento da ineficiência na gestão das empresas americanas.

De acordo com Jensen (1989), essa oportunidade abriu caminho para investidores ativistas, tais como sociedades de LBOs (Kohlberg Kravis Roberts (KKR) e Clayton & Dubalier), empreendedores como Carl Icahn, Ronald Perelman, Ronald Tisch, Robert Bass, William Simon, Irwin Jacobs e Warren Buffet, e braços de *merchant banking* de instituições como Morgan Stanley, Lazard Frères e Merrill Lynch.

Mas essa onda trazia consigo uma forma distinta de atuação se comparada com o modelo que prevalecia até a década de 1930: enquanto nesta última prevalecia a participação acionária relevante, com participação direta na administração das investidas, agora o modelo era de aquisição hostil, fazendo os ajustes necessários de forma ilimitada, incluindo a substituição dos gestores e do conselho de administração. Tratava-se de uma reestruturação profunda, em busca decisiva de uma estrutura eficiente e competitiva, o que transformou o cenário de gestões permissivas, lentas e que admitiam ineficiências de gestão em nome de preservar poder de seus diretores e de não tomada de decisões empresariais mais difíceis, como reduzir pessoal ou de buscar a cada dia mais e mais a melhoria de processos e desenvolvimento de novas tecnologias. No final dos 1990s, a transformação foi tão significativa que Jensen (1989) definiu que era o “eclipse da empresa pública”.

Mas operações alavancadas traziam consigo grandes riscos, na medida em que os investidores assumiam grandes dívidas, tendo como garantia os ativos das empresas, e nem

sempre eram bem sucedidos na reestruturação das empresas-alvo, levando-as a situações de reestruturação ou mesmo de falência, o que gerava grande inquietude social e política. Esse movimento era considerado oportunista, num contexto social em que as empresas tinham papel fundamental na sociedade, na medida em que mantinham estabilidade nos empregos tendo como contrapartida a fidelidade e a obediência dos funcionários, numa estrutura baseada na hierarquia vinda do modelo fordista do início do século XX. Portanto, esse movimento de aquisições alavancadas e reestruturações de empresas na busca de eficiências, que passavam por redução do quadro de pessoal, representou uma grande ruptura no modelo social vigente, gerando grande instabilidade também do lado das relações de trabalho, provocando uma resistência profunda das pessoas às mudanças, combinada com o fato de que muitas das empresas investidas quebraram ao longo do caminho, levando a reações políticas inflamadas que levaram, por sua vez, a novas mudanças na legislação em torno das aquisições alavancadas e alta alavancagem. Junte-se a isso que, no final de década de 1980, houve uma crise de crédito, com uma retração no mercado de dívida e crise no mercado de *high yield bonds*, fechando as portas para aquisições alavancadas. Assim, após um forte movimento de fechamento de capital ao longo da década de 1980, esse conjunto de fatores levou a forte retração das operações de fechamento de capital na década de 1990 (RENNEBOOG; SIMONS, 2005).

Kaplan (1997<sup>1</sup> apud RENNEBOOG; SIMONS, 2005) e Holmstrom e Kaplan (2001<sup>2</sup> apud RENNEBOOG; SIMONS, 2005) destacam que o estilo de aquisições hostis da década de 1980 não era mais necessário, pois o foco na criação de valor ao acionista já tinha sido institucionalizado nas empresas americanas desde então. A nova onda vinha de efeitos adversos de baixos volumes negociados e ameaça de deslistagem por parte da Nasdaq (RENNEBOOG; SIMONS, 2005), que foi fator predominante no final dos 1990s e início dos 2000s. Entretanto, a entrada em vigor da lei Sarbanes-Oxley (SOX) foi um divisor de águas, na medida que impôs às companhias de capital aberto, listadas nas Bolsas ou no mercado de balcão (OTCBB) grandes custos com requisitos adicionais de divulgação e controles, custos eminentemente fixos, que acabaram pesando mais às empresas menores (ENGEL; HAYES; WANG, 2006), advento que foi determinante para o aumento nos fechamentos de capital de empresas menores na década de 2000. Outro efeito identificado para a retomada de operações de fechamento de capital nos Estados Unidos, apontada por Bharath e Dittmar (2010), foi o

---

<sup>1</sup> KAPLAN, Steven N. (1997). *The evolution of corporate governance: we are all Harry Kravis now*,  
<sup>2</sup> HOLMSTROM, B. & KAPLAN, S.N. (2001). Corporate governance and merger activity in the U.S.: making sense of the '80s and '90s. *Journal of Economic Perspectives* 15, 121-144.

desenvolvimento do mercado de *private equity* que, em 2005, levantou fundos no valor de 159 bilhões de dólares americanos e, em 2006, 225 bilhões de dólares americanos.

No Reino Unido houve um paralelo de aquisições alavancadas na segunda metade dos 1980s, ainda que em bem menor escala, tendo seu pico no ano de 1989, mas que logo foi retraída por mudanças na legislação promovidas pelo *Takeover Panel*, alterando regras que regulavam os procedimentos em operações de fechamento de capital de empresas. Essas mudanças, assim como nos Estados Unidos, foram motivadas por controvérsias no crescente número de operações hostis, parte delas vindo de dois MBI<sup>3</sup> hostis em 1989, que estão entre as primeiras ações desse tipo de fechamento de capital no mercado do Reino Unido<sup>4</sup>. Renneboog e Simons (2005) observam que, após um período mais forte de processos de fechamento de capital na segunda metade da década de 1980, há uma queda pronunciada de transações de fechamento de capital também no Reino Unido na década de 1990, mas retomada no final da mesma década, atingindo seu pico em 1999. As explicações para esse crescimento enfatizam uma crescente confiança de investidores de *private equity* e financiadores de dívida em importantes fatores como acesso a informações fundamentais, *due diligence*, suporte da administração, suporte dos acionistas da empresa alvo de aquisição e a expectativa que 100% das ações pudessem ser adquiridas (ASHURST; MORRIS; CRISP, 2002<sup>5</sup> apud RENNEBOOG; SIMONS, 2005). Mas havia uma razão mais importante para o fenômeno, também observada nos Estados Unidos à época: o descaso de investidores com pequenas empresas por parte de investidores institucionais, abrindo uma oportunidade para a atuação de investidores via *private equity* (RENNEBOOG; SIMONS, 2005).

Na Europa continental, a atividade de mercado de capitais é menos intensa que nos Estados Unidos e mesmo que no Reino Unido. Renneboog e Simons (2005) observam que as tendências observadas de ondas de fechamento de capital seguem o padrão do Reino Unido, com pico no final da década de 1990, mas apontam quatro principais razões que diferenciam o mercado de capitais do Reino Unido da Europa Continental, consequentemente ficando este último atrás em termos de transações de fechamento de capital: (i) diferenças na infraestrutura europeia para transações de fechamento de capital, na medida em que são transações

---

<sup>3</sup> Management Buy-In: ação corporativa em que um gestor ou equipe de gestores de fora da empresa compram parcela de controle na primeira empresa e renovam o time de gestores existente. Fonte: Investopedia (tradução do autor).

<sup>4</sup> Especificamente, uma delas foi a da Magnet Plc, de 629 milhões de libras, que era inaceitável para os investidores. Nesse caso, investidores institucionais tomaram a frente de protestos contra o MBO proposto pelo corpo diretivo, que foi acusado de privar aos acionistas a chance de investir no longo prazo (RENNEBOOG; SIMONS, 2005).

<sup>5</sup> ASHURST, MORRIS and CRISP. *Public-to-Private takeovers in Germany*. Ashurst, Morris, Crisp Investment Banking Briefing, 2002.

arriscadas para algumas poucas casas de *private equity* que considerariam assumir riscos e custos de fechamento de capital na Europa continental; (ii) a cultura tem um papel fundamental no funcionamento e sofisticação dos mercados financeiros europeus; (iii) alguns investidores de *private equity* têm dúvidas sobre a possibilidade de saírem de seus investimentos durante uma turbulência ou em uma onda de vendas em mercados mais negativos; (iv) a regulação legal e fiscal na Europa é, tradicionalmente, menos favorável a fechamentos de capital que no Reino Unido, levando a maiores incertezas quanto a se completa-las com sucesso. Neste último ponto, importante destacar que se percebe um movimento no sentido de melhorar as condições para o mercado de capitais, mas ainda aquém das condições percebidas no Reino Unido e nos Estados Unidos.

## 2.2 REVISÃO DA LITERATURA

Há diversos benefícios que são apontados por especialistas para que uma empresa abra o capital e se mantenha aberta, começando pelo próprio acesso a capital via emissão de ações, objeto da oferta primária, mas também pela viabilização de acesso a fontes de captação de dívida a custos mais competitivos, na medida em que a empresa tem maior visibilidade e, conseqüentemente, maior monitoramento junto a instituições financeiras, mercados de capitais de renda fixa e agências governamentais. Subseqüentemente, em uma emissão bem sucedida e tendo a ação boa liquidez para uma empresa com boa reputação, outros benefícios subseqüentes podem surgir, como a própria possibilidade de novas ofertas de ações e a utilização de ações como moeda de troca em aquisições.

Outros especialistas apontam que empresas vêm a mercado para obter recursos para financiar projetos para seu crescimento, mas há contrapontos quanto a isso. Tomando como referência estudos mais próximos do contexto brasileiro, Pour e Lasfer (2013) apontam que, no caso de empresas que se listam no segmento de acesso da bolsa de Londres (AIM), quando se fala de finalidade de utilização dos recursos obtidos prevalece a utilização dos mesmos para rebalanceamento da estrutura de capital, conclusão que também chegaram Pagano, Panetta e Zingales (1998) em estudo no mercado italiano, citando também trabalhos de Planell<sup>6</sup> (1995 apud PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998) na Espanha e de Rydqvist e

---

<sup>6</sup> PLANELL, Sergio Bermejo. *Determinantes y efectos de la salida de la bolsa en España: Un analisis empírico*. Working paper, Centro de Estudios Monetarios y Financieros, 1995.

Högholm<sup>7</sup> (1997 apud PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998) na Suécia, que vão na mesma direção em seus respectivos países.

Renneboog e Simons (2005) elencam algumas outras razões menos diretas, destacando que uma ação listada permite a fundadores e empreendedores diversificar riqueza e facilita o uso de opções em pacotes de remuneração, além de gerar maior prestígio a fundadores e gestores. Destacam ainda que a visibilidade da ação pode ser uma importante ferramenta de marketing para a companhia.

Mas, então, por que as empresas fecham o capital?

As primeiras contribuições à literatura sobre as razões que levam as empresas a saírem de mercados de listagem pública e fecharem o capital vêm de questões relacionadas a problemas de agência<sup>8</sup>. Jensen e Meckling (1976) sintetizam de forma muito direta o problema: se ambas as partes (agente e principal) são maximizadores de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente não irá atuar sempre no melhor interesse do principal.

Desta questão deriva uma série de outras contribuições que emergem do problema de agência. Jensen (1986) levanta a questão do problema de fluxo de caixa livre (*free cash flow problem*), quando afirma que empresas com forte geração de fluxo de caixa livre e baixas perspectivas de crescimento tendem a reter recursos e não distribuí-los a seus acionistas. E ainda, que empresas com esses montantes de caixa proporcionam um poder maior aos gestores, que tendem a utilizar esse fluxo de caixa livre no aumento do tamanho da empresa e/ou em projetos de baixo retorno (de Valor Presente Líquido (VPL) baixos ou mesmo negativos), não agindo assim no melhor interesse dos acionistas. Nessas circunstâncias, o passo seguinte seria o fechamento do capital da empresa, protegendo assim os administradores do monitoramento dos acionistas em relação à gestão de qualidade discutível promovida dentro do contexto descrito. O problema do fluxo de caixa livre é uma hipótese amplamente testada na literatura e os resultados são variados, tendendo, na verdade, mais a não confirmar a hipótese, especialmente em anos mais recentes. No Reino Unido, em vários trabalhos analisados, como Weir, Lang e Wright (2005b), Weir e Wright (2006), Renneboog, Simons e Wright (2007) e Aslan e Kumar (2011), não há confirmação da hipótese. Pour e Lasfer (2013) observam que, para empresas que se listaram no AIM da bolsa de Londres e,

<sup>7</sup> RYDQVIST, Kristian; HÖGHOLM, Kenneth. *Going public in the 1980s: Evidence from Sweden*. *European Financial Management* 1, 287-315, 1995.

<sup>8</sup> Não há previsão no instituto jurídico brasileiro do termo “problema de agência”. Jensen e Meckling (1976, tradução nossa) definem a relação de agência como “um contrato em que uma ou mais pessoas (o(s) principal(ais)) contratam outra pessoa (agente) para realizar algum serviço por eles que envolva a delegação de algumas decisões, dando autoridade ao agente”. Dessa relação decorrem os problemas de agência, pelo conflito de interesses entre agente e principal, que será discutido em mais detalhes na descrição das hipóteses na seção 3.4.1.

alguns anos depois, se deslistaram nesse segmento, não há confirmação da hipótese de fluxo de caixa livre, mas admitem que, desde que estas firmas destroem valor do acionista, *insiders* podem vir a mercado para extrair benefícios privados, exacerbando novos conflitos de agência entre gestores e acionistas.

Lehn e Pousen (1989) confirmam a hipótese, destacando que um dos grandes ganhos do acionista nas operações de fechamento de capital é a mitigação de problemas de agência associados ao fluxo de caixa livre. Entretanto, alguns anos depois, esse trabalho é questionado por Kieschnick (1998), que refaz o trabalho com os mesmos dados mas com ajustes na metodologia, chegando a diferentes conclusões, uma delas de que não encontra evidências que o nível de fluxo de caixa livre seja um determinante significativo de prêmios pagos para fechar o capital da empresa, mas sim que o tamanho da empresa e seus potenciais para redução de impostos são determinantes significativos. Gleason, Payne e Wiggernhorn (2007) encontram evidência que uma maior liquidez nos ativos é encontrada em empresas que se deslistam. Já Bharath e Dittmar (2006) chegam a uma conclusão segmentada que pode explicar, ao menos em parte, as divergências entre os resultados: concluem que a hipótese tem forte suporte nos anos 1980s, mas não posteriormente.

Outro custo de agência que tem sido objeto de estudos é a questão de realinhamento de incentivos. O fechamento de capital da empresa seria uma forma de reunificar propriedade e controle, ou seja, interesses de agente e principal. No conjunto de trabalhos sobre esse conflito, destacamos que Weir, Laing e Wright (2005a) encontram evidência dessa tendência em empresas no Reino Unido, quando concluem que participações acionárias de diretores tendem a ser significativamente maiores em empresas que fecham seu capital, apesar de também encontrarem que essas mesmas empresas não são menos atraentes a ser alvo de interesse hostil de aquisição que empresas que permanecem públicas. Portanto, o fechamento de capital pode ser uma defesa dos gestores à possibilidade de uma aquisição hostil que, por sua vez, colocaria seus empregos em sério risco.

Grossman e Hart (1980) abordam a questão de monitoramento em companhias com estrutura acionária dispersa no monitoramento dos administradores. Sugere-se que ganhos no processo de fechamento de capital podem vir de uma melhora na qualidade dos controles, com a redução na quantidade de acionistas para alguns poucos administradores, unificando propriedade e controle e reduzindo custos de agência. Renneboog, Simons e Wright (2007) encontram evidências que suportam a hipótese de controle, na medida em que constataram que em empresas com acionistas mais fortes e com maiores participações acionárias, os prêmios e retornos acima do custo de capital (*abnormal returns*) são menores, especialmente

em empresas com corporações fortes como acionistas, o que suporta que em empresas monitoradas por esse tipo de acionista externo há menos espaço para ganhos em performance operacional no período pós transação. Leuz, Triantis e Wang (2008) também chegam a algumas evidências nessa linha, na medida que encontram que empresas com governança mais fraca no conselho de administração e menor monitoramento externo são mais propensas a “go dark<sup>9</sup>”, e que conflitos de agência têm uma maior relevância em empresas onde a governança é mais fraca, como seria esperado.

Outra hipótese analisada na literatura é a de benefício fiscal, que advém do fato de que grande parte das transações de fechamento de capital geram aumento substancial na alavancagem, o que gera aumento nas despesas financeiras que, por sua vez, são dedutíveis para fins de imposto de renda e contribuição social, o que pode ser uma fonte de ganhos nas operações. De fato, no caso de fechamento de capital, o ganho pode ser para o adquirente, que pode estar tomando novas dívidas em seu próprio balanço para aquisição das ações da adquirida, ou na própria adquirida, em casos de LBOs, MBOs e outras modalidades alavancadas. A aplicabilidade dessa condição, evidentemente, depende do entorno tributário do país, e se aplica aos Estados Unidos e ao Brasil, por exemplo.

Um importante estudo que suporta que os efeitos fiscais são fonte significativa de ganhos em LBOs foi realizado por Kaplan<sup>10</sup> (1989 apud RENNEBOOG; SIMONS, 2005). Segundo o estudo, esses benefícios fiscais chegaram, na amostra estudada, a uma média entre 21,0% e 142,6% do prêmio pago aos acionistas das adquiridas, dependendo da medida utilizada. Kieschnick (1998) conclui que tamanho da empresa e seu potencial para reduções em impostos são determinantes significativos de prêmios pagos para o fechamento de capital da adquirida. Por outro lado, Renneboog, Simons e Wright (2007) não encontram forte evidência de que prêmios pagos por empresas pouco alavancadas estejam relacionados à hipótese de benefícios fiscais. Entretanto, há que se destacar que este estudo foi realizado no Reino Unido, onde as condições fiscais não são tão favoráveis como nos Estados Unidos.

Uma hipótese que vale mencionar na literatura, ainda que não seja tão difundida e não venha sendo mais alvo dos últimos estudos sobre fechamento de capital, é a de transferência de riqueza. Segundo ela, uma fonte importante de ganhos para os acionistas vem da expropriação de detentores de títulos de dívida (*bondholders*) antes da transação, na medida

---

<sup>9</sup> Cancelar registro com a *Securities and Exchange Commission* (SEC) e deslistar-se das maiores bolsas mesmo tendo um grande número de acionistas externos (MAROSI; MASSOUD, 2007, p. 421, tradução nossa).

<sup>10</sup> KAPLAN, Steven N. Management buyouts: evidence on taxes as a source of value. *Journal of Finance* 44, 611-632, 1989.

em que a empresa experimenta um aumento de risco pós transação, o que desvaloriza seus títulos de dívida (RENNEBOOG; SIMONS, 2005). Mais precisamente, os autores destacam três mecanismos em que pode haver transferência de riqueza de detentores de títulos de dívida para acionistas: (i) através de aumento inesperado no risco de projetos de investimento; (ii) via (grandes aumentos em) pagamento de dividendos; ou (iii) via uma emissão inesperada de dívida de maior ou igual senioridade. Entretanto, segundo os mesmos autores, a pesquisa empírica não provê evidências convincentes de expropriação de riqueza para a maioria das categorias de detentores de títulos de dívida.

Custos de se manter a empresa aberta têm adquirido uma importância crescente nos estudos sobre as razões que levam as empresas ao fechamento de capital. Temos observado nos principais mercados, como Estados Unidos e Reino Unido, assim como no Brasil, que segue na mesma tendência, um crescente aumento na demanda por controles internos e divulgação de informações, bem como aumento na responsabilidade dos administradores, que passaram a ter maior risco de responsabilização por atos fraudulentos e também por informações incorretas.

De um lado, há os custos que estão diretamente relacionados ao fato de a empresa se manter listada: auditoria externa, publicações de demonstrações financeiras, área de relações com investidores e outros, que têm aumentado nos últimos anos no Brasil, especialmente com novas exigências dos reguladores, como aquelas geradas para cumprimento de exigências da Instrução CVM 480<sup>11</sup>. Por outro lado, há custos indiretos, que também têm aumentado na medida em que a legislação brasileira, através da mesma Instrução CVM 480, criou maiores

---

<sup>11</sup> Art. 21. O emissor deve enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações periódicas:

I – formulário cadastral;

II – formulário de referência;

III – demonstrações financeiras;

IV – formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP; V – formulário de informações trimestrais – ITR;

VI – comunicação prevista no art. 133 da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, no prazo de 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária ou no mesmo dia de sua publicação, o que ocorrer primeiro;

VII – edital de convocação da assembleia geral ordinária, em até 15 (quinze) dias antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária ou no mesmo dia de sua primeira publicação, o que ocorrer primeiro;

VIII – todos os documentos necessários ao exercício do direito de voto nas assembleias gerais ordinárias, na forma estabelecida pelos termos da lei ou norma específica, no prazo de 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária;

IX – sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária, no mesmo dia da sua realização;

X – ata da assembleia geral ordinária, em até 7 (sete) dias úteis de sua realização; e

XI – relatório de que trata o art. 68, § 1o, alínea “b” da Lei no 6.404, de 1976, quando aplicável, em até 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social ou no mesmo dia de sua divulgação pelo agente fiduciário, o que ocorrer primeiro.

responsabilidades aos administradores por publicação de dados imprecisos e incorretos, como também pelo cumprimento de requisitos de publicações de informações aos acionistas<sup>12</sup>.

Nos Estados Unidos, a SOX impôs várias demandas adicionais às empresas, como relatórios de risco e controles internos, que têm imposto um custo adicional fixo que impacta, especialmente, as empresas menores. Marosi e Massoud (2007), por exemplo, concluem que o custo de auditoria, que é a variável que adotam para medir o custo para cumprir com requisitos regulatórios (*regulatory compliance*), aumentou após a SOX. Há também os custos indiretos, que vêm como consequência, principalmente, do ônus aos administradores pela responsabilidade na gestão das empresas, ampliados com a entrada da SOX, impondo sanções pessoais aos administradores em casos de informações incorretas prestadas pelas companhias<sup>13</sup>. Com esse maior rigor na aplicação de penalidades aos administradores e aumento de custos, especialmente para empresas menores, alguns estudos concluíram que, de fato, houve um aumento de fechamentos de capital após a SOX, como Hsu (2004), Engel, Hayes e Wang (2006) e Mohan e Chen (2007).

Outra hipótese presente em diversos estudos sobre fechamento de capital é a subvalorização das ações da empresa que terá ser capital fechado em períodos que antecedem o fechamento. No Reino Unido, Renneboog, Simons e Wright (2007) encontram que há subvalorização das ações de empresas que fecham capital durante o ano que antecede o fechamento, o que contribui para que os prêmios oferecidos pelos adquirentes sobre o preço de mercado sejam relativamente altos, refletindo a expectativa de valor adicional a ser gerado

---

<sup>12</sup> Anexo 24 – Conteúdo do Formulário de Referência:

1. Identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário

1.1. Declarações individuais do Presidente e do Diretor de Relações com Investidores devidamente assinadas, atestando que:

a. reviram o formulário de referência;

b. todas as informações contidas no formulário atendem ao disposto na Instrução CVM no 480, em especial aos arts. 14 a 19.

c. o conjunto de informações nele contido é um retrato verdadeiro, preciso e completo da situação econômico-financeira do emissor e dos riscos inerentes às suas atividades e dos valores mobiliários por ele emitidos.

<sup>13</sup> Engel, Hayes e Wang (2007, tradução nossa) destacam cinco principais demandas da SOX:

“Primeiro, a SOX requer que o CEO e o CFO certifiquem os relatórios financeiros da empresa, com divulgação de dados financeiros mais extensos e que requerem mais tempo para preparação e revisão, com atualizações rápidas e atuais e com mais detalhes sobre operações fora do balanço (off-balance) e entidades de propósito especial (special purpose entities). Segundo, a SOX requer que todas as companhias abertas estabeleçam e mantenham um sistema de controles internos para publicação de informações financeiras, e requer que a administração avalie a efetividade desses controles nos relatórios anuais, além de os auditores externos terem que atestar a avaliação da administração. Terceiro, a SOX estabelece padrões mais rigorosos para os membros do comitê de auditoria, que devem ser independentes e, ao menos um, deve ser um expert em finanças. Quarto, a SOX afeta a capacidade dos internos à companhia terem lucros com negociações de ações da empresa, com diversas medidas para evitar ganhos indevidos. E, quinto, a lei define algumas novos tipos de crimes e aumenta as penas relacionadas a esses crimes.”

com a empresa fechada. Outros estudos também suportam a hipótese de sub-valorização, como Weir, Lang e Wright (2005b), Aslan e Kumar (2011) e Pour e Lasfer (2013).

Nos Estados Unidos, um estudo que também confirma a hipótese é de Bharath e Dittmar (2006), que observam que empresas permanecem públicas se têm uma maior relação *Market-to-book*. Outros estudos também suportam a hipótese no mercado norte-americano, como Leuz, Triantis e Wang (2008), que estudaram o fenômeno de “*go-dark*”, Boot, Gopalan e Thakor (2008) e Hansen e Öqvist (2013), sendo que estes últimos analisaram empresas chinesas listadas em bolsas nos Estados Unidos e observaram que as empresas que saíram das bolsas norte-americanas tinham uma avaliação (dada por *Market-to-book*) inferior à média da indústria.

Há vários estudos que analisam a liquidez das ações como um fator que tem relação com o fechamento de capital, com metodologias diversas baseadas no *turnover*, ou seja, no volume financeiro negociado em relação ao valor de mercado das companhias, e há resultados diversos. Mehran e Peristiani (2010) e Bharath e Dittmar (2010) encontram que empresas que têm menor *turnover* (que associam a visibilidade financeira) têm maior chance de se deslistar, mas Engel, Hayes e Wang (2006) e Marosi e Massoud (2007) não encontram evidências significativas dessa relação.

## 2.3 O CONTEXTO BRASILEIRO

### 2.3.1 Regulação do mercado de capitais

As primeiras iniciativas de regulamentação do mercado de capitais no Brasil vêm logo após a entrada do regime militar, em 1964, com a entrada em vigor da lei 4.595/64, desse mesmo ano, denominada lei da reforma bancária, que reformulou o sistema financeiro nacional, criando o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central. No ano seguinte, é promulgada a que ficou conhecida como a primeira Lei do Mercado de Capitais (Lei 4.728/65), que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento<sup>14</sup>. Três anos depois, em 10/2/1967, foi promulgado o Decreto Lei número 157, que estabelecia certos benefícios fiscais para indivíduos que investissem em ações nas bolsas de valores, com a possibilidade de utilização de parte do imposto devido para tal investimento. O objetivo era de se incentivar o crescimento do mercado de capitais, mas a primeira consequência foi um

---

<sup>14</sup> Fonte: Portal do Investidor. Disponível em: <[www.portaldoinvestidor.gov.br](http://www.portaldoinvestidor.gov.br)>. Acesso em: 25.out.2014.

grande movimento especulativo que culminou com alta expressiva de preços de ações até 1971 (“boom de 1971”), seguido por uma forte depressão nos anos seguintes, contando com legislação ainda precária e com muitas empresas emissoras que se aproveitaram da onda favorável para captar recursos. A partir de 1975, entretanto, observa-se uma recuperação, com novos aportes de seguradoras, recursos dos Fundos PIS/PASEP, adicionais do Fundo 157 e a criação de Sociedades de Investimento, além de maiores investimentos de fundos de pensão.

No ano seguinte foi introduzida a lei que é um grande marco para o mercado de capitais brasileiro: a Lei 6.404/76, a Lei das Sociedades Anônimas, que vigora essencialmente até hoje. No mesmo ano, é promulgada a Lei 6.385/76, conhecida como a segunda lei do mercado de capitais e que, entre outras medidas, criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, instituição governamental destinada exclusivamente a disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado de capitais, como bolsas de valores e companhias abertas, papel que estava, anteriormente, entre as atribuições do Banco Central.

Apesar disso, o mercado de capitais brasileiro não decolava. A década de 1980 apresentou um forte crescimento na quantidade de empresas listadas – de 426 em 1980 para 581 ao final de 1990, mas muitas dessas empresas não tinham qualquer negociação, tampouco cumpriam requisitos mínimos de publicação de informações, por exemplo. Como não havia a prerrogativa de a CVM cancelar o registro dessas companhias, sendo que o cancelamento somente poderia ocorrer por iniciativa da empresa, permaneciam nas bolsas e o número de empresas listadas se acumulava. Forma-se então o chamado “limbo”:

(...) muitas companhias acabam, posteriormente, indo formar o *limbo*, eufemismo comumente usado para referir o conjunto de empresas que, apesar de listadas em mercado de bolsa ou de balcão, são cotadas a preços irrisórios, com negociações escassas – em alguns casos artificiais – e que não geram expectativas para o investidor. Sua distribuição de resultados é ínfima ou inexistente, e nenhum evento significativo anima a vida da sociedade, que segue em trajetória descendente até ser abandonada pelo mercado. A companhia permanece listada como aberta apenas formalmente:

Mesmo sendo literalmente ignorada pelos investidores, muitas companhias insistem em permanecer nos pregões. São espécies de fantasmas no mercado de capitais.<sup>15</sup> (SIQUEIRA, 2010, p. 31).

Ainda na década de 1980, foi editada a Instrução CVM número 29/84, que permitia o cancelamento do registro de ofício, mas que não teve resultados expressivos na década, como podemos constatar pela evolução da quantidade de empresas listadas. A CVM optou por atuar numa direção de convencimento de controladores para adequação às exigências ou de que

---

<sup>15</sup> CAPARELLI, Estela. Adeus, Pregões. *Isto é Dinheiro*, 15 jul. 1998 apud (SIQUEIRA, 2010).

tomassem as medidas para o fechamento de capital (SIQUEIRA, 2010). Medidas mais efetivas para a aplicação de suspensão de registros se percebem na década de 1990, após a publicação da Instrução CVM nº 287/98, que revogou a anterior. Somente em 1999, 21 empresas tiveram seus registros cancelados, sendo 12 delas listadas. Desde 1999, 66 empresas tiveram seu registro cancelado pelo regulador, dentre as quais 50 empresas eram listadas e admitidas à negociação. Em 2009, a Instrução CVM nº 480/09, que dispõe sobre registro de valores mobiliários, incorporou os procedimentos de cancelamento de ofício, entre outros, revogando a anterior nº 287/98. Segundo Siqueira (2010), a nova instrução simplificou os procedimentos para cancelamento de ofício, reduzindo as hipóteses de cancelamento de cinco para duas, que são: extinção do emissor e suspensão do registro de emissor por período superior a doze meses.

Em 2001 houve uma atualização da Lei das Sociedades Anônimas, que vigorava sem alterações desde 1976, através da promulgação da Lei 10.303/01, que incluiu diretamente na lei dispositivos sobre o cancelamento de registro:

Dentre as inovações trazidas pela lei e pelo novo regulamento, a já mencionada faculdade do resgate, o conceito do *preço justo* e a possibilidade de sua revisão, a extinção do prazo de carência para o retorno ao mercado da companhia cujo registro tenha sido cancelado e a supressão da AGE para deliberar sobre o fechamento do capital, além da permissão para a própria companhia atuar como ofertante na OPA (SIQUEIRA, 2010, p. 51).

### 2.3.2 Formação da bolsa

A primeira bolsa de valores no Brasil foi inaugurada em 1845, no Rio de Janeiro. Com o passar dos anos, outras bolsas regionais surgiram em outros estados, e somente em 23 de agosto de 1890 surge a Bolsa Livre, fundada por Emílio Rangel Pestana, que foi o embrião da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), que passou a ter essa denominação apenas em 1967. Em 2 de janeiro de 1968 começa a ser computado o índice BOVESPA (IBOVESPA), refletindo carteira teórica da bolsa e que, até os dias de hoje, é referência para o nível de valor do mercado acionário brasileiro. Atravessou período de hiperinflação, diferentes moedas, totalizando 11 zeros cortados desde sua implantação até meados de 1994<sup>16</sup>, quando da implantação do Plano Real, que levou a maior controle da inflação no país.

Apesar da existência de bolsas de valores há quase 170 anos, demorou mais de um século para que o mercado de capitais no Brasil realmente desse sinais mais robustos de

<sup>16</sup> LEITE, Helio de Paula; SANVICENTE, Antonio Zoratto. *Índice BOVESPA: um padrão para os investimentos brasileiros*. Atlas, 1994. p. 39.

desenvolvimento. Para isso, o marco fundamental para desenvolvimento do mercado brasileiro foi a presença do capital estrangeiro, que se fez presente de forma relevante e significativa apenas após a estabilização da economia brasileira, com o Plano Real, a partir de julho de 1994 e cujos impactos foram percebidos gradativamente na segunda metade da década, como podemos observar no Gráfico 2. Na BOVESPA, em termos relativos, a participação do investidor estrangeiro no volume negociado de ações pouco mais que dobrou, crescendo de 21,4% em 1994 para 43,7% no final de 2013. Se considerarmos em valor negociado, a participação do investidor estrangeiro no volume médio diário negociado passou de R\$52,9 milhões para R\$3,2 bilhões no mesmo período<sup>17</sup>.

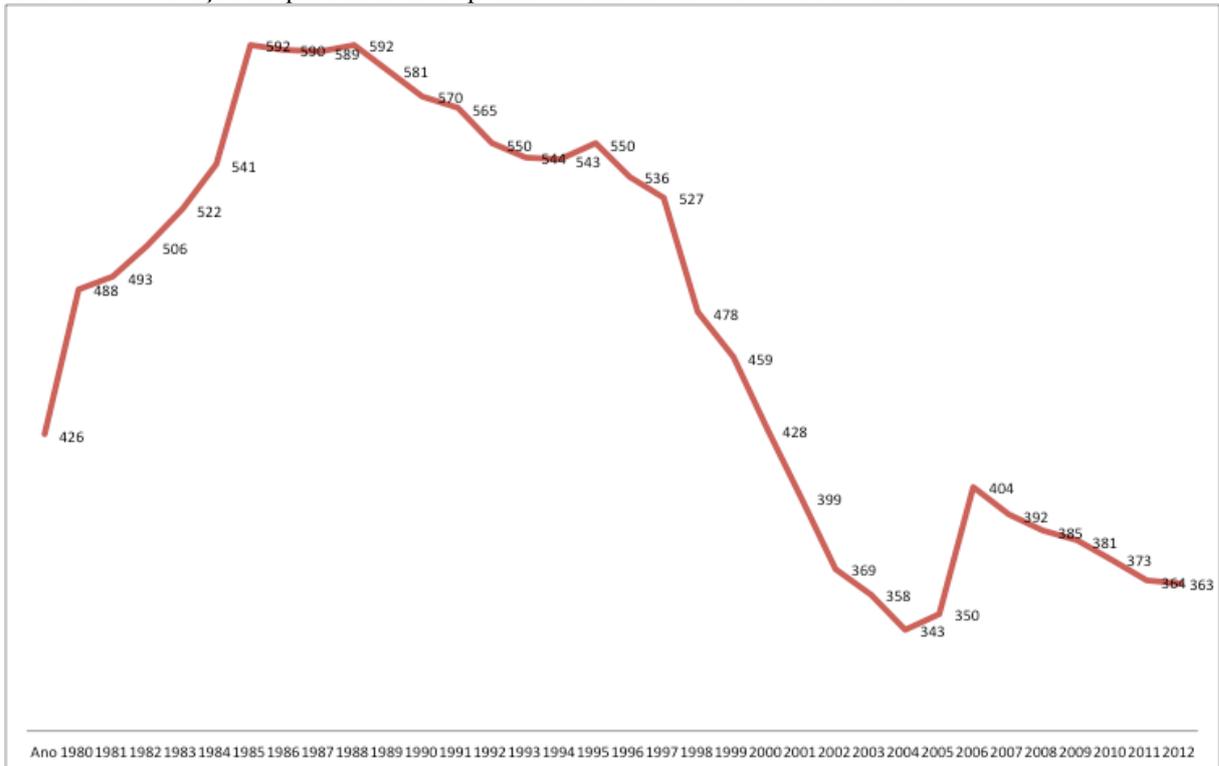
Em 2000, houve a integração das bolsas regionais na BOVESPA e, no ano seguinte, a aquisição da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro pela Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) (que praticamente já não tinha negociação de ações). Em 2007, BM&F e BOVESPA realizam seus respectivos IPOs e, em 8 de maio de 2008, se fundem, originando a BM&FBOVESPA, que se torna a única bolsa no Brasil.

### 2.3.3 O Mercado de capitais

O mercado de capitais no Brasil tem apresentado crescimento expressivo nos volumes financeiros negociados a partir da década de 2000 o que ocorreu, segundo especialistas de mercado, principalmente pela implantação de regras claras de governança e normas mais rígidas à administração das companhias, e com a entrada em vigor da Lei 10.303/01 no final de 2001, que alterou alguns pontos da Lei das SA. De fato, entre 1994 e 2001, o volume médio diário negociado na bolsa aumentou em 2,5 vezes mas, entre 2001 e 2013 o volume foi multiplicado por 12. Entretanto, não se observa crescimento no número de empresas admitidas à negociação, e a bolsa brasileira permanece com um número pequeno de empresas se comparada com mercados de outros países: no final de 2013, os Estados Unidos, por exemplo, tinham 5.008 empresas listadas, a Austrália 2.055, a Polônia 895, a Coreia do Sul tinha 6.637, a Alemanha 720, a Espanha 3.245 e o Canadá 3.886<sup>18</sup>, para mencionar alguns, e o Brasil apresentava 363 empresas listadas, praticamente o mesmo nível de 10 anos antes, como podemos observar no Gráfico 1 abaixo:

<sup>17</sup> Fonte: BM & FBOVESPA. Nota: Dados trabalhados pelo autor.

<sup>18</sup> Fonte: Federação Mundial de Bolsas. Disponível em: <[www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)>. Nota: Dados trabalhados pelo autor.

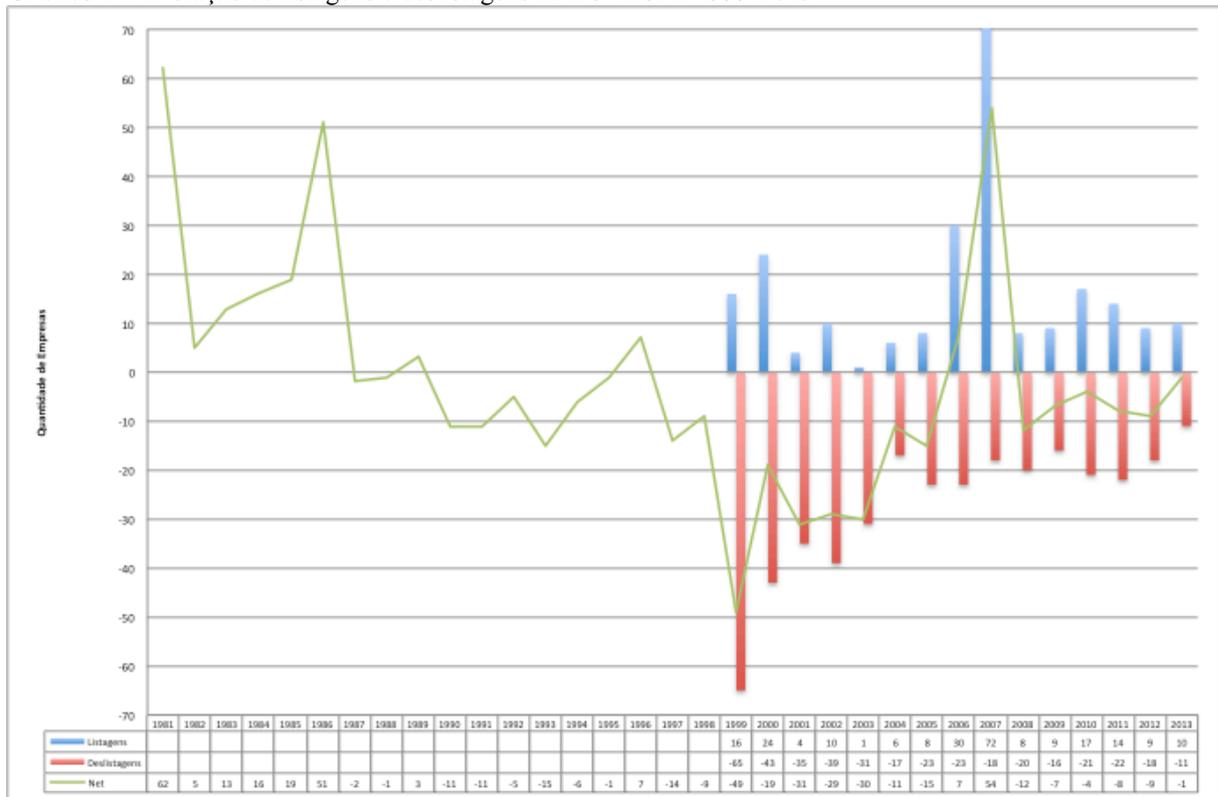
**Gráfico 1** – Evolução da quantidade de empresas listadas na BOVESPA 1980-2013

Fonte: BM&FBOVESPA.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

De fato tivemos, desde 1999, um movimento de correção na quantidade de empresas listadas em Bolsa, que saiu de 527 no final de 1998 para 369 ao final de 2003, quantidade esta que vem se mantendo, com oscilações, quando chegamos então a uma quantidade de empresas listadas de 363 no final de 2013.

O Gráfico 2 abaixo mostra como se compõe a evolução anual da quantidade de companhias listadas na BOVESPA:

**Gráfico 2** – Evolução de listagens e deslistagens na BOVESPA 1999-2013

O gráfico mostra a evolução, desde 1980, da quantidade de empresas que entraram e que saíram da bolsa. Até 1998, demonstramos a quantidade líquida (Net), sendo positivo no ano se houve mais empresas que se listaram em relação às que se deslistaram, entendendo-se como listagem o fato de a empresa ser admitida à negociação na bolsa e ter ações disponíveis para negociação. A partir de 1999, demonstramos o fluxo líquido mas mostramos também a abertura da quantidade de empresas que se listaram e que se deslistaram.

Fonte: BM&FBOVESPA.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

Na década de 1980 observamos um expressivo número de aberturas de capital, refletindo impactos de incentivos fiscais dados a empresas e investidores via instituição do Fundo 157 (descrito no item 2.3.1). Logo após o Plano Real, em 1994, podemos observar que tivemos um fluxo positivo de empresas sendo admitidas à negociação, mas esse fluxo teve uma correção a partir de 1997 e, especialmente, entre 1999 e 2003. A partir de então, com exceção do ano de 2007, ano em que observamos uma grande euforia no mercado brasileiro e no qual nada menos que 72 empresas foram admitidas à negociação (contra apenas 18 que deixaram a bolsa), em todos os anos tivemos um fluxo líquido negativo de empresas, ou seja, mais empresas deixando a listagem do que sendo admitidas. Dois fatores são apontados por especialistas como principais causas desse movimento: uma correção promovida pela própria CVM, que efetuou diversos cancelamentos de ofício, especialmente entre 1999 e 2003, e o aumento das exigências dos reguladores (que incluem maiores responsabilidades aos administradores) para empresas listadas.

No Brasil é importante destacar, além da evolução descrita da regulamentação do mercado de capitais, a atuação da autorregulação da BOVESPA, em especial à implantação de segmentos diferenciados de listagem. Em 2001, a BOVESPA cria o Novo Mercado, segmento especial de listagem para companhias que se comprometam voluntariamente com padrões de governança corporativa ainda mais rigorosos que os estabelecidos por lei. São estabelecidas regras para três níveis, sendo o mais alto o Novo Mercado, além de dois níveis intermediários - Nível 1 e Nível 2. Entre os principais diferenciais das empresas aderentes ao Novo Mercado em relação às tradicionais, destacamos: existência apenas de ações ON negociadas, *free float* mínimo de 25%, *tag along* de 100% para as ações ON e vedação de que a mesma pessoa ocupe o cargo de diretor presidente e presidente do Conselho de Administração<sup>19</sup>.

O desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil tem ocorrido de forma bem distinta dos mercados dos Estados Unidos e do Reino Unido, mais em linha com países da Europa Continental. No Brasil, as empresas recorreram a emissões de ações em momentos específicos, dentro de certas janelas de oportunidade, como quando da concessão de benefícios fiscais nas décadas de 1970 e 1980 e do grande momento de liquidez mundial e de euforia com o país em 2007, e o mercado de capitais ainda não atingiu uma sustentabilidade de ser referência para captação de recursos para investimentos de longo prazo e crescimento. Prevalece o estado com participação relevante na economia, com forte atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, que é o grande e praticamente único provedor de fundos de longo prazo para as empresas, tornando-se a primeira opção para as empresas financiarem seus projetos, relegando o mercado de capitais a um papel coadjuvante.

Do lado da negociação em bolsa, observamos nesses mercados mais desenvolvidos grandes volumes circulando de investidores institucionais e instituições financeiras, mas também de investidores pessoas físicas, em um contexto de educação financeira muito superior e diferenciado que no Brasil, levando indivíduos a assumirem mais riscos em seu perfil de investimentos. No Brasil, esse número ainda é pequeno e praticamente não tem aumentado, e o crescimento dos volumes financeiros negociados é dependente da atuação de investidores estrangeiros. Nesses países também tivemos atuações fundamentais de fundos de *private equity*, contexto que passamos a ter apenas recentemente, ainda assim de forma

---

<sup>19</sup> Fonte: BM & FBOVESPA.

localizada, diferentemente de grandes transações alavancadas dos anos 1980 e parte dos 1990 para aquisição de grandes corporações (LBO<sup>20</sup>, MBO<sup>21</sup> e outros).

As empresas brasileiras têm, em sua maioria, uma expressiva concentração acionária, seja nas mãos de famílias ou de controladores locais ou estrangeiros - para as companhias abertas das amostras de controle, o percentual médio se situa em torno de 48%. Esse contexto também pode ser ilustrado se compararmos exigências de dispersão nas bolsas: nos Estados Unidos, por exemplo, uma condição para que uma empresa tenha sua condição de listagem cancelada é o fato de ter menos de 300 acionistas, uma condição bastante ambiciosa para o Brasil, onde as empresas do Novo Mercado, nível mais alto de governança do mercado, devem atender ao requisito de ter um mínimo de 25% de seu capital no mercado (*free float*), independentemente da quantidade de acionistas. Entre outras, esta característica aproxima o mercado acionário brasileiro muito mais de emergentes e da Europa continental do que de mercado desenvolvidos de origem anglo-saxã, como Estados Unidos e Reino Unido.

O mercado brasileiro de ações se coloca em uma posição intermediária em nível mundial quando comparamos sua dimensão em relação ao PIB. Para comparamos o tamanho do mercado de ações nos diversos países, consideraremos como medida a relação entre o valor de mercado total das empresas listadas em Bolsa em relação ao PIB. Analisando esse indicador, o mercado de ações no Brasil é muito menor, por exemplo, quando comparado aos mercados de capitais de Estados Unidos e Reino Unido, bem como de mercados de origem anglo-saxã, que são Hong Kong, Canadá, Austrália e África do Sul, onde a relação atinge uma média de 330% em 2010<sup>22</sup>, ou 159% se excluirmos Hong Kong, que é um *outlier* (1.186%). O Brasil tem, em 2010, uma relação de 72%, que o posiciona numa faixa intermediária próxima aos BRICs (além do Brasil, Rússia (62%), Índia (95%) e China (68%)), o Japão (75%) e a Espanha (85%), mas acima da faixa que inclui alguns países da Europa Continental (Alemanha (44%), Itália (39%)<sup>23</sup> e Polônia (40%)), e o México(43%) e abaixo da Coreia do Sul (108%).

---

<sup>20</sup> Management Buyout: transação onde a equipe de gestão compra os ativos e operações do negócio que eles gerenciam. (Fonte: Investopedia. tradução do autor).

<sup>21</sup> Leveraged Buyout: aquisição de outra companhia utilizando um significativo montante de recursos emprestados (títulos ou empréstimos) para fazer frente ao custo de aquisição. (Fonte: Investopedia, tradução do autor).

<sup>22</sup> Fontes: para o PIB, website do Banco Mundial. Disponível em: <www.worldbank.org>. Para o valor de capitalização de mercado, website da Federação Mundial de Bolsas. Disponível em: <www.world-exchanges.org>. Nota: relação entre as séries construída pelo autor.

<sup>23</sup> Em 2009.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 DEFINIÇÃO

Definimos fechamento de capital (ou deslistagem), para fins deste estudo, como o evento em que uma empresa que teve suas ações admitidas à negociação em mercado de bolsa, ou seja, teve parcela ou todas as suas ações disponíveis para negociação pública, deixa de figurar nessa condição e deixa de ter suas ações negociadas, cancelando registro de companhia aberta.

Importante destacar que somente o cancelamento de registro não é condição para definir-se uma empresa como deslistada, considerando que há diversos casos de empresas que obtiveram registro de companhia aberta junto à CVM mas nunca tiveram suas ações disponíveis para negociação pública em mercado de bolsa. Não admitimos neste estudo, portanto, que uma empresa que nunca teve ações disponíveis à negociação possa se deslistar.

#### 3.2 DESCRIÇÃO

Usando um modelo LOGIT analisamos as principais razões que levam as empresas a fecharem o capital no Brasil, tendo em conta a análise de relações significativas entre fatores com o evento binário de se deslistar ou não. A amostra principal é composta de 119 empresas que fecharam o capital entre janeiro de 1999 e dezembro de 2013. Para controle, aplicamos quatro amostras de controle para setor, tamanho e liquidez, além de uma amostra com todas as empresas das amostras anteriores.

A data-base dos dados de demonstrações financeiras são as últimas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) disponíveis das empresas deslistadas e o ano anterior, assim como para seus pares nas amostras de controle. Os dados de mercado, que são volume financeiro negociado e valor de mercado das companhias, têm como período de referência os doze meses anteriores à Oferta Pública para Aquisição de Ações - OPA para fechamento de capital. Como não temos disponíveis todos os editais de OPA para as 119 empresas que fecharam capital, assumimos como data do evento seis meses antes de a empresa deixar a listagem, que é o prazo médio entre a publicação do fato relevante de comunicação ao mercado e a liquidação financeira. Assim sendo, excluímos os últimos seis meses de cotação da companhia e calculamos a soma dos volumes financeiros negociados no período de doze

meses anteriores aos seis meses, bem como o valor de mercado médio da companhia no mesmo período.

### 3.3 DADOS E AMOSTRA

#### 3.3.1 Fontes e critérios para definição da amostra

Os dados de demonstrações financeiras (Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultados, Demonstração de Fluxo de Caixa e Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos) e setores NAICS foram obtidos no banco de dados do software Economatica sempre que disponíveis e, quando não disponíveis, foram obtidos através de pesquisa no website da CVM<sup>24</sup> ou na EMIS<sup>25</sup>. Outros dados de mercado, que são volumes negociados, capitalização de mercado, relação de empresas que se listaram e das que se deslistaram no período, bem como de empresas que cancelaram registro, com os respectivos motivos, foram obtidos junto à BM&FBOVESPA e organizados pelo autor.

Também através de pesquisa no website da CVM, obtivemos através de pesquisa os dados de participações acionárias de controladores, acionistas relevantes e ações em circulação, bem como despesas com auditoria e com Conselho de Administração, com base em dados publicados pelas companhias abertas em suas Informações Anuais - IAN ou Formulários de Referência a partir de 2010. Outra informação obtida em pesquisa na mesma fonte foram os editais de OPA das empresas que fecharam o capital a partir de 2004.

Os dados sobre as empresas que se deslistaram foram preparados a partir de duas fontes diferentes de dados provenientes da BM&FBOVESPA: dados de cancelamentos de registro desde 1999 e planilhas mensais de capitalização de mercado por empresa, componentes da capitalização de mercado da bolsa como um todo e disponíveis em seu website<sup>26</sup> desde dezembro de 2001 (os dados do período entre janeiro de 1996 e novembro de 2000 foram obtidos diretamente com a BM&FBOVESPA, sob demanda). O primeiro conjunto de dados é amplo e considera todos os cancelamentos de registro de companhia aberta no período, independentemente se a empresa teve ações listadas na bolsa, com dados mais completos das empresas (razão social, nome de pregão e código de negociação), datas de registro e de cancelamento e descrição do motivo de cancelamento, enquanto que nas

---

<sup>24</sup> Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>.

<sup>25</sup> Euromoney Institutional Investor Company. Disponível em: <[www.securities.com/emis/](http://www.securities.com/emis/)>.

<sup>26</sup> Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)>.

planilhas de capitalização de mercado os dados disponíveis são dos nomes de pregão das empresas que se encontravam admitidas à negociação no fechamento de cada mês e respectivos valores de mercado na data.

Para selecionarmos apenas as empresas que se deslistaram, a partir das planilhas mensais construímos a evolução de todas as empresas que entraram e que saíram da listagem no período (vide Apêndice B). Com a tabulação feita, consistimos esses dados com os dados de empresas que cancelaram registro (um grupo que inclui essas deslistadas) e conciliamos as bases. No período tabulamos 327 empresas que foram admitidas à negociação e 491 empresas que deixaram a listagem entre 1999 e 2013, das quais consistimos com a base de cancelamento de registros um total de 373 empresas. Para as demais 118 realizamos pesquisa individual para garantir que não deveriam estar na base de listadas para fins deste trabalho, e concluímos que 111 apenas mudaram de nome (saíram e entraram, no mesmo ano, com nomes diferentes ou foram incorporadas por outras empresas listadas), 6 empresas foram compulsoriamente reclassificadas pela CVM de categoria A para B<sup>27</sup> e 1 empresa entrou e saiu duas vezes, com o que eliminamos uma delas para evitar redundância de caso. Já as 373 empresas que se deslistaram no período entre janeiro de 1999 e dezembro de 2013 foram classificadas em quatro grupos de razões para deslistagem, sumarizados na Tabela 1 abaixo e descritos na sequência:

---

<sup>27</sup> A Instrução CVM 480, de 7/12/2009, estabeleceu que os registros de companhia aberta podem ser requeridos em duas categorias distintas, como descrito no Art.2º da referida instrução:

“Art. 2º O emissor pode requerer o registro na CVM em uma das seguintes categorias:

I – categoria A; ou

II – categoria B.

§ 1º O registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários.

§ 2º O registro na categoria B autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto os seguintes valores mobiliários:

I – ações e certificados de depósito de ações; ou

II – valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados no inciso I, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários referidos no inciso I ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor.”

**Tabela 1** – Classificação de casos de fechamento de capital por tipo de evento

Evento	Número de casos	%Total
Deslistagem voluntária	199	53.4%
Reestruturação societária	115	30.8%
Cancelamento de ofício	50	13.4%
Situação especial	9	2.4%
<b>Total</b>	<b>373</b>	<b>100.0%</b>

Deslistagem voluntária: casos em que houve ação dos controladores ou adquirentes das empresas para seu fechamento do capital, perfazendo um total de 199 empresas<sup>28</sup>; Reestruturação societária: casos de fechamento de capital que ocorreram como parte e objetivo de um processo de reestruturação societária, sem OPA, geralmente através de incorporações com troca de ações para maior eficiência societária dentro de um mesmo grupo econômico, e não como ação voltada para o fechamento de capital em si<sup>29</sup>; Cancelamento de ofício: empresas que tiveram seu cancelamento determinado pela CVM pelo não cumprimento de obrigações de companhia aberta, como publicações obrigatórias de demonstrações financeiras, entrega de relatórios anuais e outras; Situação especial: empresas que deixaram a negociação em Bolsa devido à decretação de falência ou liquidação extrajudicial pelo Banco Central.

Fonte: BM&FBOVESPA.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

<sup>28</sup> A lei 10.303/01 define as condições necessárias para que uma empresa feche o capital voluntariamente, em seu artigo 4º, parágrafos 4º a 6º:

“Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

(...)

§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

§ 5º Terminado o prazo da oferta pública fixado na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a assembléia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6º do art. 44.

§ 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.”

<sup>29</sup> Alguns exemplos de reestruturações societárias dentro da definição do presente estudo (por nome de pregão): USIMINAS incorporada pela COSIPA, que alterou sua denominação para USIMINAS, e cada ação da antiga empresa passou a equivaler a uma ação da nova; FERRONORTE, incorporada por Ferronorte Participações S.A., através de troca de ações; TEL B CAMPO, incorporada pela TELESP através de troca de ações.

As companhias tendem a permanecer um tempo relativamente longo listadas na bolsa brasileira, como veremos adiante. Isso se confirma pela pequena quantidade de empresas que se listaram e saíram da bolsa entre 1999 e 2013, que foram 48 (ou 13% do total de 373), conforme podemos observar na Tabela 2 abaixo, onde apresentamos a evolução anual dos casos de fechamentos de capital do período de análise, bem como a evolução dos anos em que essas empresas entraram na bolsa, por grupo de motivos de deslistagem:

**Tabela 2 - Distribuição anual de deslistagem das companhias x IPO**

Ano	Deslistagem voluntária		Reestruturação societária		Cancelamento de ofício		Situação especial		Total	
	Ano do evento	Ano do IPO	Ano do evento	Ano do IPO	Ano do evento	Ano do IPO	Ano do evento	Ano do IPO	Ano do evento	Ano do IPO
Até 1998	-	181	-	88	-	48	-	8	-	325
1999	33	5	14	4	12	-	1	-	60	9
2000	24	1	8	2	7	2	2	-	41	5
2001	24	1	9	2	2	-	-	-	35	3
2002	19	-	8	1	7	-	1	-	35	1
2003	17	1	7	-	6	-	-	-	30	1
2004	11	-	3	-	2	-	-	-	16	-
2005	12	1	5	2	2	-	1	-	20	3
2006	5	2	14	7	2	-	-	-	21	9
2007	9	4	6	7	-	-	-	1	15	12
2008	11	1	8	-	1	-	-	-	20	1
2009	5	1	10	1	-	-	-	-	15	2
2010	4	1	12	1	-	-	-	-	16	2
2011	8	-	5	-	8	-	-	-	21	-
2012	11	-	4	-	1	-	1	-	17	-
2013	6	-	2	-	-	-	3	-	11	-
<b>Total</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>115</b>	<b>115</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>373</b>	<b>373</b>
Até 1998	-	<b>181</b>	-	<b>88</b>	-	<b>48</b>	-	<b>8</b>	-	<b>325</b>
1999 a 2013	<b>199</b>	<b>18</b>	<b>115</b>	<b>27</b>	<b>50</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>373</b>	<b>48</b>

A tabela apresenta a abertura anual dos casos de deslistagem no período entre 1999 e 2013, com a abertura de motivos nos pares de colunas. Nesses pares de colunas, a primeira mostra a abertura das deslistagens por ano e a segunda o ano em que essas empresas entraram na bolsa.

Fonte: Dados da BM&FBOVESPA.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

Mas, ainda, do grupo de 199 empresas de deslistagem voluntária, efetuamos nova análise, de forma a excluir casos de deslistagem em que houve a possibilidade de ação efetiva dos minoritários, conceito para o qual estabelecemos ser os casos em que houve a realização de OPA. Assim sendo, dividimos esse grupo em quatro subgrupos, conforme a Tabela 3 a seguir:

**Tabela 3 – Distribuição anual de deslistagem voluntária das companhias x IPO**

Ano	Com realização de OPA		Com dispensa de OPA		Instituição Financeira		Mercado de Balcão		Outras *	Total	
	Ano do evento	Ano do IPO	Ano do evento	Ano do IPO	Ano do evento	Ano do IPO	Ano do evento	Ano do IPO	Ano do evento	Ano do evento	Ano do IPO
Até 1998	-	107	-	29	-	20	-	13	-	-	169
1999	14	4	6	1	4	-	7	-	2	33	7
2000	17	1	1	-	4	-	2	-	-	24	1
2001	14	-	3	1	1	-	2	-	4	24	5
2002	11	-	8	-	-	-	-	-	-	19	-
2003	8	-	3	-	4	-	-	-	2	17	2
2004	10	-	1	-	-	-	-	-	-	11	-
2005	6	1	2	-	1	-	1	-	2	12	3
2006	3	2	1	-	1	-	-	-	-	5	2
2007	7	4	-	-	1	-	1	-	-	9	4
2008	7	-	1	-	1	-	-	-	2	11	2
2009	2	-	-	-	3	-	-	-	-	5	-
2010	3	-	-	1	-	-	-	-	1	4	2
2011	6	-	1	-	-	-	-	-	1	8	1
2012	7	-	4	-	-	-	-	-	-	11	-
2013	4	-	1	-	-	-	-	-	1	6	1
<b>Total</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>199</b>	<b>199</b>
Até 1998	-	107	-	29	-	20	-	13	-	-	169
1999 a 2013	119	12	32	3	20	-	13	-	15	199	30

\* Inclui empresas que permaneceram menos de 2 anos listadas (5), holdings (9) e empresa com informações incompletas (1).

Na tabela temos a abertura anual dos casos de deslistagem voluntária (199) no período entre 1999 e 2013, com agrupamento por tipo de deslistagem nos pares de colunas. Nos pares de colunas, a primeira mostra a abertura das deslistagens por ano e a segunda o ano em que essas empresas entraram na bolsa.

Fonte: Dados da BM&FBOVESPA.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

Para essas 199 empresas deslistadas voluntariamente, outro agrupamento se fez necessário e mantivemos apenas os casos de empresas não financeiras (para alinhamento com os casos estudados na literatura) e casos em que houve uma OPA para aquisição das ações detidas por minoritários, perfazendo um total de 130 casos. Para tanto, excluimos: (i) 32 casos de deslistagem com dispensa de OPA, que são os casos em que os controladores efetuaram o cancelamento de registro mas, mediante autorização da CVM, não precisaram realizar OPA, devido ao fato de não haver acionistas minoritários ou em casos que houve adesão de 100% dos acionistas na própria assembleia que deliberou sobre o cancelamento<sup>30</sup>; (ii) 20 casos de instituições financeiras (bancos, seguradoras, leasings e financeiras), que não são objeto de análise do presente trabalho, em linha com a literatura; (iii) 13 empresas que migraram para o Mercado de Balcão, organizado ou não; e (iv) outros 15 casos de empresas que permaneceram menos de dois anos listadas (5), holdings (9) e empresa com informações incompletas (1).

Por fim, das 130 empresas remanescentes, consideramos apenas aquelas em que dispomos de dados da operação (vendas, por exemplo), com o que excluimos 9 empresas holdings, além de 1 que ficou menos de dois anos listada e mais 1 que não dispúnhamos de dados precisos para o trabalho. Portanto, feitos os ajustes, a amostra de empresas que

<sup>30</sup> Alguns exemplos de fechamento de capital com dispensa de OPA (por nome de pregão): ABC SUPERM, BRAUSTAM, C P A, CSM CARTOES, EDN, FICAP, LAMSA, METODO ENG, SHOPTIME são alguns exemplos de empresas com aprovação de 100% dos acionistas; BOMPREGO BAH tinha apenas um acionista controlador com 100% das ações.

fecharam o capital de janeiro de 1999 a dezembro de 2013 e que são a base deste estudo é de 119 empresas.

Confirmando o que observamos na amostra completa, as empresas tendem a ficar por longo tempo, em média, listadas. Das 119 empresas que serão objeto de análise no presente estudo, 107 delas (90%) entraram na Bolsa até 1998 e apenas 12 (10%) entre 1999 e 2007, último ano da amostra em que uma empresa que entrou após 1999 fechou o capital até 2013. De fato, entre as 119 empresas, a média de tempo em que permaneceram listadas em Bolsa foi de 24 anos, posição intermediária entre os 33 anos de média no mercado italiano (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998) e os 13 anos no mercado americano (BHARATH; DITTMAR, 2006).

A distribuição de tempo de permanência na bolsa das empresas desse grupo é ampla mas relativamente uniforme, com 58 empresas (48,7% do total) tendo permanecido abaixo da média e 61 empresas permanecendo acima, como mostra a Tabela 4 abaixo:

**Tabela 4** – Tempo de permanência na bolsa de empresas que fecharam capital 1999-2013

Período (anos)	Quant. empresas	%Total	%Acumulado
Até 5	7	5.9%	5.9%
5-10	11	9.2%	15.1%
10-15	18	15.1%	30.3%
15-24	22	18.5%	48.7%
25-35	43	36.1%	84.9%
Mais de 35	18	15.1%	100.0%
<b>Total</b>	<b>119</b>	<b>100.0%</b>	

Fonte: BM&FBOVESPA.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

Na tabela observamos faixas de tempo que as empresas que deixaram a bolsa permaneceram listadas. Destacamos, nas duas últimas linhas, empresas que ficaram acima da média desse grupo, sendo que 43 delas permaneceram listadas entre 25 e 35 anos e 18 permaneceram listadas por mais de 35 anos – a que ficou por mais tempo foi a Companhia de Cimento Portland Itaú, que permaneceu quase 65 anos listada, até 2004.

### 3.3.2 Características da amostra

As amostras contemplam dados do ano do fechamento de capital e do anterior, sendo que consideramos como o ano de fechamento o qual temos as últimas Demonstrações

Financeiras Padronizadas (DFP) publicadas. Autores utilizam diferentes metodologias, como Pour e Lasfer (2013) que, além desse dois períodos, utilizam também dados médios do período em que as empresas permaneceram listadas, inviável neste trabalho devido à indisponibilidade de dados públicos. Bharath e Dittmar (2006) utilizam dados do IPO e do ano de fechamento, em nosso caso inviável para a primeira data. O critério utilizado neste trabalho se aproxima de Bharath e Dittmar (2010), que utilizam esses dois períodos que utilizamos e também o período posterior ao fechamento, do qual também não dispomos de dados públicos. E, ainda, alguns trabalhos utilizam apenas o ano anterior ao anúncio do fechamento, como Lehn e Poulsen (1989) e Engel, Hayes e Wang (2006).

As análises foram feitas sob algumas visões comparativas, para as quais estruturamos quatro amostras de controle: as três primeiras são amostras do mesmo tamanho da amostra principal (119 observações), mas com diferentes critérios de pareamento caso a caso, baseados em contribuições de Lehn e Poulsen (1989), Marosi e Massoud (2007) e Gleason, Payne e Wiggenhorn (2007), e a quarta amostra é a combinação das três primeiras, eliminando-se redundâncias. Marosi e Massoud (2007) adotaram o setor e o tamanho, simultaneamente, para determinar os pares na amostra de uma única amostra de controle com razoável precisão, mas não temos disponibilidade de dados e quantidade de empresas suficientes no mercado brasileiro para adotar um modelo único.

Uma condição necessária aplicada para as três amostras com pareamento é que, para que a empresa componha a amostra de controle, ela deve estar listada no final de 2013, em operação e sem qualquer restrição, como recuperação judicial, com registro suspenso, paralisada, com falência decretada ou outras situações que prejudiquem a atividade corrente. Além disso, tivemos que repetir empresas em todas as amostras, mas com critérios específicos em cada uma, que serão descritos abaixo. Como critério geral, a repetição de uma empresa deve ter, no mínimo, um intervalo de dois anos.

Na amostra setorial (SET), efetuamos o pareamento caso a caso de 119 empresas da amostra de controle com base no setor NAICS<sup>31</sup> das respectivas empresas que se deslistaram, no mesmo ano do ocorrido. Utilizamos este critério setorial por apresentar maior uniformidade e menores mudanças ao longo do período analisado, pois outros critérios

---

<sup>31</sup> North America Industrial Classification. Trata-se de uma classificação setorial internacional estruturada em três níveis. Em um primeiro nível as empresas dividem-se em 20 categorias (que não são as mesmas da classificação Eco). Cada uma destas categorias subdivide-se em categorias de segundo nível. No total existem 96 categorias de segundo nível. Por sua vez, cada uma destas categorias de segundo nível subdivide-se em categorias de terceiro nível. No total existem 313 categorias de terceiro nível.  
Fonte: Economatica.

confiáveis, que são da CVM e da BM&FBOVESPA, apresentaram alterações significativas de critérios no período, dificultando a comparação ao longo dos catorze anos da análise.

Segregamos neste grupo uma amostra apenas pelo critério setorial devido ao fato de termos no Brasil poucas empresas listadas, tanto se considerarmos as que se deslistaram quanto as que permaneceram listadas, inviabilizando o filtro simultâneo por tamanho. A seleção das empresas desta amostra de controle seguiu algumas diretrizes específicas:

- (i) apesar de o setor NAICS ter três níveis, utilizamos apenas os dois primeiros para o pareamento, em virtude da pequena quantidade de empresas passíveis de inclusão na amostra;
- (ii) houve casos em que não havia uma empresa exatamente do mesmo setor NAICS ou as do mesmo setor não podiam ser utilizadas por restrições descritas nas condições necessárias para todas as amostras. Nesses casos, buscamos o pareamento em setores que julgamos similares ou com características similares;
- (iii) em alguns casos tivemos a ocorrência de mais de uma possibilidade de empresas para selecionar do mesmo setor no ano e, nesses casos, efetuamos sorteio para a definição da empresa par da amostra de controle, evitando a definição da empresa por outro critério que não seja o setorial.

Esta amostra é composta de um total de 92 empresas diferentes, com 23 delas aparecendo duas vezes e 2 empresas selecionadas três vezes.

A amostra com o critério de pareamento por tamanho (TAM) foi constituída com base na comparação do total de ativos (ENGEL; HAYES; WANG, 2006 e GLEASON; PAYNE; WIGGENHORN, 2007), caso a caso, em cada ano respectivo de fechamento de capital. Para efetuar essas comparações, consideramos os valores dos ativos das empresas que se deslistaram com as que permaneceram no ano em que o evento ocorreu, tendo em conta alguns princípios específicos:

- (i) para efeitos de comparação de valores de ativos, consideramos uma diferença máxima entre os valores pareados de 20%, exceto para pequenas empresas, com valor total de ativos de até R\$20 milhões, para os quais selecionamos os valores mais próximos possíveis;
- (ii) em alguns casos tivemos que repetir a empresa pareada, pois não havia outra de tamanho com diferença não superior aos 20% ou uma empresa de tamanho

dentro da margem já havia sido incluída. Nesse caso, admitimos uma repetição, evitando ao máximo uma segunda, tendo em conta as condições necessárias gerais já descritas;

- (iii) em casos extremos de companhias com ativos superiores a R\$20 milhões e que não encontramos correspondência de tamanho com desvio inferior a 20%, selecionamos a empresa com o valor de ativos mais próximo da empresa da amostra de deslistadas – ocorreram 2 casos, ambos com desvios de 21%.

Como resultado, tivemos nesta amostra um total de 96 empresas diferentes, com 19 delas aparecendo duas vezes e 2 aparecendo três vezes.

Na terceira amostra de controle, que tem como parâmetro de pareamento a liquidez (LIQ), adotamos o volume financeiro de negócios realizados nos últimos 12 meses para comparação na seleção da amostra, caso a caso, nos respectivos anos de fechamento de capital. Nesse contexto, alguns princípios específicos foram respeitados para a seleção:

- (i) para efeitos de comparação de valores financeiros negociados, consideramos uma diferença máxima entre os valores pareados de 20%, exceto para pequenas empresas, com valor negociado no ano de até R\$50.000;
- (ii) em alguns casos tivemos que repetir a empresa pareada, pois não havia outra dentro do limite de diferença de volume financeiro negociado de 20% ou uma empresa dentro da margem já havia sido incluída. Nesse caso, admitimos uma repetição, evitando ao máximo uma segunda, respeitando as condições gerais necessárias para todas as amostras;
- (iii) em casos extremos de companhias com volume financeiro negociado no ano superior a R\$50.000 e que não encontramos correspondência de volume financeiro negociado com desvio inferior a 20%, selecionamos a empresa com o valor financeiro negociado mais próximo da empresa da amostra de deslistadas – ocorreram quatro casos, com desvios de 31%, 33%, 38% e 45%, mas que não comprometeram a diferença total de volume financeiro entre as amostras, que foi de 4%.

Nesta amostra temos um total de 87 empresas diferentes, com 30 delas aparecendo duas vezes e 1 aparecendo três vezes.

Na quarta amostra de controle agrupamos as três amostras pareadas, na que chamamos de “Todas”. Nesta amostra incluímos todas as empresas das outras três amostras de controle por pareamento, eliminando as redundâncias, que perfizeram um total de 22 de empresas que apareciam duas vezes e 1 empresa que aparecia nas três amostras para os mesmos anos, chegando a um total de 334 empresas.

### 3.4 DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES

Alguns estudos observam que, de fato, as razões principais para fechamento de capital podem variar significativamente para cada país analisado. Pagano, Panetta e Zingales (1998) identificam que empresas públicas são exceções, e não regra, em países como Itália e Alemanha, mercados acionários que, entendemos, têm características mais próximas ao Brasil. Outra condição colocada pelos autores, mencionando os trabalhos de Planell<sup>32</sup> (1995 apud PAGANO; PANNETA; ZINGALES, 1998) na Espanha e Rydqvist e Högholm<sup>33</sup> (1995 apud PAGANO; PANNETA; ZINGALES, 1998) na Suécia, é que nesses mercados os IPOs não parecem ter como finalidade trazer fundos para novos investimentos e crescimento, que complementamos por Pour e Lasfer, que concluem que empresas menores, listadas no AIM da Bolsa de Londres, vêm a mercado primordialmente para rebalancear a estrutura de capital com a entrada de *equity*, e não para financiar novos projetos.

Portanto, tendo em consideração que grande parte da literatura sobre fechamento de capital foi desenvolvida nos Estados Unidos e no Reino Unido, entendemos que podemos tê-la como base por sua abrangência, consistência e extensão, mas com cuidados em relação à aplicação irrestrita, pois o mercado brasileiro é um mercado em desenvolvimento, que ainda não passou por algumas experiências e tendências (e talvez nem passe), uma economia em que o mercado de capitais não tem papel tão relevante no financiamento das empresas e em que há uma base tão diversa de investidores, prevalecendo empresas de capital aberto com controle bem definido. Entretanto, temos também que observar características particulares do contexto do mercado local que não se aplicam a esses mercados e que trazem impactos importantes, como a aquisição do controle por grupos estrangeiros e a concentração de participação de controladores nas empresas.

---

<sup>32</sup> PLANELL, Sergio Bermejo. *Determinantes y efectos de la salida de la bolsa en España: Un analisis empírico*. Working paper, Centro de Estudios Monetarios y Financieros, 1995.

<sup>33</sup> RYDQVIST, Kristian; HÖGHOLM, Kenneth. *Going public in the 1980s: Evidence from Sweden*. European Financial Management 1, 287-315, 1995.

Ademais, levamos em consideração hipóteses para as quais tenhamos dados disponíveis e robustos para testá-las. Por exemplo, não temos dados disponíveis de tentativas de aquisições hostis de empresas abertas – dado disponível em pesquisas nos Estados Unidos – com o que não poderíamos testar uma hipótese de que os fechamentos de capital no Brasil estejam relacionados com medidas disciplinares para tirar da companhia maus administradores e substituí-los por outros designados pelos novos gestores da companhia que fechou o capital. Entretanto, não nos parece de significativa relevância a não inclusão dessa variável, tendo em vista a característica predominante de empresas com controle concentrado e definido no Brasil e, portanto, os próprios controladores poderiam tirar maus administradores sem recorrer ao fechamento de capital.

Para a estruturação das hipóteses consideramos a lógica de agrupamento de variáveis independentes dos estudos de Bharath e Dittmar (2010) e Pour e Lasfer (2013), que as agregam em hipóteses que levam as empresas a fecharem o capital com o suporte de uma ou mais variáveis. Entretanto, para a definição das variáveis independentes e dos respectivos indicadores para medi-las, buscamos o apoio mais amplo possível da literatura disponível.

### 3.4.1 Hipóteses

*H1: Empresas que fecham o capital têm maior possibilidade de apresentar problemas de agência*

Para verificar a existência de problemas de agência nas empresas que fecharam capital em relação às que se mantêm abertas, analisamos quatro indicadores: participação acionária dos controladores, fluxo de caixa livre, retorno sobre ativos (ROA) e dividendos pagos.

Como descrevemos na seção 2.2, Jensen e Meckling (1976) definem que a relação de agência decorre de “um contrato em que uma ou mais pessoas (o(s) principal(ais)) contratam outra pessoa (agente) para realizar algum serviço por eles que envolva a delegação de algumas decisões, dando autoridade ao agente”. Essa relação de agência, por sua vez, e os custos associados a ela vêm, ainda segundo Jensen e Meckling (1976), de qualquer situação envolvendo cooperação, e associam a separação entre propriedade e controle como intimamente ligada ao problema de agência. Nesse contexto, entendemos que os problemas de agência relacionados à concentração da participação acionária dos controladores não advêm do problema clássico de interesses de acionistas e gestores, mas sim de acionistas minoritários e controladores/gestores, estes últimos muito integrados, o que nos remete ao primeiro fator a

ser analisado no grupo de problemas de agência, que é a concentração de participação de acionistas controladores.

Esperamos que a participação acionária de controladores seja mais alta nas empresas que fecham o capital e têm maior acesso a informações da empresa (*insiders*), o que propicia oportunidade de gerenciamento de resultados (SANTOS, 2010) e aquisição por valor abaixo de que seria o valor justo. Weir, Laing e Wright (2005a) apontam que empresas que fecham capital têm maiores participações acionárias do CEO e maior dualidade, além de governança mais frágil. Apesar de ser esta análise sob o ponto de vista do CEO e da diretoria executiva em geral, no Brasil a dualidade foi muito presente no período analisado, especialmente antes da implantação das regras de governança diferenciada (Novo Mercado) pela BM&FBOVESPA em 2001, que tornou possível (mas opcional) a adoção de regras mais restritas de governança. Marosi e Massoud (2007) também encontram evidências de maior propriedade de ações por internos (*insider ownership*) e menores participações de investidores institucionais. Leuz, Triantis e Wang (2008) destacam também a assimetria de informações, reforçando o poder dos *insiders* na condução do processo de deslistagem.

Ainda sobre a questão do controle acionário, importante destacar que nos propomos no presente estudo a verificar efeitos econômicos da concentração de propriedade, através da análise de participação acionária total, sem discriminação de participação em ações ordinárias (ON, com direito a voto) ou preferenciais (PN, sem direito a voto, mas com preferência na distribuição de dividendos), que nos daria também a visão numa outra dimensão, que seria a visão política na gestão. De fato, há diversos casos em que controladores se concentram nas ações ON, mantendo maior disponibilidade de PN para negociação pública. Entretanto, em se tratando de estudo com abordagem quantitativa e focado no evento de fechamento de capital, em que os controladores passarão a ter controle acionário completo da empresa-alvo, entendemos ser mais adequado nos restringirmos ao contexto da participação acionária na abordagem econômica, deixando a visão política para ser abordada em eventuais estudos qualitativos futuros que abordem mais especificamente os problemas de agência no Brasil.

Outra importante variável que está relacionada a problemas de agência é o fluxo de caixa livre, onde temos como base estudos de Weir, Laing e Wright (2005a e 2005b), Renneboog, Simons e Wright (2007) e Mehran e Peristiani (2010), cujas abordagens estão baseadas em Jensen (1986). Segundo o autor, a distribuição de caixa aos acionistas reduz os recursos sob administração dos gestores, reduzindo seu poder e aumentando a possibilidade de monitoramento do mercado de capitais quando a empresa tenha que captar novos recursos. No contexto de fechamento de capital, há também que se considerar a verificação sobre se há

alguma tendência de retenção de fluxo de caixa livre nos dois anos que antecedem o fechamento de capital, seja pelo exposto de preservação de poder dos administradores, como também por preservação de maior valor na empresa que vai deixar o mercado público, retendo caixa para os controladores que passarão a deter controle integral da empresa deslistada. Para obter o fluxo de caixa livre das empresas, dado não disponível diretamente nas demonstrações financeiras publicadas<sup>34</sup>, tomamos como base o EBIT (ou LAJIDA, que é o Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda), descontando 34% relativos a Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), e subtraímos o investimento líquido em ativo imobilizado (CapEx). Na mesma linha, se o objetivo da administração é de reter caixa em período que antecede o fechamento de capital, de acordo com a própria definição do problema de fluxo de caixa livre de Jensen (1986), esperamos que a companhia deslistada tenha uma tendência a uma política de distribuição de dividendos mais restritiva, variável que também será analisada nesta hipótese.

A outra variável que utilizaremos para medir acesso a capital é o retorno sobre ativos (ROA) que, apesar de se ser amplamente utilizada como medida de rentabilidade, alguns autores a tratam também como um problema de agência (POUR; LASFER, 2013), o que também caberia se admitirmos a hipótese de manipulação de resultados por empresas que fecham o capital, reduzindo os resultados contábeis da companhia dois anos antes da deslistagem (SANTOS, 2010). Espera-se, portanto, que esse índice contábil seja menor para as empresas que se deslistam, como observado em estudos de Jackowicz e Kowalewski (2006), na Polônia, e Aslan e Kumar (2011) no Reino Unido.

## *H2: Empresas abertas que têm menor acesso a capital tendem a sair da Bolsa*

Há diversas discussões sobre as reais razões que levam as empresas a abrirem o capital e se tornarem públicas. Aslan e Kumar (2011) destacam que empresas com opções de crescimento têm uma tendência a se tornarem públicas mas, por outro lado, se têm acesso a fonte de capital próprio significativo ou baixos custos marginais de tomar empréstimos, não tendem a esse caminho. Nesta linha, admitindo uma lógica de que, em vários casos (e consideramos que este é um deles), a lógica de se fechar o capital pode ser o reverso da lógica de certas hipóteses para abrir (BHARATH; DITTMAR, 2006), entendemos que empresas

---

<sup>34</sup> Esta informação passou a ser uma informação obrigatória no Brasil apenas a partir de 2010.

públicas que têm acesso a fontes de financiamento têm maior chance de fechar o capital, o que ocorre no Brasil em casos de aquisições de empresas por grandes grupos multinacionais.

Bharath e Dittmar (2010) e Pour e Lasfer (2013), entretanto, encontram que empresas que se deslistam têm um maior nível de alavancagem, para compensar a falta de acesso a novas captações no mercado de ações, mas há outras conclusões sobre este aspecto. Aslan e Kumar (2011) concluem que há relação negativa entre a decisão de fechar o capital e o nível de alavancagem, tornando as empresas alvos mais atrativos para aquisições.

### **3.4.2 Variáveis de controle**

Além das cinco variáveis que suportam as duas hipóteses principais, temos quatro variáveis de controle no modelo.

Os custos para uma empresa se manter listada têm sido apontado por especialistas e agentes de mercado como uma causa importante para o fechamento de capital no Brasil e no exterior. No Brasil, temos observado um crescente número de demandas de informações e controles às companhias abertas, o que vem aumentando seus custos para atendê-las, bem como tem requerido estruturas mais robustas de relações com investidores. Siqueira (2010) aponta diversas razões para o fechamento de capital no Brasil, destacando custos como um dos principais grupos de razões. Nos Estados Unidos, a entrada da SOX é apontada como uma das razões para o fechamento de capital de diversas empresas (ENGEL; HAYES; WANG, 2007). Nesta hipótese, testamos se as despesas estimadas associadas à manutenção da empresa aberta em relação a suas vendas é maior nas empresas que deixam a bolsa em relação às que permanecem.

Não encontramos estudo analítico de custos para manter uma empresa listada, mas alguns estudos utilizam aproximações para estimar esses custos. Marosi e Massoud (2007), por exemplo, utilizam os custos de auditoria em relação ao valor de mercado para estimá-los, o que pode ser uma boa aproximação se considerarmos um período de tempo mais longo, o que não é o caso do presente estudo. Como não temos uma base robusta de partida para estimar os custos, elaboramos uma estimativa própria, tendo colaboração da BM&FBOVESPA no desenvolvimento de alguns conceitos, já que este trabalho se encontra em desenvolvimento pela mesma. Para tanto, definimos como custos aqueles que sejam obrigatórios para a empresa se manter listada, ainda que alguns possam ser mantidos após a deslistagem, a critério da empresa, e são: auditoria externa, anuidades que as companhias

abertas pagam à BM&FBOVESPA e CVM, publicações, manutenção de área de Relações com Investidores (RI), escrituração de ações e manutenção de Conselho de Administração.

Siqueira (2010) destaca alguns estudos prévios feitos sobre custos de se manter a empresa listada, dos quais destacamos o da Fipe/USP de 2001, por solicitação da Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca), que apresentou um valor médio equivalente a US\$435mil (R\$1,1milhão nos dias de hoje), podendo chegar a US\$2milhões (R\$5milhões em valores atuais). Em nossa estimativa de custos, todas em valores de final de 2013, combinada com valores observados de auditoria e Conselhos de Administração das empresas abertas que publicam as informações nos Formulários de Referência, chegamos a valores mais altos, conforme a Tabela 5 abaixo:

**Tabela 5** – Custos estimados para manter empresa listada

<b>Valores em milhões de R\$</b>			
<b>Grupo</b>	<b>Média</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
Deslistadas	2.7	0.618	12.5
Listadas			
Setorial	3.5	1.2	4.9
Liquidez	2.8	0.665	17.0
Tamanho	2.9	0.618	23.5

Fonte: Website da CVM e estimativas preparadas pelo autor.

Nota: Valores atualizados pelo IPCA para final de 2013.

Incluímos também entre as variáveis de controle a relação do valor de mercado em relação ao valor de livros (contábil) do patrimônio líquido (MTB), para verificarmos se as ações de empresas que saem da bolsa são subavaliadas nos anos que antecedem o evento, em linha com a hipótese de *undervaluation* analisada nos estudos de Weir, Laing e Wright (2005b) e Renneboog, Simons e Wright (2007). Essa relação também pode ser considerada uma medida de perspectivas de crescimento (GLEASON; PAYNE; WIGGENHORN, 2007), na medida em que assumimos que o valor de mercado das companhias reflete a expectativa de geração de fluxos de caixa no futuro, a valor presente. Assim, quanto mais baixo o indicador, menores as perspectivas dos investidores quanto ao crescimento nos retornos gerados pela empresa.

Outra variável de controle analisada é se a liquidez das ações é um fator determinante para a saída das empresas da Bolsa, através da análise do *turnover*<sup>35</sup> das ações deslistadas em relação às que se mantêm listadas no último ano (ou no ano que antecede o fechamento de capital), como uma porcentagem. Não só o *turnover* reflete liquidez, mas também é uma *proxy* de visibilidade, na medida em que investidores preferem negociar ações com informações mais transparentes (MEHRAN; PERISTIANI, 2010). Quanto à metodologia, há algumas diferenças entre abordagens, ainda que o conceito seja o mesmo, que vão desde a utilização da média mensal de *turnover* de ações (ENGEL; HAYES; WANG, 2006), ou utilização da média dos últimos 150 dias (MAROSI; MASSOUD, 2007), ou mesmo não especificam o horizonte de tempo utilizado (MEHRAN; PERISTIANI, 2010, BHARATH; DITTMAR, 2010; POUR; LASFER, 2013). No caso brasileiro, entendemos que prazos inferiores a 1 ano não agregariam muito mais informações em relação à média do último ano, uma vez que a liquidez das ações, no quadro geral, é muito inferior ao mercado americano ou britânico.

Alguns estudos associam o tamanho da empresa ao evento de fechamento de capital, especialmente após a implantação de maior volume de obrigações a cumprir juntos aos reguladores. Engel, Hayes e Wang (2006) apontam que, após a entrada da SOX, as deslistagens ocorreram mais para empresas menores, pois os custos de obrigações com o regulador as impactaram mais fortemente. Gleason, Payne e Wiggernhorn (2007), e Leuz, Triantis e Wang (2008) nos Estados Unidos, assim como Aslan e Kumar (2011) no Reino Unido, também encontram essa relação negativa.

A Tabela 6 a seguir sumariza as hipóteses e variáveis de controle do trabalho:

---

<sup>35</sup> Relação entre volume financeiro negociado no ano e o valor de mercado da companhia, ajustado pelo *free float*, ambos no final do período.

Tabela 6 – Relação de Hipóteses/Variáveis de Controle e comportamento esperado

Hipótese	Variável	Descrição	Cálculo	Sinal esperado
<b>H1: Problemas de Agência</b>				
	PCONT	Participação dos controladores	Participação acionária dos controladores (%)	+
	FCFL	Fluxo de caixa livre	$[EBIT*(1-IR)] - Capex /$ Ativo	+
	ROA	Retorno sobre ativos	Lucro Líquido / Ativo	-
	DIVID	Dividendos pagos	Dividendos pagos / Lucro Líquido	-
<b>H2: Acesso a capital</b>				
	LEVER	Alavancagem financeira	Dívida Total / Ativo	-
<b>Variáveis de controle</b>				
	CUST	Custos para se manter listada	Custos anuais estimados para manter empresa listada / Vendas	+
	MTB	Valor de mercado em relação a valor contábil do Patrimônio Líquido (contábil)	Valor de Mercado médio dos últimos 12 meses / PL	-
	TOVER	Volume financeiro negociado da ação em relação a seu valor de mercado em circulação ( <i>free float</i> )	Valor Financeiro Negociado no último ano / Valor de Mercado médio dos últimos 12 meses (ajustado pelo <i>free float</i> )	-
	ATIVO	Tamanho da empresa	$\ln(\text{Ativos})$ - valores corrigidos pelo IPCA para 2012 e 2013	-

Na tabela apresentamos as hipóteses analisadas no presente estudo, com a relação de variáveis independentes e de controle que serão base para a análise na regressão. A terceira coluna apresenta a descrição de cada variável e na quarta temos as bases de cálculo respectivas. Por fim, na quinta coluna, temos o sinal esperado para os coeficientes das variáveis na regressão em relação ao evento de fechamento de capital.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Utilizamos LOGIT para análise da regressão, de modo a gerar modelo para estimar os efeitos das variáveis independentes sobre o evento que é nosso objetivo de estudo, que é a decisão de fechamento de capital e deslistagem (variável dependente). Para esta, o evento 1 equivale ao fechamento de capital e 0 (zero) para o evento de se manter listada.

Na Tabela 7 teremos a estatística descritiva das variáveis, com as médias e medianas das variáveis em cada cenário, em cada ano analisado. Na sequência, na Tabela 8, veremos os determinantes da decisão de deslistagem, com os coeficientes do modelo para cada cenário, em cada ano, destacando as variáveis que apresentam maior significância na explicação da decisão de fechamento de capital.

### 4.2 ANÁLISE DE RESULTADOS

Sobre a amostra de dados realizamos a análise estatística descritiva, obtendo os dados da Tabela 7 abaixo, para cada uma das quatro amostras de controle, nos dois períodos de tempo analisados:

**Tabela 7** – Estatística descritiva – variáveis independentes e outras

Variável	Ano anterior ao fechamento (t-1)					Ano do fechamento (t)				
	Deslist.	Controle				Deslist.	Controle			
		SET	LIQ	TAM	Todas		SET	LIQ	TAM	Todas
PCONT	0.6654 <i>0.7430</i>	0.4565 <i>0.4650</i>	0.4892 <i>0.4968</i>	0.4780 <i>0.5070</i>	0.4792 <i>0.4975</i>	0.7194 <i>0.8060</i>	0.4517 <i>0.4500</i>	0.4949 <i>0.4969</i>	0.4776 <i>0.5010</i>	0.4809 <i>0.4915</i>
FCFL	0.0394 <i>0.0523</i>	0.0744 <i>0.0715</i>	0.0549 <i>0.0539</i>	0.0548 <i>0.0497</i>	0.0624 <i>0.0608</i>	0.0476 <i>0.0608</i>	0.0847 <i>0.0736</i>	0.0687 <i>0.0667</i>	0.0746 <i>0.0719</i>	0.0739 <i>0.0710</i>
ROA	-0.0381 <i>0.0151</i>	0.0181 <i>0.0342</i>	-0.0184 <i>0.0187</i>	-0.0245 <i>0.0206</i>	-0.0026 <i>0.0263</i>	-0.0507 <i>0.0041</i>	0.0244 <i>0.0352</i>	0.0033 <i>0.0234</i>	0.0146 <i>0.0293</i>	0.0124 <i>0.0317</i>
DIVID	0.2672 <i>0.0000</i>	0.3793 <i>0.2772</i>	0.2784 <i>0.0000</i>	0.2783 <i>0.0000</i>	0.2919 <i>0.1331</i>	0.1780 <i>0.0000</i>	0.4248 <i>0.2938</i>	0.3956 <i>0.2182</i>	0.2265 <i>0.1236</i>	0.3434 <i>0.2375</i>
LEVER	0.2486 <i>0.1879</i>	0.2814 <i>0.2849</i>	0.2808 <i>0.1945</i>	0.2694 <i>0.1945</i>	0.2834 <i>0.2174</i>	0.2473 <i>0.1575</i>	0.2779 <i>0.2776</i>	0.2449 <i>0.1826</i>	0.2959 <i>0.2106</i>	0.2934 <i>0.2439</i>
<b>Controle</b>										
CUST	0.0361 <i>0.0051</i>	0.0171 <i>0.0030</i>	0.0285 <i>0.0047</i>	0.1087 <i>0.0060</i>	0.0428 <i>0.0042</i>	0.0370 <i>0.0052</i>	0.0104 <i>0.0029</i>	0.0376 <i>0.0045</i>	0.0815 <i>0.0053</i>	0.0394 <i>0.0041</i>
MTB	1.26 <i>0.73</i>	1.10 <i>0.67</i>	0.79 <i>0.58</i>	1.03 <i>0.67</i>	1.00 <i>0.66</i>	1.09 <i>0.89</i>	1.14 <i>0.73</i>	0.83 <i>0.50</i>	1.18 <i>0.68</i>	1.10 <i>0.66</i>
TOVER	0.2979 <i>0.0676</i>	0.4831 <i>0.2344</i>		0.3677 <i>0.0738</i>	0.3941 <i>0.1101</i>	0.3525 <i>0.0658</i>	0.4506 <i>0.2582</i>		0.4567 <i>0.0729</i>	0.3903 <i>0.0803</i>
ATIVO	13.0549 <i>13.0195</i>	14.0130 <i>14.0057</i>	13.3740 <i>13.2755</i>		13.5243 <i>13.4083</i>	13.0774 <i>13.0989</i>	14.1505 <i>14.0815</i>	13.4725 <i>13.2838</i>		13.6381 <i>13.5277</i>
<b>Outras</b>										
CAIXA	0.0746 <i>0.0374</i>	0.1113 <i>0.0783</i>	0.0800 <i>0.0396</i>	0.0934 <i>0.0445</i>	0.0943 <i>0.0587</i>	0.0775 <i>0.0442</i>	0.1099 <i>0.0808</i>	0.0867 <i>0.0424</i>	0.0993 <i>0.0484</i>	0.1002 <i>0.0604</i>
CAPEX	0.0479 <i>0.0000</i>	0.0361 <i>0.0015</i>	0.0377 <i>0.0031</i>	0.0398 <i>0.0000</i>	0.0396 <i>0.0027</i>	0.0253 <i>0.0000</i>	0.0346 <i>0.0099</i>	0.0299 <i>0.0011</i>	0.0356 <i>0.0053</i>	0.0343 <i>0.0066</i>

Média e mediana

Na tabela apresentamos os valores de médias e medianas das variáveis para as empresas que se deslistaram e para cada grupo de amostras de controle. Nas colunas, “Delist.” refere-se às 119 empresas que fecharam capital no período de análise, “SET” às 119 empresas selecionadas no pareamento por setor de atividade, “LIQ” às 119 empresas selecionadas por volume negociado no ano do fechamento de capital, “TAM” às 119 empresas selecionadas pelo critério de tamanho, e “Todas” ao agregado das três amostras de controle anteriores, excluindo redundâncias (334 empresas). As variáveis independentes são: PCONT=participação acionária dos controladores; FCFL=fluxo de caixa das operações em relação aos ativos; ROA=retorno sobre ativos (lucro líquido/ativos); DIVID=dividendos pagos em relação ao lucro líquido; LEVER=alavancagem financeira, que representa a relação entre dívida total e ativos. As variáveis de controle são: CUST=custo estimado para manter empresa listada em relação a vendas; MTB=valor de mercado médio dos últimos 12 meses em relação ao Patrimônio Líquido contábil; TOVER=volume financeiro negociado nos últimos 12 meses em relação ao valor de mercado médio do mesmo período, ajustado pelo *free float*; e ATIVO=ln(Ativos). As duas variáveis de apoio são: CAIXA: posição de caixa e aplicações financeiras no final do período em relação ao total do ativo e CAPEX=variação do ativo imobilizado líquido em relação ao total do ativo.

Para comparação entre as médias utilizamos a diferença de médias baseada na estatística t, definindo o intervalo de confiança - IC com um nível de significância de 5% - nível de confiança de 95%, portanto.

Era esperado que a participação dos controladores fosse superior nas empresas que fecharam capital, o que se confirma, crescendo ainda mais no ano da deslistagem, se situando, em média, em 66,5% no ano anterior e cresce ainda a 71,9% no ano do fechamento de capital, participação bem superior à média entre 45%-49% para as demais empresas das amostras,

com a diferença entre elas no IC entre 14%-28% no ano anterior ao fechamento e entre 20%-33% no ano do fechamento. Já o fluxo de caixa livre das empresas que se deslistaram em relação aos ativos, nos dois momentos de tempo, se mostra inferior à média das demais amostras, mas apenas podemos afirmar estatisticamente que é menor que a média da amostra setorial nos dois períodos. Ainda no grupo de problemas de agência, notamos que as empresas deslistadas pagavam dividendos pouco inferiores, em média, que as demais no ano que antecedeu o fechamento de capital, mas não podemos afirmar que eram menores dentro do IC. No ano do fechamento, entretanto, essa diferença se torna mais pronunciada e encontramos diferença positiva para as amostras, exceto para a de pareamento por tamanho no IC. Também há indicações de serem menos rentáveis, com retornos sobre ativos (ROA) negativos, em média, e com medianas bem inferiores, aumentando a diferença no ano do fechamento em relação às empresas listadas. Entretanto, apenas podemos afirmar com assertividade que a rentabilidade era inferior no ano do fechamento, mas no ano anterior temos sinais mistos, com duas amostras apontando possibilidade de a diferença ser positiva, dentro do IC. No ano anterior ao fechamento, o ROA fica pouco inferior das amostras com pareamento por tamanho e liquidez e bem inferior à amostra total, que também apresentam rentabilidade negativa, mas no ano do fechamento as empresas que se deslistaram se destacam com média negativa para o ROA, ao contrário de todas as demais amostras.

Ainda que as empresas deslistadas tenham média de alavancagem inferior, em média, que as listadas, não podemos confirmar essa afirmação dentro do IC. Menor alavancagem financeira pode indicar que não precisam ou que não têm mais acesso a novas fontes de captação junto a terceiros. Em relação à variável *turnover*, há sinais de que seja menor para as empresas que se deslistam no ano anterior ao fechamento, já que na amostra setorial a diferença é negativa dentro do IC. Se analisamos as duas variáveis em conjunto, com maiores restrições para acessar capital, as empresas poderiam se financiar com emissão de ações mas, se são empresas com baixa liquidez e visibilidade, parece razoável supor que os custos de se manter abertas superem os benefícios e essas empresas tomem o rumo da deslistagem.

Os custos para manter a empresa listada se mostram com média superior para a amostra de empresas que se deslistaram, exceto quando comparadas com empresas de tamanho equivalente. Entretanto, devido à grande dispersão de valores nesta última amostra, não podemos afirmar que a diferença seja negativa dentro do IC. Esse resultado, porém, seria consistente com a natureza de custos predominantemente fixa para a estrutura necessária para manter uma empresa listada no Brasil, tendo impacto maior para empresas menores, efeito consistente ao observado no mercado norte-americano (ENGEL; HAYES; WANG, 2006).

Nas amostras setoriais e por volume negociado, notamos que o impacto é menor, ainda que importante, representando entre 1% e 4%, em média, das vendas líquidas das empresas.

Outra variável que apresenta sinais de tendência é a de tamanho, medida pelos ativos. A média de ativos das empresas que se deslistaram é inferior às das demais empresas, o que confirmamos dentro do IC para todas as amostras, exceto a por liquidez. Em relação às outras duas variáveis (MTB e *turnover*), não podemos afirmar o sinal da diferença dentro do IC, podendo apenas afirmar que, para a última, é inferior no ano anterior ao fechamento quando comparadas à amostra setorial.

Na tabela abaixo temos a regressão Logit para o conjunto de variáveis descritas, com o ajuste de White (1980) para heteroscedasticidade:

**Tabela 8 – Fatores determinantes para a decisão de fechamento do capital**

<b>Modelo Logit</b> Variável	Ano anterior ao fechamento (t-1)				Ano do fechamento (t)			
	SET	LIQ	TAM	Todas	SET	LIQ	TAM	Todas
<b>Hipóteses</b>								
PCONT	3.3022*** <i>5.68</i>	2.4779*** <i>4.87</i>	2.6449*** <i>4.82</i>	2.7731*** <i>5.73</i>	4.3539*** <i>6.15</i>	3.2141*** <i>5.63</i>	3.7398*** <i>5.46</i>	3.8053*** <i>6.66</i>
FCFL	-1.3387 <i>-0.87</i>	-0.256 <i>-0.19</i>	-1.3925 <i>-0.97</i>	-0.1871 <i>-0.14</i>	5.5023 <i>1.38</i>	1.7536 <i>0.91</i>	3.5904* <i>1.78</i>	1.097 <i>0.87</i>
ROA	-1.4359 <i>-0.93</i>	-1.4296 <i>-1.20</i>	-0.5313 <i>-0.54</i>	-1.7761 <i>-1.56</i>	-7.5949** <i>-2.04</i>	-2.9535* <i>-1.68</i>	-5.8863** <i>-2.36</i>	-2.2186** <i>-2.21</i>
DIVID	-0.0413 <i>-0.12</i>	0.1196 <i>0.36</i>	-0.2109 <i>-0.53</i>	-0.2243 <i>-0.69</i>	-0.7203** <i>-2.03</i>	-0.4016 <i>-1.61</i>	-0.3145 <i>-0.68</i>	-0.3598 <i>-1.37</i>
LEVER	-0.9671 <i>-1.20</i>	-0.8058 <i>-1.61</i>	-0.125 <i>-0.28</i>	-0.8449* <i>-1.76</i>	-2.5531** <i>-2.35</i>	-0.8062 <i>-1.16</i>	-0.9619* <i>-1.65</i>	-0.3089 <i>-0.90</i>
<b>Controle</b>								
CUST	1.1709 <i>0.52</i>	1.0593 <i>0.82</i>	-0.326 <i>-0.70</i>	-0.2615 <i>-0.35</i>	6.6265 <i>1.44</i>	0.3399 <i>0.48</i>	-0.7361 <i>-1.12</i>	-0.4409 <i>-0.59</i>
MTB	0.0873 <i>1.37</i>	0.0431 <i>1.18</i>	0.1094 <i>1.28</i>	0.107 <i>1.61</i>	0.1746 <i>1.61</i>	0.1603 <i>1.31</i>	0.0261 <i>0.30</i>	0.0552 <i>0.79</i>
TOVER	-0.3506 <i>-1.59</i>		-0.1408 <i>-0.93</i>	-0.2102 <i>-1.19</i>	-0.3176 <i>-1.21</i>		-0.0518 <i>-0.52</i>	0.0098 <i>0.06</i>
ATIVO	-0.2246** <i>-2.15</i>	-0.1288 <i>-1.33</i>		-0.1176 <i>-1.58</i>	-0.1417 <i>-1.15</i>	-0.2078* <i>-1.86</i>		-0.1957** <i>-2.46</i>
Constante	1.5332 <i>1.06</i>	0.342 <i>0.26</i>	-1.4247*** <i>-3.43</i>	-0.8265 <i>-0.81</i>	-0.3539 <i>-0.20</i>	0.7621 <i>0.53</i>	-2.1771*** <i>-4.37</i>	-0.6939 <i>-0.64</i>
<b>Acerto do modelo</b>	<b>68.49%</b>	<b>62.61%</b>	<b>66.39%</b>	<b>76.38%</b>	<b>75.63%</b>	<b>70.17%</b>	<b>72.27%</b>	<b>77.92%</b>

Esta tabela apresenta os resultados que identificam os fatores mais importantes que diferenciam as empresas que fecham o capital e se deslistam. No modelo logit, a variável dependente é igual a 1 para as empresas que se deslistaram e igual a zero para as empresas que se mantiveram abertas. Na primeira linha, temos os coeficientes da regressão para cada amostra e para cada variável, e na segunda linha temos os valores da estatística z. As amostras respectivas incluem 119 empresas que fecharam o capital entre 1999-2013 e 119 empresas que se mantiveram abertas, totalizando 238 empresas para cada amostra, que foram pareadas conforme três diferentes critérios: setorial (SET), por volume financeiro negociado no último ano (LIQ) e por tamanho, de acordo com o total de ativos (TAM), além de uma quarta amostra com a combinação das três amostras anteriores, com eliminação de redundâncias. Nas amostras LIQ excluímos a variável TOVER e na amostra TAM excluímos ATIVO. Os indicadores das demonstrações financeiras no período t são os das últimas DFP publicadas pela empresa, sendo a mesma data-base para a empresa par da amostra de controle, e as de t-1 são do ano imediatamente anterior. As variáveis independentes são: PCONT=participação acionária dos controladores; FCFL=fluxo de caixa das operações em relação aos ativos; ROA=retorno sobre ativos (lucro líquido/ativos); DIVID=dividendos pagos em relação ao lucro líquido; LEVER=alavancagem financeira, que representa a relação entre dívida total e ativos. As variáveis de controle são: CUST=custo estimado para manter empresa listada em relação a vendas; MTB=valor de mercado médio dos últimos 12 meses em relação ao Patrimônio Líquido contábil; TOVER=volume financeiro negociado nos últimos 12 meses em relação ao valor de mercado médio do mesmo período, ajustado pelo *free float*; e ATIVO=ln(Ativos).

\* significante a 10%, \*\* a 5% e \*\*\* a 1%.

Testamos o modelo para endogeneidade, utilizando dois métodos para assecuração do resultado: primeiramente, utilizamos teste de Wald e, subsequentemente, utilizamos o teste em dois passos (*two-stage least squares* - 2SLS) de Newey, ambos no Stata. Esses modelos sugerem novos coeficientes para o modelo com ajuste de endogeneidade, a partir da definição de variáveis instrumentais para analisar a variável suspeita, e nos fornecem o nível de significância desse novo modelo que somente deve ser aceito, ou seja, será melhor que o modelo original, se o nível de significância for inferior ao nível de confiança que desejamos – 0,10 em nosso caso, o que não ocorreu. Os testes foram efetuados sobre a variável FCFL, que é uma das principais do presente estudo, e a endogeneidade não se confirmou.

Importante destacar que esses modelos se aplicam a regressões Probit. Geramos nosso modelo com Probit (Apêndice 3) e verificamos que os resultados são consistentes e, sendo assim, mantivemos nosso modelo Logit original. Outro ponto a destacar é que utilizamos o recurso de aumentar o modelo original com quatro variáveis de controle, de modo que mitigamos o problema de omissão de variáveis que poderia causar endogeneidade (BARROS et al., 2010).

Na Tabela 8 encontramos o mapeamento das regressões efetuadas para cada par de amostras, no ano do fechamento de capital e no ano anterior, e podemos observar que se destacam os problemas de agência, alavancagem financeira e tamanho.

Como mencionamos, as variáveis relacionadas a caixa e problemas de agência ganham destaque nos resultados observados. Para o fluxo de caixa livre, temos uma relação negativa da variável com o evento de deslistagem no ano que antecede o fechamento de capital, sem significância, entretanto. No ano que antecede o fechamento de capital, porém, o sinal se inverte, passando a haver uma relação positiva, ou seja, a deslistagem estaria associada a empresas com maior fluxo de caixa livre, relação esta observada, com significância, para a amostra de empresas de mesmo tamanho. E esse fluxo de caixa livre está baseado nem tanto em melhora do fluxo de caixa operacional, mas sim em redução drástica no volume de investimentos (Capex), que cai para praticamente metade do volume investido no ano do fechamento, como podemos observar na Tabela 7. Outra variável que suporta a conclusão é a de pagamento de dividendos, que não é significativa no ano que antecede o fechamento, mas se torna significativa no ano do fechamento para a amostra setorial, com relação negativa, ou seja, as empresas deslistadas pagam menos dividendos. Encontramos, assim, ainda que próximos da margem de significância, evidências sobre o problema de fluxo de caixa livre de Jensen (1986) no ano do fechamento de capital, o que está em linha com estudos que retratam períodos mais antigos nos mercados nos Estados Unidos (MAUPIN; BIDWELL;

ORTEGREN, 1984; LEHN; PAULSEN, 1989) e no Reino Unido (WEIR; WRIGHT, 2002), relativos à década de 1980, e também a estudo recente em mercado emergente em Hong Kong (DU; HU; YUEN, 2013), que destacam alta concentração acionária e alto nível de fluxo de caixa livre associados ao evento de deslistagem, e na Polônia (JACKOWICZ; KOWALEWSKI, 2006), que encontram maiores níveis relativos de fluxo de caixa livre associados à deslistagem. O mercado de capitais brasileiro ainda é pequeno em relação ao mundo e ainda não apresenta espaço relevante para o tipo de aquisição hostil ou oportunista, então os fechamentos de capital são direcionados, grande parte, por aquisições de empresas locais por multinacionais ou por aquisição de controle por acionista controlador para sanear empresa ou por não ter mais benefícios compatíveis com os custos para se manter a empresa listada. Esse contexto, adicionando-se o fato de que as empresas deslistadas têm, em média, participações de controladores significativamente superiores às listadas, permitem manipulações de resultados (SANTOS, 2010) e retenções de caixa de investimentos e distribuição de dividendos aos acionistas à conveniência do controlador que fará a OPA para aquisição do restante das ações e posterior fechamento de capital, quando encontrará uma empresa com mais recursos para seu controle único.

Entretanto, cabe destacar que a posição média de caixa em relação aos ativos das empresas deslistadas é inferior à das listadas (Tabela 7), o que nos leva a crer que não devem prevalecer empresas saneadas financeiramente e com grande valor, mas sim que o problema de fluxo de caixa livre no último ano da empresa listada está mais direcionado para se reforçar numa reestruturação financeira quando fechada.

Jensen e Meckling (1976) observam que os custos de agência vêm de qualquer situação envolvendo cooperação, e associam a separação entre propriedade e controle como intimamente ligada ao problema de agência. Nesse contexto, entendemos que os problemas de agência relacionados à concentração da participação acionária dos controladores não advêm do problema clássico de interesses de acionistas e gestores, mas sim de acionistas minoritários e controladores/gestores, estes últimos muito integrados. E assim confirmamos que as participações acionárias dos controladores se mostram, destacadamente, como um diferencial das empresas que se deslistam. De fato, se analisarmos as médias de cada grupo, esta conclusão era esperada:

**Tabela 9 – Perfil de Participações Acionárias nas empresas 1999-2013**

Grupo	Participações acionárias (%)							
	Ano anterior ao fechamento (t-1)				Ano do fechamento (t)			
	Controladores	Relevantes (a)	Outros (b)	<i>Free Float</i> = (a) + (b)	Controladores	Relevantes (a)	Outros (b)	<i>Free Float</i> = (a) + (b)
Deslistadas	66.5	15.0	18.5	33.5	71.9	12.1	15.9	28.1
Listadas								
Setorial	45.6	15.8	38.5	54.4	45.2	16.7	38.2	54.8
Liquidez	48.9	19.2	31.9	51.1	49.5	18.4	32.1	50.5
Tamanho	47.8	17.0	35.2	52.2	47.8	16.9	35.3	52.2

A tabela apresenta a composição das participações acionárias nas empresas, separadas entre as dos controladores, as participações relevantes, que são as participações reportadas com o nome do acionista que detém a posição, e outros, que se refere ao bloco de ações admitidas à negociação sem necessidade de identificação de acionistas individuais. O *Free Float* é o percentual das ações do capital das companhias que pode ser negociado, assumindo-se que a parcela dos controladores não faz parte desse grupo.

Fonte: Website da CVM. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

Observamos na tabela que a média de participação dos controladores nas 119 empresas que se deslistaram no período de análise era de 66,5% no ano que antecedia o fechamento e de 71,9% no ano do fechamento, bem acima das participações nas empresas listadas, que se apresenta relativamente uniforme para as três amostras de controle por pareamento, entre 45% e 49% no ano anterior ao fechamento e no ano do fechamento. Calculamos a diferença de médias e chegamos a um erro padrão ajustado na comparação de diferenças de médias de 6,7% para os controladores, com o que podemos afirmar, com 95% de confiança, que as médias das empresas deslistadas é superior às das demais amostras.

Vale notar também a diferença na parcela de *free float* e de outros nos grupos. Se somarmos as participações de controladores e acionistas relevantes para as empresas deslistadas, temos um percentual superior a 80% em média, enquanto que esse percentual varia entre 60%-65% nas empresas das amostras pareadas, indicando que o processo de OPA para aquisição das ações remanescentes no processo de fechamento de capital fica facilitado aos controladores: não precisam adquirir um percentual tão significativo de ações em poder dos minoritários, com menor desembolso de caixa, e também colocam os minoritários numa posição muito desfavorável na negociação dos termos da OPA, na medida em que, se não aderirem à oferta, ficarão com participações ínfimas e somente poderão se desfazer delas no futuro vendendo aos próprios controladores.

Para avaliar se o tamanho da empresa tem relação com essa concentração de participação com os controladores, testamos robustez com abertura por tamanho, segregando a participação dos controladores em empresas grandes, médias e pequenas, encontrando que

todas as amostras se mantêm significativas ao nível de significância de 1%, não alterando conclusões das análises anteriores.

Completando o grupo de variáveis em problemas de agência, notamos resultados significativos para o retorno sobre os ativos (ROA), onde encontramos que, no ano anterior ao fechamento de capital (t-1), há uma relação negativa, mas ainda sem significância, entre ROA e a deslistagem, mas no ano do fechamento de capital a relação significativa é evidente, possivelmente impactada pelos efeitos de manipulação de resultados que antecedem os fechamentos de capital a partir de dois anos antes da data do evento (SANTOS, 2010). Com a redução de investimentos, retenção de caixa e manipulação de resultados, era de se esperar que a queda na rentabilidade se agravasse no ano do fechamento, o que de fato observamos.

Cabe notar que há a possibilidade de que parte dos ganhos com manipulação de resultados seja devolvida aos minoritários, com o atendimento de uma das exigências da Instrução CVM 361, que é o laudo de avaliação para definição do preço das ações na OPA. Analisamos os editais de OPA disponíveis para acesso público no website da CVM<sup>36</sup> de 54 empresas a partir de 2004 e destacamos:

- (i) a maioria dos preços justos sugeridos para as OPAs estão baseados em fluxo de caixa descontados, representando 33 (ou 60%) dos 50 casos em que há uma recomendação do avaliador quanto ao melhor método;
- (ii) comparamos o preço médio negociado das ações nos doze meses anteriores ao anúncio da OPA e concluímos que os preços ofertados são, em média, 25% superiores, ou seja, os minoritários recebem um prêmio que deve ajuda-los a recompor efeitos de manipulação de resultados;
- (iii) observamos que há influência da situação financeira da empresa, liquidez da ação e o percentual do capital a ser adquirido na definição do preço para a OPA. Em casos de empresas com perfis mais complicados, há maior utilização de outros critérios para definição do preço, como: (a) preço médio das ações em determinado período (ex: Manasa, Kuala e Maio Gallo); (b) não especificação de um critério para definição, pois a empresa não tem negociação e se encontra com PL negativo (ex: Douat Têxtil); (c) adoção de critérios mistos, como uma combinação de fluxo de caixa descontado e patrimônio líquido ajustado (ex:

---

<sup>36</sup> Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>.

- Souto Vidigal e Sifco); (d) adoção de valor de transação recente (ex: Polipropileno); ou (e) valor patrimonial contábil (ex: Semp).
- (iv) os casos em que as OPAs foram obrigatórias devido à aquisição de participação relevante (*poison pill*) foram minoria, representando 12 casos (22,6% do total);
  - (v) das 53 ofertas analisadas (em uma não tivemos acesso a dados completos), 17 (32%) foram realizadas por empresas estrangeiras multinacionais;
  - (vi) o percentual médio proposto para aquisição nas OPAs foi de 20%, com IC entre 15%-25%, reforçando nossa constatação de forte concentração com controladores já anteriormente ao evento.

Com relação ao acesso a capital, percebemos que as empresas que se deslistam são menos alavancadas que as listadas, em dois estágios: no ano que antecede o fechamento, observa-se com significância essa tendência apenas contra a amostra total, mas não individualmente nas amostras pareadas. Contudo, no ano do fechamento de capital a relação negativa de alavancagem e a deslistagem é presente nas amostras setorial e por tamanho, com significância, o que é consistente com o que constatamos nos problemas de agência: se no ano do fechamento de capital as empresas investem menos e pagam menos dividendos, terão menores necessidades de captar novas dívidas. Mas essa menor alavancagem pode indicar também que as empresas que se deslistaram tinham acesso mais restrito a novas fontes de financiamento via dívida o que, por sua vez, indica que não teriam espaço para novas captações no mercado de capitais, em novas emissões de ações (*follow on*). Para outro grupo de empresas, que já sejam controladas por grandes grupos estrangeiros, cabe outra conclusão: de que essas empresas já não têm necessidade de obtenção de recursos externos, por isso mostram como indicador antecedente um menor nível de alavancagem e que acaba levando à OPA para o fechamento do capital pelo controlador.

O custo para manter a empresa listada é recorrentemente apontado por especialistas como uma variável importante na decisão de deslistagem. Militão (2012), de certa forma, vai nessa direção quando conclui, em pesquisa junto a profissionais do mercado de capitais, que “excesso de legislação” é um fator apontado como causa de fechamento de capital. De fato, já apontamos na estatística descritiva que o custo médio para as empresas que deixaram a bolsa sinalizava ser mais alto em relação a suas vendas que para as demais empresas das demais amostras de controle, com exceção daquelas que foram pareadas por tamanho, pois esse custo tem um componente fixo relativamente alto. Quando analisamos a regressão, percebemos sinais mistos com relação à variável, com sinal positivo para a variável quando o pareamento

é setorial ou por volume negociado, mas negativo quando pareadas por tamanho e na combinação das amostras. O custo até pode ser um argumento para as empresas deixarem a listagem, mas combinado com outros fatores, já que não encontramos significância de que seja um fator crucial na decisão isoladamente.

Não encontramos resultado significativo na variável que mede a relação entre valor de mercado e valor contábil do Patrimônio Líquido (MTB), com sinal até contrário ao que esperávamos, que era que tivesse relação negativa com a deslistagem. Encontramos aqui algumas explicações possíveis: primeiro que, apesar de se esperar que as ações das empresas deslistadas têm liquidez inferior às que permaneceram listadas, é razoável se supor que os poucos investidores que negociem as ações dessas empresas antecipem possibilidade de fechamento de capital, sendo que esses negociadores podem ser até *insiders* da companhia (não temos informações de negociação por investidor) e aceitem pagar preço superior, mas dentro do que considere razoável com as informações privilegiadas de que dispõe. Outra possibilidade é que o denominador esteja afetado, ou seja, que o Patrimônio Líquido esteja subvalorizado e, assim, a relação esteja maior, o que, mais uma vez, se alinharia com o gerenciamento de resultados do estudo de Santos (2010) e é consistente com os resultados que encontramos para o ROA.

Por fim, encontramos relação negativa mas sem significância para o *turnover*, e uma possível explicação pode ser esse volume de negociação mencionada de *insiders*, mas não podemos afirmá-lo pelos dados disponíveis para este trabalho. De certa forma este resultado surpreende, já que especialistas de mercado costumam associar o fechamento de capital a empresas menos líquidas. Uma explicação possível é que o que se costuma analisar é o volume financeiro absoluto negociado, sem levar em conta do quanto representa em relação à parcela do capital da empresa disponível para negociação (*free float*), que entendemos ser uma medida mais precisa e correta para comparar liquidez em bases equivalentes.

## 5 CONCLUSÃO

A quantidade de empresas listadas no Brasil vem caindo nas últimas duas décadas, alternando um ano de euforia, como foi o de 2007, por exemplo, com outros anos de fluxo negativo, com mais empresas saindo que outras entrando na bolsa. Ao longo de nosso período de análise, iniciamos 1999 com 527 empresas listadas e terminamos 2013 com 363 empresas admitidas à negociação.

E quais são os fatores que descrevem o perfil das empresas que deixam a bolsa? Neste estudo analisamos a amostra de 119 empresas que se deslistaram, comprando-as com quatro amostras de controle, com pareamento segundo diferentes critérios. No ano que antecede o fechamento de capital, que é o momento em que se toma a decisão de se preparar para sair do mercado e fechar o capital, concluímos que as empresas que se deslistam já possuem destacada concentração de participação acionária dos controladores e são menores em tamanho. Além disso, já dão sinais de acesso mais limitado a capital de terceiros, como mostra o nível de alavancagem financeira com sinal negativo em relação ao evento de deslistagem, que pode ser por falta de necessidade ou por restrições de acesso.

No ano do fechamento, os resultados sugerem que os problemas de agência ficam mais evidentes e encontramos suporte para a hipótese de problemas de agência, com alta concentração de participação acionária dos controladores, baixa rentabilidade (ROA) e menor nível de pagamento de dividendos associados ao evento de fechamento de capital. Além disso, observamos o problema de fluxo de caixa livre (*free cash flow problem*) de Jensen (1986) na amostra com pareamento das empresas por tamanho, com maior fluxo de caixa livre associado à deslistagem.

Outro aspecto observado nas empresas que se deslistam, no ano de fechamento de capital, é uma relação negativa ainda mais significativa entre alavancagem financeira e a deslistagem, o que é consistente com menores necessidades de caixa pela redução de desembolsos com investimentos (Capex) e dividendos.

A relação entre valor de mercado e valor de livros do PL (*Market-to-book* - MTB) não se apresenta significativa em qualquer dos anos analisados, ao contrário do que esperávamos. Uma possível explicação é o efeito das manipulações de resultados (SANTOS, 2010), que tornam os lucros da companhia menores e, conseqüentemente, reduzem o denominador. Outro efeito pode advir da própria negociação das ações, especialmente no ano de fechamento, quando o volume negociado não é inferior às empresas que se deslistam, podendo refletir negociações de *insiders*, ajustando o preço um pouco para cima. Importante lembrar aqui,

entretanto, que excluimos os últimos seis meses da empresa listada exatamente para eliminar efeitos de negociação especulativa após o anúncio da OPA, mas parece que já há algum reflexo da expectativa de fechamento antes do anúncio.

Quanto aos custos para se manter listadas, observamos que as empresas que se deslistam apresentam, em média, custos relativos em linha com a média do grupo de empresas das amostras de controle, assim como no ano do fechamento, e concluímos que não têm relação significativa com a deslistagem. Os custos podem ser relevantes para as companhias no momento da decisão de deixar a bolsa se analisados sob a visão da gestão de caixa, por exemplo, ou combinado com a necessidade das empresas manterem aberta ou não a possibilidade de captar no mercado de capitais, mas não como fator isolado de decisão.

Outro fator que surpreendeu foi o *turnover* que, como medida de liquidez da ação, esperávamos que tivesse relação negativa com o evento de fechamento de capital. Entretanto, ainda que tenhamos encontrado, de fato, sinal negativo, não se apresentou como variável significativa para a ocorrência do evento nos dois anos analisados.

Percebemos nos estudos que há muitas empresas que se mantêm listadas mas que têm pouca movimentação financeira e poucas possibilidades de realizar novas captações no mercado de capitais, mantendo-se numa situação de suportar custos fixos de listagem relevantes. Estudos futuros poderiam investigar as razões que levam essas empresas com características similares a empresas deslistadas a se manterem no mercado, além de se focar em maior detalhamento dos custos de manter a empresa listada, fator apontado pelo consenso de especialistas como uma das principais razões para a deslistagem, mas não confirmado como significativo por este estudo.

Outra linha de estudos poderia ser sobre os problemas de agência e de como equacionar o problema do poder de acionistas controladores em reter caixa, problema que diminuiu nos Estados Unidos e no Reino Unido, considerando que o *free cash flow problem* não tem sido detectado em estudos mais recentes nesses mercados.

## REFERÊNCIAS

- ASLAN, H. & KUMAR, P. (2011). Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 46, n. 2, p. 489-526.
- BARROS, L.A.B.C.; CASTRO Jr., F.H.F. ; SILVEIRA, A.D.M. & BERGMANN, D.R. (2010). *A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação*. Working Paper Series, SSRN.
- BHARATH, S.T. & DITTMAR, A.K. (2006, dezembro). To be or not to be (public): Using going private transactions to examine why firms go public. *Working paper, University of Michigan Ross School of Business*.
- \_\_\_\_\_. (2010). Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets? *The Review of Financial Studies*, v. 23, n. 5, p. 1771-1818.
- BOOT, A.W.A.; GOPALAN, R. & THAKOR, A.V. (2008). Market Liquidity, Investor Participation, and Managerial Autonomy: Why Do Firms Go Private? *The Journal of Finance*, v. 63, n. 4, p. 2013-2059.
- DU, J.; HE, Q. & YUEN, S.W. (2012). Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, n. 22, p. 50-68.
- ENGEL, E.; HAYES, R.M. & WANG, X. (2006). The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions. *Journal of Accounting and Economics*, v. 44, p. 116-145.
- GLEASON, K.; PAYNE, B.; & WIGGENHORN, J. (2007). An Empirical Investigation of Going Private Decisions of U.S. Firms. *Journal of Economics and Finance*, v. 31, n. 2, p. 207-218.
- GUJARATI, D. (2011). *Econometrics by Example*. Palgrave Macmillan.
- GROSSMAN, S.J. & HART, O.D. (1980). The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, v. 11, n. 1, p. 42-64.
- HANSEN, J.Ø. & ÖQVIST, F. (2013). Why Do U.S.-Listed Chinese Firms Go Private? *Working Paper Series, SSRN*.
- HSU, P. (2004). A Response to an Increased Regulatory Burden? *Law & Economics Research Paper Series*, n. 04-16, UCLA School of Law.
- JACKOWICZ, K. & KOWALEWSKI, O. (2006). Why do companies go private in Emerging Markets? Evidence from Poland. *Journal for East European Management Studies*, v. 11, n. 4, p. 326-348.

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

\_\_\_\_\_. (1989, setembro-outubro). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, Revised 1997.

JENSEN, M.C. & MECKLING, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360.

KIESCHNICK Jr., R.L. (1998). Free Cash Flow and Stockholder Gains In Going Private Transactions Revisited. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 25, n. 1 e 2, p. 187-202.

LEHN, K. & POULSEN, A. Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions (1989). *The Journal of Finance*, v. 44, n. 3, p. 771-787.

LEUZ, C.; TRIANTIS, A. & WANG, T.Y. (2008). Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations. *Finance Working Paper*, n. 155/2007, University of Maryland, Robert H. Smith School.

MAROSI, A. & MASSOUD, N. (2007). Why Do Firms Go Dark? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 42, n. 2, p. 421-442.

MAUPIN, R.; BIDWELL & C.M.; ORTEGREN, A.K. (1984). An Empirical Investigation of the Characteristics of Publicly-Quoted Corporations Which Change to Closely-Held Ownership Through Management Buyouts. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 11, n. 4.

MEHRAN, H. & PERISTIANI, S. (2010). Financial Visibility and the Decision to Go Private. *The Review of Financial Studies*, v. 23, n. 2, p. 519-546.

MILITÃO, F.G.S.A. (2012). *Fechamento Voluntário de Capital e o Investidor Minoritário na Opinião dos Profissionais de Mercado*. Dissertação de Mestrado Profissional, Fundação Pedro Leopoldo, Minas Gerais, Brasil.

MOHAN, N.J. & CHEN, C.R. (2007). The Impact of the Sarbanes-Oxley Act On Firms Going Private. *Research in Accounting Regulation*, v. 19, p. 119-134.

PAGANO, M.; PANETTA, F., & ZINGALES, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, v. 53, n. 1, p. 27-64.

POUR, E.K.; LASFER, M. (2013, setembro). Why do companies delist voluntarily from the stock market? *Journal of Banking & Finance*, v. 37, p. 4850-4860.

RENNEBOOG, L. & SIMONS, T. (2005, agosto). Public-to-Private Transactions – LBOs, MBOs, MBIs and IBOs *TILEC Discussion Paper*.

RENNEBOOG, L.; SIMONS, T. & WRIGHT, M. (2007). Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation. *Journal of Corporate Finance*, v. 13, p. 591-628.

SANTOS, I.T. (2010). *Gerenciamento de resultados em fechamento de capital*. Dissertação de Mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.

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

WEIR, C.; LAING, D. & WRIGHT, M. (2005a). Incentive effects, monitoring mechanisms and the market for corporate control at going private transactions in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 32, n. 5 e 6, p. 909-943.

\_\_\_\_\_ (2005b). Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private. *Applied Financial Economics*, v. 15, p. 947-961.

WEIR, C. & WRIGHT, M. (2002). Going Private Transactions and Corporate Governance in the UK. *Working paper series, SSRN*.

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

WHITE, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, v. 48, n. 4, p. 817-838.

**APÊNDICE A - RELAÇÃO DE EMPRESAS DA AMOSTRA DE FECHAMENTO  
DE CAPITAL 1999-2013**

#	NOME DE PREGÃO	DENOMINAÇÃO SOCIAL	CÓDIGO	DATA REGISTRO	DATA DE CANCELAMENTO
1	AGIP DISTRIB	AGIP DISTRIBUIDORA S.A.	SPPE	19/08/71	19/01/00
2	AGRALE	AGRALE S.A.	AGRA	25/11/85	29/06/00
3	ALBARUS	DANA-ALBARUS S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	ALBA	09/01/69	09/08/05
4	AM INOX BR	ARCELORMITTAL INOX BRASIL S.A.	ACES	09/01/69	29/04/08
5	AMADEO ROSSI	AMADEO ROSSI S.A. METALÚRGICA E MUNIÇÕES	ROSI	09/01/69	18/09/02
6	AMELCO	AMELCO S.A. INDÚSTRIA ELETRÔNICA	AMLC	23/05/86	22/07/03
7	AMIL	AMIL PARTICIPACOES S.A.	AMIL	24/10/07	13/05/13
8	AMPLA INVEST	AMPLA INVESTIMENTOS E SERVIÇOS S.A.	AMPI	27/07/06	29/05/12
9	ARCELOR BR	ARCELOR BRASIL S.A.	ARCE	09/01/69	20/06/07
10	ARNO	ARNO S.A.	ARNO	03/12/46	18/05/00
11	ARTEB	INDUSTRIAS ARTEB S.A.	ATBS	28/11/1996	28/01/10
12	BAHEMA EQUIP	BAHEMA EQUIPAMENTOS S.A.	BHEQ	10/02/99	14/11/03
13	BAN ARMAZENS	CIA BANDEIRANTES DE ARMAZENS GERAIS	CBAG	09/01/69	24/05/11
14	BENZENEX	BENZENEX S.A. ADUBOS E INSETICIDAS	BZNX	12/08/71	08/04/99
15	BIOBRAS	BIOBRÁS S.A.	BIOB	27/11/80	29/11/02
16	BOMPREGO	BOMPREGO S.A. SUPERMERCADOS DO NORDESTE	BPCO	04/11/96	13/02/02
17	BORLEM	BORLEM S.A. EMPREENDIMENTOS INDÚSTRIAS	BLME	06/05/65	12/03/99
18	BRAMPAC	BRAMPAC S.A.	ITPS	23/09/71	27/09/00
19	BRASILIT	BRASILIT S.A.	LITS	23/04/47	04/06/01
20	BUNGE BRASIL	BUNGE BRASIL S.A.	MSAN	22/08/44	18/10/04
21	CACH DOURADA	CENTRAIS ELÉTRICAS DE CACHOEIRA DOURADA S.A.	CDOU	10/07/97	19/09/01
22	CARGILL FERT	CARGILL FERTILIZANTES S.A.	SOLO	23/04/70	22/08/03
23	CASA J SILVA	CASA JOSÉ SILVA CONFECÇÕES S.A.	CJSC	05/06/71	07/01/99
24	CATA	CIA AMAZÔNIA TÊXTIL DE ANIAGEM CATA	CTAN	15/12/75	23/04/01
25	CBC CARTUCHO	CIA BRASILEIRA DE CARTUCHOS	CCTU	15/06/1988	19/11/07
26	CC DES IMOB	CAMARGO CORREA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.	CCIM	29/01/07	25/10/12
27	CETENCO	CETENCO ENGENHARIA S.A.	CTEN	10/01/73	26/11/02
28	CETERP	CETERP-CENTRAIS TELE. DE RIBEIRÃO PRETO	CETE	30/01/96	20/11/00
29	CIM ITAU	CIA CIMENTO PORTLAND ITAÚ	ICPI	11/07/39	31/05/04
30	CIMAF	CIA INDL. E MERCL.ART. DE FERRO CIMAF	MAFE	21/12/49	15/09/99
31	COFAP	COFAP CIA FABRICADORA DE PEÇAS	FAPC	30/01/74	30/04/02
32	COLDEX	COLDEX FRIGOR S.A.	CLDX	11/10/85	20/11/01
33	CONFAB	CONFAB INDUSTRIAL S.A.	CNFB	24/09/1980	17/05/12
34	CONTINENTAL	BS CONTINENTAL S.A. UTILIDADES DOMÉSTICAS	CTLU	24/08/88	31/03/99
35	COPEL	COPEL - CIA PETROQUIMICA DO SUL	CPSL	11/11/92	18/10/07
36	COSIPA	CIA SIDERÚRGICA PAULISTA - COSIPA	CSPC	14/06/99	14/04/05
37	CREMER	CREMER S.A.	CREM	03/01/72	17/05/04
38	D F VASCONC	DF VASCONCELLOS S.A. ÓPTICA E MECÂNICA DE ALTA PRECISÃO	DFVA	13/09/1956	24/04/07
39	DATAMEC	DATAMEC S.A. SIST. PROCES. DADOS	DATA	09/01/69	25/04/00
40	DIXIE TOGA	DIXIE TOGA S.A.	DXTG	30/06/1995	22/07/11
41	DOUAT TEXTIL	DOUAT CIA TÊXTIL	ARPS	20/05/81	30/08/04
42	DUREX	DUREX INDUSTRIAL S.A.	AUTO	17/10/74	28/01/00
43	ECISA	ECISA ENGENHARIA COMÉRCIO E INDÚSTRIA S.A.	ECIS	20/05/70	15/04/05
44	ELDORADO	CIA ELDORADO DE HOTÉIS	ASSM	13/12/1972	24/07/07
45	ELECTROLUX	ELECTROLUX DO BRASIL S.A.	REPA	03/01/72	04/08/04
46	ELEVAD ATLAS	ELEVADORES ATLAS SCHINDLER S.A.	ELAT	11/06/96	07/10/03
47	ERICSSON	ERICSSON TELECOMUNICAÇÕES S.A.	ERIC	05/11/70	12/04/01
48	FERRO LIGAS	CIA PAULISTA DE FERRO LIGAS	CPFL	08/05/73	16/01/03
49	FERTIBRAS	FERTIBRAS S.A.	FBRA	20/01/1981	12/01/07
50	FIBRASIL	FIBRASIL TÊXTIL S.A.	HGNN	28/05/87	17/09/01

(continua)

(continuação)

#	NOME DE PREGÃO	DENOMINAÇÃO SOCIAL	CÓDIGO	DATA REGISTRO	DATA DE CANCELAMENTO
51	FLUM REFRIG	CIA FLUMINENSE DE REFRIGERANTES	CFLU	27/07/1972	10/01/06
52	FRANGOSUL	FRANGOSUL S.A. AGRO AVÍCOLA INDUSTRIAL	FGOS	21/08/84	28/12/99
53	GEODEX	GEODEX COMMUNICATIONS S.A.	AMRI	09/12/98	06/05/08
54	GERAL CONCR	GERAL DE CONCRETO S.A.	EMXS	21/10/71	16/01/03
55	GIANNINI	GIANNINI S.A.	GIAN	25/07/86	20/09/99
56	GRANOLEO	GRANÓLEO S.A. COMERCIO E INDÚSTRIA DE SEMENTES OLEAGINOSAS E DERIVADOS	GRNL	22/07/1983	11/03/08
57	GVT HOLDING	GVT HOLDING S.A.	GVTT	09/06/06	11/05/10
58	INBRAC	INBRAC S.A. CONDUTORES ELÉTRICOS	IBRC	13/06/86	08/03/02
59	INVICTA	SOBRAL INVICTA S.A.	IVCT	21/06/89	04/06/01
60	KUALA	KUALA S.A.	ARTE	04/03/64	05/07/06
61	LECO	CIA LECO DE PRODUTOS ALIMENTICIOS	LECO	13/06/1986	26/02/09
62	LIASA	LIGÁS DE ALUMÍNIO S.A. LIASA	LIAS	02/10/86	17/07/03
63	LINH CIRCULO	CIRCULO S.A.	ILLS	26/07/84	31/05/04
64	LOBRAS	LOJAS BRASILEIRAS S.A.	LOBR	22/12/71	06/08/99
65	M ROSCOE	M ROSCOE S.A. ENG. IND. E COMÉRCIO	MROE	01/06/83	22/02/02
66	MAHLE COFAP	MAHLE COFAP ANÉIS S.A.	MLCF	12/01/00	16/01/03
67	MAIO GALLO	DE MAIO, GALLO S.A. IND. COM. PEÇAS DE AUTOMÓVEIS	GALO	18/07/73	28/06/04
68	MANASA	MANASA MADEIREIRA NACIONAL S.A.	MNSA	11/10/72	30/03/06
69	MANNESMANN	VALLOUREC & MANNESMANN TUBES-V&M BR S.A.	MANM	10/10/63	09/10/00
70	MARISOL	MARISOL S.A.	MRSL	25/03/80	03/07/12
71	MARTREX	MARTREX S.A.	EPED	13/10/86	29/01/01
72	MATEC	MATEL TECNOL. TELEINFORMÁTICA S.A. - MATEC	MATC	29/04/87	05/11/99
73	MELPAPER	MELPAPER S.A.	MLPA	28/07/1994	17/02/10
74	METALAC	METALAC S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	MTCS	31/07/73	04/02/99
75	MICHELETTO	INDÚSTRIAS MICHELETTO S.A.	LETO	07/01/72	27/06/08
76	MOTO PECAS	MOTO PEÇAS TRANSMISSÕES S.A.	MTPS	04/12/86	17/10/00
77	NORB ODEBREC	CONST. NORBERTO ODEBRECHT S.A.	DBRE	24/06/81	30/04/02
78	ODEBRECHT	ODEBRECHT S.A.	ODBE	15/06/82	25/10/00
79	ORION	ORION S.A.	ORIO	03/11/80	13/09/00
80	PANEX	PANEX S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	PNXS	29/04/96	15/06/99
81	PARAIBUNA	CIA PARAÍBUNA DE METAIS	PRBN	14/12/84	13/12/02
82	PARANA EQUIP	PARANÁ EQUIPAMENTOS S.A.	PREQ	06/10/71	25/10/00
83	PAUL ENERGIA	CIA PAULISTA DE ENERGIA ELÉTRICA	CPEE	20/01/72	20/03/01
84	PETROFLEX	PETROFLEX INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	PEFX	08/05/92	04/11/08
85	PETROQ UNIAO	PETROQUIMICA UNIÃO S.A.	PQUN	28/07/1994	26/12/08
86	PIRELLI	PIRELLI CABOS S.A.	PIRE	30/10/46	14/12/00
87	PIRELLI PNEU	PIRELLI PNEUS S.A.	PIPN	14/09/88	14/12/00
88	POLAR	IND.BEBIDAS ANTARCTICA POLAR S.A.	POLA	03/01/72	04/06/01
89	POLIPROPILEN	POLIPROPILENO S.A.	POPR	17/04/1984	21/12/05
90	PRONOR	PRONOR PETROQUIMICA S.A.	PNOR	12/05/89	17/05/11
91	RASIP AGRO	RASIP AGRO PASTORIL S.A.	RSIP	27/05/99	18/07/13
92	REALCAFE	REALCAFÉ SOLÚVEL DO BRASIL S.A.	RECF	28/04/72	20/04/00
93	REDECARD	REDECARD S.A.	RDCD	11/07/07	19/10/12
94	REN HERMANN	RENNER HERRMANN S.A.	RHER	15/05/71	15/08/02
95	REXAM BCSA	REXAM BEVERAGE CAN SOUTH AMÉRICA S.A.	LATS	14/05/97	24/05/04
96	RIMET	RIMET EMPREENDIMENTOS INDUSTRIAIS E COMERCIAIS S.A.	REEM	12/06/86	31/10/12
97	SADOKIN	SADOKIN S.A. ELÉTRICA E ELETRÔNICA	SDOK	23/09/73	13/01/99
98	SAMITRI	S.A. MINERAÇÃO DA TRINDADE SAMITRI	SAMI	03/01/72	17/10/00
99	SANTISTA PAP	CIA SANTISTA DE PAPEL	CSPP	30/05/62	27/03/01
100	SANTISTEXTIL	SANTISTA TÊXTIL S.A.	ASTA	28/07/1994	04/12/07

(continua)

(conclusão)

#	NOME DE PREGÃO	DENOMINAÇÃO SOCIAL	CÓDIGO	DATA REGISTRO	DATA DE CANCELAMENTO
101	SEARA ALM	SEARA ALIMENTOS S.A.	SALM	11/03/99	13/04/05
102	SEB	PEARSON SISTEMAS DO BRASIL S.A.	SEBB	17/10/2007	21/03/11
103	SEMP	SEMP TOSHIBA S.A.	SEMP	02/09/71	14/11/08
104	SGOBAINCANAL	SAINT-GOBAIN CANALIZAÇÃO S.A.	BARB	02/01/71	04/06/01
105	SGOBAINVIDRO	SAINT-GOBAIN VIDROS S.A.	VSMA	03/07/46	04/06/01
106	SIBRA	SIBRA ELETROSIDERÚRGICA BRASILEIRA S.A.	SIBR	15/12/88	02/04/02
107	SIFCO	SIFCO S.A.	SIFC	16/07/70	17/03/04
108	SOUTO VIDIG	SOUTO VIDIGAL S.A.	PVLT	13/11/69	17/03/04
109	STA CECILIA	CIA INDUSTRIAL E AGRÍCOLA STA. CECÍLIA	CECI	21/07/81	03/12/01
110	TECHNOS REL	TECHNOS RELÓGIOS S.A.	TCHN	04/12/72	26/04/05
111	TELE NORT CL	TELE NORTE CELULAR PARTICIPACOES S.A.	TNCP	11/09/98	11/01/13
112	TROMBINI	TROMBINI S.A. ADM. E PARTICIPAÇÃO	TRMB	21/07/86	14/12/99
113	UOL	UNIVERSO ONLINE S.A.	UOLL	14/12/2005	19/01/12
114	VALEFERT	VALE FERTILIZANTES S.A.	FFTL	11/08/92	26/12/11
115	VARGA FREIOS	FREIOS VARGA S.A.	VGAF	23/11/84	09/06/99
116	VICUNHA TEXT	VICUNHA TEXTIL S.A.	VINE	20/10/86	12/12/13
117	VIGOR	S.A. FÁBRICA DE PRODUTOS ALIMENTICIOS VIGOR	VGOR	27/08/1984	26/02/09
118	WHIT MARTINS	S.A. WHITE MARTINS	WHMT	09/01/61	29/05/00
119	YARA BRASIL	YARA BRASIL FERTILIZANTES S.A.	ILMD	15/09/1981	21/11/11

Fonte: BM&FBOVESPA. Nota: Dados trabalhados pelo autor.

**APÊNDICE B – RELAÇÃO COMPLETA DE EMPRESAS LISTADAS  
E DESLISTADAS 1999-2013 (POR NOME DE PREGÃO)**

	Listadas	Deslistadas																																																																																	
1 9 9 9	<table border="1"> <tr><td>BAHEMA EQUIP</td></tr> <tr><td>BLUE TREE</td></tr> <tr><td>CELPA</td></tr> <tr><td>COSERN</td></tr> <tr><td>CRT</td></tr> <tr><td>CRT CELULAR</td></tr> <tr><td>GER PARANAP</td></tr> <tr><td>GER TIETE</td></tr> <tr><td>GERAL CONCR</td></tr> <tr><td>INEPAR-FEM</td></tr> <tr><td>METODO ENG</td></tr> <tr><td>RASIP AGRO</td></tr> <tr><td>SAO CARLOS</td></tr> <tr><td>SEARA ALM</td></tr> <tr><td>TRAN PAULIST</td></tr> <tr><td>ULTRAPAR</td></tr> </table>	BAHEMA EQUIP	BLUE TREE	CELPA	COSERN	CRT	CRT CELULAR	GER PARANAP	GER TIETE	GERAL CONCR	INEPAR-FEM	METODO ENG	RASIP AGRO	SAO CARLOS	SEARA ALM	TRAN PAULIST	ULTRAPAR	<table border="1"> <tr><td>ANTARC PIAUI</td><td>BOSFORO</td><td>DONA ISABEL</td><td>ITINGA</td><td>SADOKIN</td></tr> <tr><td>ANTARCTIC MG</td><td>CASA J SILVA</td><td>ELEVAD SUR</td><td>JARI</td><td>SANTANDERNOR</td></tr> <tr><td>ANTARCTIC PB</td><td>CBV IND MEC</td><td>ENGEMIX</td><td>JUNGFRAU</td><td>SATMA</td></tr> <tr><td>ANTARCTIC RN</td><td>CEVAL PART</td><td>F SUL ATLANT</td><td>KALIL SEHBE</td><td>SEHBE PART</td></tr> <tr><td>ANTARCTICA</td><td>CIBRAN</td><td>FORPART</td><td>LANIF SEHBE</td><td>SFSPV EMPR</td></tr> <tr><td>ARBRA</td><td>CIMAF</td><td>FRANGOSUL</td><td>LATINOAMERIC</td><td>TEL B CAMPO</td></tr> <tr><td>AUSTRAL</td><td>CONOVER</td><td>GIANNINI</td><td>LOBRAS</td><td>TELEBRASI CL</td></tr> <tr><td>BCR BANCO</td><td>CONST BETER</td><td>GRAPIA</td><td>MADEF</td><td>TELESP PART</td></tr> <tr><td>BENZENEX</td><td>CONTINENTAL</td><td>HERING TEXT</td><td>MATEC</td><td>TRANSUL</td></tr> <tr><td>BETA</td><td>COSIPA</td><td>I V I</td><td>METALAC</td><td>TROMBINI</td></tr> <tr><td>BOAVISTA</td><td>CREFISUL</td><td>IDEROL</td><td>MODDATA</td><td>TUPIANA</td></tr> <tr><td>BORGHOFF</td><td>CZARINA</td><td>IMPERIO</td><td>PANEX</td><td>VARGA FREIOS</td></tr> <tr><td>BORLEM</td><td>DESENBANCO</td><td>INVESTEC</td><td>QUIMIC GERAL</td><td>WETZEL FUND</td></tr> </table>	ANTARC PIAUI	BOSFORO	DONA ISABEL	ITINGA	SADOKIN	ANTARCTIC MG	CASA J SILVA	ELEVAD SUR	JARI	SANTANDERNOR	ANTARCTIC PB	CBV IND MEC	ENGEMIX	JUNGFRAU	SATMA	ANTARCTIC RN	CEVAL PART	F SUL ATLANT	KALIL SEHBE	SEHBE PART	ANTARCTICA	CIBRAN	FORPART	LANIF SEHBE	SFSPV EMPR	ARBRA	CIMAF	FRANGOSUL	LATINOAMERIC	TEL B CAMPO	AUSTRAL	CONOVER	GIANNINI	LOBRAS	TELEBRASI CL	BCR BANCO	CONST BETER	GRAPIA	MADEF	TELESP PART	BENZENEX	CONTINENTAL	HERING TEXT	MATEC	TRANSUL	BETA	COSIPA	I V I	METALAC	TROMBINI	BOAVISTA	CREFISUL	IDEROL	MODDATA	TUPIANA	BORGHOFF	CZARINA	IMPERIO	PANEX	VARGA FREIOS	BORLEM	DESENBANCO	INVESTEC	QUIMIC GERAL	WETZEL FUND
BAHEMA EQUIP																																																																																			
BLUE TREE																																																																																			
CELPA																																																																																			
COSERN																																																																																			
CRT																																																																																			
CRT CELULAR																																																																																			
GER PARANAP																																																																																			
GER TIETE																																																																																			
GERAL CONCR																																																																																			
INEPAR-FEM																																																																																			
METODO ENG																																																																																			
RASIP AGRO																																																																																			
SAO CARLOS																																																																																			
SEARA ALM																																																																																			
TRAN PAULIST																																																																																			
ULTRAPAR																																																																																			
ANTARC PIAUI	BOSFORO	DONA ISABEL	ITINGA	SADOKIN																																																																															
ANTARCTIC MG	CASA J SILVA	ELEVAD SUR	JARI	SANTANDERNOR																																																																															
ANTARCTIC PB	CBV IND MEC	ENGEMIX	JUNGFRAU	SATMA																																																																															
ANTARCTIC RN	CEVAL PART	F SUL ATLANT	KALIL SEHBE	SEHBE PART																																																																															
ANTARCTICA	CIBRAN	FORPART	LANIF SEHBE	SFSPV EMPR																																																																															
ARBRA	CIMAF	FRANGOSUL	LATINOAMERIC	TEL B CAMPO																																																																															
AUSTRAL	CONOVER	GIANNINI	LOBRAS	TELEBRASI CL																																																																															
BCR BANCO	CONST BETER	GRAPIA	MADEF	TELESP PART																																																																															
BENZENEX	CONTINENTAL	HERING TEXT	MATEC	TRANSUL																																																																															
BETA	COSIPA	I V I	METALAC	TROMBINI																																																																															
BOAVISTA	CREFISUL	IDEROL	MODDATA	TUPIANA																																																																															
BORGHOFF	CZARINA	IMPERIO	PANEX	VARGA FREIOS																																																																															
BORLEM	DESENBANCO	INVESTEC	QUIMIC GERAL	WETZEL FUND																																																																															
	16	65																																																																																	
2 0 0 0	<table border="1"> <tr><td>521 PARTICIP</td></tr> <tr><td>A P PART</td></tr> <tr><td>BOBS</td></tr> <tr><td>BRADESPAR</td></tr> <tr><td>CEG</td></tr> <tr><td>COSIPA</td></tr> <tr><td>EST PIAUI</td></tr> <tr><td>EXPRINTER</td></tr> <tr><td>FLUM REFRIG</td></tr> <tr><td>GPC PART</td></tr> <tr><td>IDEIASNET</td></tr> <tr><td>IND CATAGUAS</td></tr> <tr><td>KUALA</td></tr> <tr><td>LIVR GLOBO</td></tr> <tr><td>MAHLE COFAP</td></tr> <tr><td>ODERICH</td></tr> <tr><td>PAR AL BAHIA</td></tr> <tr><td>RAIL SUL</td></tr> <tr><td>SAUIPE</td></tr> <tr><td>SCHRADER</td></tr> <tr><td>SULACAP</td></tr> <tr><td>TELEFONICA</td></tr> <tr><td>VARIG SERV</td></tr> <tr><td>VARIG TRANSP</td></tr> </table>	521 PARTICIP	A P PART	BOBS	BRADESPAR	CEG	COSIPA	EST PIAUI	EXPRINTER	FLUM REFRIG	GPC PART	IDEIASNET	IND CATAGUAS	KUALA	LIVR GLOBO	MAHLE COFAP	ODERICH	PAR AL BAHIA	RAIL SUL	SAUIPE	SCHRADER	SULACAP	TELEFONICA	VARIG SERV	VARIG TRANSP	<table border="1"> <tr><td>AGIP DISTRIB</td><td>BRAMPAC</td><td>HSBC SEG BR</td><td>ODEBRECHT</td><td>SANTISTA ALM</td></tr> <tr><td>AGRALE</td><td>CASA ANGLO</td><td>ITAUNENSE</td><td>ORION</td><td>SCHRADER</td></tr> <tr><td>ALPHA</td><td>CETERP</td><td>LOJAS ARAPUA</td><td>PARA DEMINAS</td><td>TELEBAHIA CL</td></tr> <tr><td>AMER LEASING</td><td>COEST CONST</td><td>LORENZ</td><td>PARANA EQUIP</td><td>TELEBRASILIA</td></tr> <tr><td>AMERICA SUL</td><td>DATAMEC</td><td>MANNESMANN</td><td>PIRELLI</td><td>TELERJ CL</td></tr> <tr><td>ARNO</td><td>DUREX</td><td>MESBLA</td><td>PIRELLI PNEU</td><td>TELESP CL</td></tr> <tr><td>ARTEX</td><td>FATOR IMOBIL</td><td>MONTREAL</td><td>REAL</td><td>WHIT MARTINS</td></tr> <tr><td>BANEB</td><td>FERT SERRANA</td><td>MOTO PECAS</td><td>REALCAFE</td><td></td></tr> <tr><td>BRAHMA</td><td>FICAP</td><td>NOVA AMERICA</td><td>SAMITRI</td><td></td></tr> </table>	AGIP DISTRIB	BRAMPAC	HSBC SEG BR	ODEBRECHT	SANTISTA ALM	AGRALE	CASA ANGLO	ITAUNENSE	ORION	SCHRADER	ALPHA	CETERP	LOJAS ARAPUA	PARA DEMINAS	TELEBAHIA CL	AMER LEASING	COEST CONST	LORENZ	PARANA EQUIP	TELEBRASILIA	AMERICA SUL	DATAMEC	MANNESMANN	PIRELLI	TELERJ CL	ARNO	DUREX	MESBLA	PIRELLI PNEU	TELESP CL	ARTEX	FATOR IMOBIL	MONTREAL	REAL	WHIT MARTINS	BANEB	FERT SERRANA	MOTO PECAS	REALCAFE		BRAHMA	FICAP	NOVA AMERICA	SAMITRI													
521 PARTICIP																																																																																			
A P PART																																																																																			
BOBS																																																																																			
BRADESPAR																																																																																			
CEG																																																																																			
COSIPA																																																																																			
EST PIAUI																																																																																			
EXPRINTER																																																																																			
FLUM REFRIG																																																																																			
GPC PART																																																																																			
IDEIASNET																																																																																			
IND CATAGUAS																																																																																			
KUALA																																																																																			
LIVR GLOBO																																																																																			
MAHLE COFAP																																																																																			
ODERICH																																																																																			
PAR AL BAHIA																																																																																			
RAIL SUL																																																																																			
SAUIPE																																																																																			
SCHRADER																																																																																			
SULACAP																																																																																			
TELEFONICA																																																																																			
VARIG SERV																																																																																			
VARIG TRANSP																																																																																			
AGIP DISTRIB	BRAMPAC	HSBC SEG BR	ODEBRECHT	SANTISTA ALM																																																																															
AGRALE	CASA ANGLO	ITAUNENSE	ORION	SCHRADER																																																																															
ALPHA	CETERP	LOJAS ARAPUA	PARA DEMINAS	TELEBAHIA CL																																																																															
AMER LEASING	COEST CONST	LORENZ	PARANA EQUIP	TELEBRASILIA																																																																															
AMERICA SUL	DATAMEC	MANNESMANN	PIRELLI	TELERJ CL																																																																															
ARNO	DUREX	MESBLA	PIRELLI PNEU	TELESP CL																																																																															
ARTEX	FATOR IMOBIL	MONTREAL	REAL	WHIT MARTINS																																																																															
BANEB	FERT SERRANA	MOTO PECAS	REALCAFE																																																																																
BRAHMA	FICAP	NOVA AMERICA	SAMITRI																																																																																
	24	43																																																																																	
2 0 0 1	<table border="1"> <tr><td>CPFL GERACAO</td></tr> <tr><td>MEHIR HOLD</td></tr> <tr><td>PEVE FINASA</td></tr> <tr><td>TEF DATA BRA</td></tr> </table>	CPFL GERACAO	MEHIR HOLD	PEVE FINASA	TEF DATA BRA	<table border="1"> <tr><td>ABC SUPERMER</td><td>CATA</td><td>ERICSSON</td><td>MARTREX</td><td>SGOBAINVIDRO</td></tr> <tr><td>ALIAM PART</td><td>CNV CIA VEST</td><td>FERTIZA</td><td>PAUL ENERGIA</td><td>STA CECILIA</td></tr> <tr><td>ANTARCT NORD</td><td>COLDEX</td><td>FIBRASIL</td><td>PEIXE</td><td>TAM</td></tr> <tr><td>BANDEIRANTES</td><td>COPAS</td><td>GUARANIANA</td><td>PIRAJU PART</td><td>TEGENER PART</td></tr> <tr><td>BARCLAYS GAL</td><td>CRT</td><td>INEPAR-FEM</td><td>POLAR</td><td>TELEBAHIA</td></tr> <tr><td>BRASILIT</td><td>ENERTEL</td><td>INVICTA</td><td>SANTISTA PAP</td><td>TELEMIG</td></tr> <tr><td>CACH DOURADA</td><td>EPTE</td><td>IRIRI</td><td>SGOBAINCANAL</td><td>TRILUX</td></tr> </table>	ABC SUPERMER	CATA	ERICSSON	MARTREX	SGOBAINVIDRO	ALIAM PART	CNV CIA VEST	FERTIZA	PAUL ENERGIA	STA CECILIA	ANTARCT NORD	COLDEX	FIBRASIL	PEIXE	TAM	BANDEIRANTES	COPAS	GUARANIANA	PIRAJU PART	TEGENER PART	BARCLAYS GAL	CRT	INEPAR-FEM	POLAR	TELEBAHIA	BRASILIT	ENERTEL	INVICTA	SANTISTA PAP	TELEMIG	CACH DOURADA	EPTE	IRIRI	SGOBAINCANAL	TRILUX																																										
CPFL GERACAO																																																																																			
MEHIR HOLD																																																																																			
PEVE FINASA																																																																																			
TEF DATA BRA																																																																																			
ABC SUPERMER	CATA	ERICSSON	MARTREX	SGOBAINVIDRO																																																																															
ALIAM PART	CNV CIA VEST	FERTIZA	PAUL ENERGIA	STA CECILIA																																																																															
ANTARCT NORD	COLDEX	FIBRASIL	PEIXE	TAM																																																																															
BANDEIRANTES	COPAS	GUARANIANA	PIRAJU PART	TEGENER PART																																																																															
BARCLAYS GAL	CRT	INEPAR-FEM	POLAR	TELEBAHIA																																																																															
BRASILIT	ENERTEL	INVICTA	SANTISTA PAP	TELEMIG																																																																															
CACH DOURADA	EPTE	IRIRI	SGOBAINCANAL	TRILUX																																																																															
	4	35																																																																																	

(continua)

(continuação)

Listadas		Deslistadas								
2 0 0 2	AES ELPA BEG BIOMM CCR RODOVIAS CPFL PIRATIN DTCOM-DIRECT PROMOAUTO SANEPAR SUZANO PETR TAM S/A	ACTORI PART ALBAE PART AMADEO ROSSI BANDEIR INV BIOBRAS BOBS BOMPRECO BRASPEROLA	BUNGE ALIM BUNGE FERT CETENCO COFAP ELEBRA EST GOIAS HOPI HARI INBRAC	KLAB RIOCELL M ROSCOE MAKRO MASTER NORB ODEBREC NOVOSINOS OXITENO PARAIBUNA	PATI ALFERES PILCOMAYO PLAYCENTER POLONIA PART REAL CONS PA REAL HLD PAR REALPAR REN HERMANN	SANO SHARP SIBRA SOLA TAM CIA INV TEBA VEGA ENG	39			
	10									
	2 0 0 3	SOLAE	AMELCO AUTEL BAHEMA EQUIP BANCO BEA BANDEPE BANESTADO BEG	BEMGE BILBAO VIZC CARGILL FERT CIQUINE PETR COINVEST EDN ELEVAD ATLAS	FERRO LIGAS GAZETA MERC GERAL CONCR HUSKY LAMSA LIASA MAHLE COFAP	MERC S PAULO NITROCARBONO PETROBRAS BR PEVE FINASA PEVE PREDIOS POCONE PART PROMOAUTO	SOLAE SPSCS INDL TRANSBRASIL	31		
		1								
		2 0 0 4	CPFL ENERGIA DASA GOL GRENDENE NATURA PORTO SEGURO	A P PART BAHIA SUL BUNGE BRASIL CIM ITAU	CREMER DOUAT TEXTIL ELECTROLUX JARAGUA FABR	LABO LINH CIRCULO MAIO GALLO REXAM BCSA	SIFCO SOUTO VIDIG TELE NORD CL TRIKEM	ZIVI	17	
			6							
			2 0 0 5	CONTAX COSAN LOCALIZA NOSSA CAIXA OHL BRASIL RENAR SUBMARINO UOL	AGF BRASIL ALBARUS BERGAMO C M A PART CHAPECO	COSIPA CPFL GERACAO ECISA ENERSUL ESCELSA	FER DEMELLOT GTD PART IVEN MCOM WIRELES METODO ENG	POLIPR PART POLIPROPILEN SEARA ALM SHOPTIME SID TUBARAO	SULACAP TECHNOS REL TIM SUL	23
				8						

(continua)

(continuação)

## Listadas

## Deslistadas

2  
0  
0  
6

ABNOTE	COPASA	M.DIASBRANCO
ABYARA	CSU CARDSYST	MEDIAL SAUDE
AFLUENTE	DATASUL	MMX MINER
AMPLA INVEST	DUFYBRAS	ODONTOPREV
BRASCAN RES	ECODIESEL	POSITIVO INF
BRASILAGRO	EQUATORIAL	PROFARMA
CENT AMAPA	GP INVEST	SANTOS BRAS
CENT CORUMBA	KLABINSEGALL	TERNA PART
CENT MIN-RIO	LOPES BRASIL	TOTVS
COMPANY	LUPATECH	VIVAX

BOMPREGO BAH	FLUM REFRIG	SOLE COMEX
BR FERROVIAS	KUALA	SPEL EMPREEN
CAEMI	MANASA	TEF DATA BRA
CPFL PIRATIN	PAUL F LUZ	TELE CTR OES
CRT CELULAR	PETROQUISA	TELE LEST CL
DIJON	POLIALDEN	TELE SUDESTE
EMBRACO	RAIL SUL	TELET
EST CEARA	RIPASA	

23

30

2  
0  
0  
7

ABC BRASIL	EZTEC	PARANA
AGRA INCORP	FER HERINGER	PATAGONIA
AGRENCO	GENERALSHOPP	PDG REALT
AM INOX BR	GUARANI	PINE
AMIL	GVT HOLDING	PROVIDENCIA
B2W VAREJO	HELBOR	REDECARD
BEMATECH	IGUATEMI	RODOBENSIMOB
BICBANCO	INDUSVAL	SANTANDER BR
BMF	INPAR S/A	SAO MARTINHO
BOVESPA HLD	INVEST TUR	SATPEL
BR BROKERS	JBS	SAVIRG
BR MALLS PAR	JHSF PART	SEB
BR PROPERT	KROTON	SLC AGRICOLA
BRAZILIAN FR	LAEP	SOFISA
CC DES IMOB	LOG-IN	SPRINGS
COSAN LTD	MARFRIG	SUL AMERICA
CR2	MARISA	TARPON
CREMER	METALFRIO	TECNISA
CRUZEIRO SUL	MINERVA	TEGMA
CYRE COM-CCP	MPX ENERGIA	TEMPO PART
DAYCOVAL	MRV	TENDA
ENERGISA	MULTIPLAN	TRISUL
ESTACIO PART	OGX PETROLEO	TRIUNFO PART
EVEN	PANAMERICANO	WILSON SONS

521 PARTICIP	CENT CORUMBA	POLITENO
ACESITA	COPEL	SANTISTEXTIL
ARCELOR BR	D F VASCONC	SUBMARINO
BANESPA	ELDORADO	SUDAMERIS
BANEX S/A	F CATAGUAZES	VARIG
CBC CARTUCHO	FERTIBRAS	VIVAX

18

72

(continua)

(continuação)

	Listadas	Deslistadas						
2 0 0 8	ANGLO BRAZIL BMF BOVESPA CENT CORUMBA CENT LOGIST CLARION HYPERMARCAS LE LIS BLANC LLX LOG	AM INOX BR ANGLO BRAZIL BLUE TREE BMF	BOVESPA HLD COMPANY DATASUL ELEVA	GEODEX GRANOLEO IPIRANGA DIS IPIRANGA PET	IPIRANGA REF MICHELETTO PETROFLEX PETROQ UNIAO	RIO GDE ENER SEMP SULAMER NAC VASP	20	
	8							
	2 0 0 9	CETIP CIELO COARI PART DIRECIONAL FLEURY OSX BRASIL STEEL BRASIL TIG LTD TIVIT	ARACRUZ BESC BRASIL T PAR	CARAIBA MET CENT CORUMBA EST PIAUI	LECO RENNER PART SADIA S/A	SATIPEL SEG MIN BRAS TELEMIG CL	TELEMIG PART UNIBANCO UNIBANCO HLD VIGOR	16
		9						
		2 0 1 0	AFLUENTE T AGRE EMP IMO ALIANSCÉ BR INSURANCE CEEE-D CEEE-GT ECORODOVIAS HRT PETROLEO JSL LOJAS MARISA MILLS MULTIPLUS PORTX RAIA REDEDTOR RENOVA TEREOS	ABYARA AES SUL AETATIS SEC AGRA INCORP AGRE EMP IMO	ALTERE SEC ARTEB CENT ACU CENT AMAPA ELUMA	GUARANI GVT HOLDING KLABINSEGALL MARISA MEDIAL SAUDE	MELPAPER NOSSA CAIXA PARMALAT TENDA TIG LTD	TRAFO
17								

(continua)

(conclusão)

Listadas		Deslistadas				
2	ABRIL EDUCA	ACOS VILL	F GUIMARAES	SAVARG	TRORION	VIVO
0	AREZZO CO	ARTHUR LANGE	LIVR GLOBO	SEB	VALEFERT	YARA BRASIL
1	AUTOMETAL	BAN ARMAZENS	PRONOR	TELEFONICA	VARIG SERV	
1	BR PHARMA	CELM	QUATTOR PETR	TERNA PART	VARIG TRANSP	
	DOMUS POPULI	DIXIE TOGA	RAIA	TIVIT	VBC ENERGIA	
	IMC HOLDINGS					22
	MAGAZ LUIZA					
	QGEP PART					
	QUALICORP					
	RJCP EQUITY					
	SIERRABRASIL					
	TAESA					
	TECHNOS					
	TIME FOR FUN					
	14					
2	BTG PACTUAL	AMERICEL	CIMOB PART	DOMUS POPULI	PORTX	TELEMAR N L
0	BTGP BANCO	AMPLA INVEST	COARI PART	GAZOLA	REDECARD	UOL
1	CCX CARVAO	BOTUCATU TEX	CONFAB	IENERGIA	RIMET	
1	HARPIA PART	CC DES IMOB	CRUZEIRO SUL	MARISOL	TELEMAR	
2	LOCAMERICA					18
	PACIFIC RUB					
	TGLT					
	UNICASA					
	VIGOR FOOD					
	9					
2	ALUPAR	AMIL	CENT MIN-RIO	LARK MAQS	RASIP AGRO	TELE NORT CL
0	AMBEV S/A	AMBEV	FAB C RENAUX	MARAMBAIA	SAM INDUSTRI	USIN C PINTO
1	ANIMA					VICUNHA TEXT
1	BBSEGURIDADE					
3	BIOSEV					
	CPFL RENOVAV					
	CVC BRASIL					
	LINX					
	SER EDUCA					
	SMILES					
	10					11

Fonte: BM&FBOVESPA. NOTA: Dados trabalhados pelo autor.

## APÊNDICE C – REGRESSÃO COM MODELO PROBIT

<b>Modelo Probit</b> Variável	Ano anterior ao fechamento (t-1)				Ano do fechamento (t)			
	SET	LIQ	TAM	Todas	SET	LIQ	TAM	Todas
<b>Hipóteses</b>								
PCONT	2.0068*** <i>6.06</i>	1.5265*** <i>5.10</i>	1.6119*** <i>5.03</i>	1.5851*** <i>6.03</i>	2.5455*** <i>6.72</i>	1.9452*** <i>5.97</i>	2.1785*** <i>5.86</i>	2.1144*** <i>6.96</i>
FCFL	-0.7996 <i>-0.87</i>	-0.1734 <i>-0.22</i>	-0.8691 <i>-0.99</i>	-0.1915 <i>-0.23</i>	2.6736 <i>1.36</i>	1.0705 <i>0.98</i>	2.0367* <i>1.81</i>	0.6986 <i>0.94</i>
ROA	-0.8481 <i>-0.94</i>	-0.8441 <i>-1.27</i>	-0.2893 <i>-0.49</i>	-1.0717 <i>-1.55</i>	-3.9065** <i>-2.13</i>	-1.801* <i>-1.81</i>	-3.2299** <i>-2.53</i>	-1.3485** <i>-2.28</i>
DIVID	-0.009 <i>-0.05</i>	0.0723 <i>0.40</i>	-0.122 <i>-0.53</i>	-0.0865 <i>-0.47</i>	-0.4353** <i>-2.18</i>	-0.2491* <i>-1.76</i>	-0.2275 <i>-0.81</i>	-0.2243 <i>-1.57</i>
LEVER	-0.5854 <i>-1.28</i>	-0.5125* <i>-1.73</i>	-0.077 <i>-0.28</i>	-0.4806* <i>-1.78</i>	-1.3723** <i>-2.44</i>	-0.5061 <i>-1.25</i>	-0.5235* <i>-1.70</i>	-0.2123 <i>-1.07</i>
<b>Controle</b>								
CUST	0.5881 <i>0.49</i>	0.6098 <i>0.79</i>	-0.1933 <i>-0.78</i>	-0.1123 <i>-0.28</i>	3.556* <i>1.66</i>	0.2325 <i>0.54</i>	-0.3938 <i>-1.04</i>	-0.2194 <i>-0.52</i>
MTB	0.0537 <i>1.39</i>	0.0274 <i>1.18</i>	0.0688 <i>1.44</i>	0.064* <i>1.73</i>	0.1032* <i>1.68</i>	0.0936 <i>1.39</i>	0.0141 <i>0.32</i>	0.0314 <i>0.87</i>
TOVER	-0.2221* <i>-1.65</i>		-0.0904 <i>-0.99</i>	-0.1402 <i>-1.35</i>	-0.209 <i>-1.35</i>		-0.0285 <i>-0.47</i>	-0.0129 <i>-0.12</i>
ATIVO	-0.1425** <i>-2.34</i>	-0.0838 <i>-1.45</i>		-0.068 <i>-1.54</i>	-0.0968 <i>-1.40</i>	-0.1245* <i>-1.93</i>		-0.1088** <i>-2.38</i>
Constante	1.0116 <i>1.21</i>	0.2795 <i>0.35</i>	-0.8618*** <i>-3.53</i>	-0.4921 <i>-0.82</i>	0.0029 <i>0.00</i>	0.4611 <i>0.55</i>	-1.2599*** <i>-4.59</i>	-0.3971 <i>-0.64</i>
<b>Acerto do modelo</b>	<b>68.49%</b>	<b>62.18%</b>	<b>65.97%</b>	<b>75.72%</b>	<b>76.05%</b>	<b>70.17%</b>	<b>72.69%</b>	<b>78.81%</b>

A tabela apresenta os resultados que identificam os fatores mais importantes que diferenciam as empresas que fecham o capital e se deslistam. No modelo probit, a variável dependente é igual a 1 para as empresas que se deslistaram e igual a zero para as empresas que se mantiveram abertas. Na primeira linha, temos os coeficientes da regressão para cada amostra e para cada variável, e na segunda linha temos os valores da estatística z. As amostras respectivas incluem 129 empresas que fecharam o capital entre 1999-2013 e 129 empresas que se mantiveram abertas, totalizando 258 empresas para cada amostra, que foram pareadas conforme três diferentes critérios: setorial (SET), por volume financeiro negociado (LIQ), por tamanho, de acordo com o total de ativos (TAM) e, na última coluna, o combinado de todas as amostras. Nas amostras LIQ excluímos a variável TOVER. Os indicadores das demonstrações financeiras no período t são os das últimas DFP publicadas pela empresa, sendo a mesma data-base para a empresa par da amostra de controle, e as de t-1 são do ano imediatamente anterior. As variáveis independentes são: PCONT=participação acionária dos controladores; FCFL=fluxo de caixa das operações em relação aos ativos; ROA=retorno sobre ativos (lucro líquido/ativos); DIVID=dividendos pagos em relação ao lucro líquido; LEVER=alavancagem financeira, que representa a relação entre dívida total e ativos. As variáveis de controle são: CUST=custo estimado para manter empresa listada em relação a vendas; MTB=valor de mercado médio dos últimos 12 meses em relação ao Patrimônio Líquido contábil; TOVER=volume financeiro negociado nos últimos 12 meses em relação ao valor de mercado médio do mesmo período, ajustado pelo *free float*; e ATIVO=ln(Ativos).

\* significante a 10%, \*\* a 5% e \*\*\* a 1%.