

FIN - Finanças

**DESLISTAGEM VOLUNTÁRIA E DESEMPENHO ECONÔMICO: EVIDÊNCIAS
PARA EMPRESAS BRASILEIRAS**

Resumo

O objetivo da presente pesquisa é o estudo dos determinantes da deslistagem em empresas brasileiras e a comparação de resultados para analisar a relação existente entre o desempenho econômico das organizações listadas na B3 com seu fechamento de capital. Com o uso do modelo logit (modelo logístico) em que é possível fazer uma análise mais apurada quando existe-se uma variável binária (onde no caso a empresa pode se deslistar voluntariamente ou involuntariamente). Foi realizado o teste t para a análise das médias obtidas entre as empresas que permaneceram listadas e as empresas que se deslistaram, teste para autocorrelação e teste para analisar a heterocedasticidade (quando a variância dos resultados não é constante). Através da análise dos resultados percebeu-se que as empresas que se encontram deslistadas são organizações menores, apresentam um menor crescimento em relação às vendas, possuem menor taxa de endividamento, menor taxa de investimento, tem um menor índice de liquidez de suas ações. No que se refere ao índice de desempenho os resultados revelaram que uma relação significativa e negativa Ebitida (Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) e deslistagem.

Palavras-Chaves: Deslistagem voluntária. Desempenho econômico. Modelo logit.

Abstract

The objective of the present research is to study of the determinants of delisting in Brazilian companies and the comparison of results to analyze the relationship between the economic performance of the organizations listed on B3 with their delisting. With the use of the logit model (logistic model) in which it is possible to make a more accurate analysis when there is a binary variable (in which case the company can voluntarily or involuntarily drop out). The t test was performed to analyze the averages obtained between the companies that remained listed and the companies that were listed, a test for autocorrelation and a test to analyze heteroscedasticity (when the variance of the results is not constant). Through the analysis of the results it was noticed that the companies that are listed are smaller organizations, present a lower growth in relation to sales, have a lower debt rate, a lower investment rate, and have a lower liquidity index of their shares. With regard to the performance index, the results revealed that a significant and negative ratio Ebitida (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) and delisting.

Keywords: Voluntary delisting. Economic performance. Logit template.

1 INTRODUÇÃO

A decisão de listagem de uma empresa na bolsa de valores bem como a decisão de deslistagem ocorrem através de uma análise dos custos e benefícios no cenário em que a empresa se encontra. Desta forma, a decisão de deslistagem ocorre quando os benefícios ofertados pela listagem são inferiores à seus custos, enquanto as empresas que permanecem listadas avaliam que esses benefícios ainda superam seus custos e é favorável à empresa continuar participando da bolsa de valores (SARLO NETO, 2005; MILITÃO, 2012).

Pode-se observar que a literatura cita que uma empresa listada tem uma certa ampliação em suas fontes de financiamento, e além disso, a listagem também permite que as empresas possam usar suas ações como uma “moeda de troca” caso ocorra alguma operação relacionada a uma fusão ou aquisição e também utilizar em programas de incentivos de funcionários. Outro benefício observado também com essa prática é a liquidez patrimonial adquirido, onde esses ajudam a melhorar a imagem institucional e operacional da empresa (MILITÃO, 2012)

Em detrimento dos benefícios da listagem das empresas, também há o lado dos custos necessários para se manter com condições de ser uma companhia aberta, assim, tem-se o fornecimento de informações por parte da empresa, uma perda na informalidade e submissão ao monitoramento dos investidores além de se ter diversos custos com sua estruturação interna, dentre outros.

Leuz, Tirantis e Wang (2004) afirmam que a natureza da deslistagem voluntária é completamente diferente da involuntária, onde na segunda a própria bolsa deslista as empresas que não se encaixam em seus critérios de permanência, onde foi observado que as organizações que possuem um processo operacional muito fragilizado já estão em um processo de liquidação.

As amostras compreendidas neste estudo foram baseadas em todas as companhias listadas na B3, com exceção de empresas financeiras, seguradoras e fundos, pois existem particularidades em sua estrutura de capital (HEALY; WAHLEN, 1999),

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

Neste contexto, o trabalho visa responder a seguinte pergunta de pesquisa: Existe relação entre o desempenho econômico e o processo de deslistagem voluntária de companhias de capital aberto listadas na B3?

Para responder esta pergunta de pesquisa, o objetivo do trabalho é investigar a relação entre o desempenho econômico e o processo de deslistagem voluntária de companhias de capital aberto listadas na B3.

A amostra compreendeu todas as companhias listadas na B3, com exceção das empresas financeiras, seguradoras e fundos. Foi realizada análise descritiva de uma sub-amostra das empresas que passaram pelo processo de deslistagem voluntária no período de 2012 a 2017. O ano 2012 foi selecionado como início do período amostral dado que é um ano em que houve um aumento substancial do número de deslistagens – 25 no total (CVM, 2018).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Deslistagem: conceitos e prática

No Brasil, as empresas cujas ações são transacionadas no mercado de capitais são denominadas Sociedades Anônimas de capital aberto. Conceitualmente, Sociedade Anônima (S.A.) empresas na qual o capital social está dividido em ações, que podem ser transacionadas livremente, sem necessidade de escritura pública ou ato notarial. (MILITÃO, 2012, p.37). Conforme a definição citada as ações podem ou não serem transacionadas. Em casos que não há negociação no mercado aberto S.A. é uma companhia fechada, onde a Sociedade Anônima não negocia seus títulos junto ao público, apenas para um grupo reduzido de investidores. Ao contrário disso, quando há negociações com as ações de determinada companhia, ela se denomina uma Companhia Aberta, onde nesse caso a organização pode negociar seus valores mobiliários de mercado de capitais na bolsa. Estas são reguladas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e tem um número indeterminado de acionistas (MILITÃO, 2012).

A decisão pela abertura de capital da empresa é semelhante à racionalidade desta empresa quanto a manutenção na condição de empresa listada, e da mesma forma a opção pela deslistagem se aproxima da de não abertura do capital. Quando ocorre uma deslistagem ou então um processo de transação de um capital aberto para um capital fechado (PPT (Public to Private Transactions)) ou até o fechamento de capital, acabam-se as vezes tomando forma de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) que é organizado por um acionista controlador da companhia ou gerenciado por terceiros e financiado por um sistema financeiro mais sofisticado. Desta forma, a deslistagem toma-se como propósito permitir que a companhia ou grupo de controle adquira uma totalidade ou a maior parte das ações da companhia negociada na bolsa a fim de devolvê-las às suas condições anteriores IPO ("status" de capital fechado).

De acordo com Hail e Leuz (2006) o processo da abertura de capital impõe às companhias alguns requisitos de "disclosure" que é a divulgação de informações e transparência corporativa, porém, também prevê que ela pode obter vários benefícios, como o aumento de sua liquidez de títulos, ampliação de sua base de investidores, redução dos seus custos de capital e da assimetria de suas informações.

Os requisitos impostos pelo órgão responsável por regulamentar medidas que são impostas às companhias podem vir a implicar efeitos tanto positivos quanto negativos para as companhias de capital aberto. Quando esses efeitos são positivos as companhias são estimuladas a continuarem permanecendo com seu capital aberto, mas quando ocorre o contrário (são negativos) a empresa tem a opção de deslistagem.

A decisão da empresa optar pela listagem, ocorre através de uma análise dos custos e benefícios, desta forma a deslistagem ocorre quando os benefícios da listagem mostram ser inferiores aos seus custos, enquanto empresas que mantêm sua listagem têm avaliado que os benefícios superam os custos necessários.

No caso da deslistagem, as empresas cancelam o registro de seus valores mobiliários do mercado de capitais e já não são obrigadas a manterem os registros de suas ações. Essa decisão pode ser estratégica e, portanto, uma decisão de longo prazo e com fundamentos mais na evolução de sua performance operacional e na evolução e andamento do mercado do que em um momento particular que a empresa possa estar passando.

Leuz, Tirantis e Wang (2004) afirmam que a natureza da deslistagem voluntária é completamente diferente da involuntária, onde na segunda a própria bolsa deslista as empresas que não se encaixam em seus critérios de permanência, onde foi observado que as organizações que possuem um processo operacional muito fragilizado já estão em um processo de liquidação. Aquelas que optam pela deslistagem voluntária normalmente já são significativamente menores, com um menor retorno de ações, mais alavancadas e com menores oportunidades de crescimento, além de se ter um acréscimo no capital de giro, o qual é um fator de extrema importância, pois gera uma maior probabilidade por parte das empresas de optarem por se deslistarem.

2.2 Evidências sobre deslistagem no Brasil

Dentro do mercado de capitais brasileiro o processo de deslistagem das empresas na B3 ocorre principalmente por conta de dois aspectos: de ofício (normalizado pela CVM) ou através da OPA - Oferta Pública de Aquisição. A deslistagem de Ofício envolve a extinção da companhia, o cancelamento do registro comercial da mesma e evidenciar a paralisação das atividades da organização por um período superior a três anos e seu registro de companhia aberta se suspender por um período superior a um ano, Outra forma ocorre através da OPA que é normalizado pela Instrução CVM nº 361/2002, no qual ela pode realizar o cancelamento de registros, aumentar o nível de participação acionária dos controladores do capital social das companhias, desta forma analisa-se que o primeiro aspecto é caracterizado por ser involuntário, enquanto o segundo aspecto tem características voluntárias à organização (Bortolon & Silva Júnior, 2015a).

De acordo com evidências, no Brasil, os principais cancelamentos involuntários ocorrem principalmente pela deterioração dos resultados da companhia, onde acaba sendo comum ver casos em que as empresas faltam com suas obrigações perante ao órgão regulador durante um longo período, assim, tornando-se difícil a obtenção de relatórios e informações financeiras para uma análise. Também pode-se observar que as características do mercado de capitais brasileiro é pouco desenvolvido e contém uma elevada concentração de seu controle acionário (SARLO NETO et al., 2005; NÓBREGA et al. 2000), assim, pode-se observar que um dos principais fatores de influência corporativa está relacionada nas decisões sobre concentração de propriedade e controle, onde se tem um maior destaque na parte decisória sobre a manutenção da companhia nos mercados de capitais ou pela deslistagem.

O Brasil é um país interessante de se realizar pesquisas a respeito dos processos que levaram as empresas a optarem pela deslistagem devido a estar em constante crescimento e apresentar aumentos consideráveis em relação ao volume financeiro negociado, mas ainda assim encontra-se com um pequeno número de empresas listadas na B3, onde este movimento vem tomando uma grande amplitude no país. (PADILHA, 2014)

Realizando uma análise comparativa entre o ano do fechamento com o ano antecedente, Padilha (2004) analisou 119 empresas que se deslistaram dentre os anos de 1999 a 2013 e foi possível perceber que uma maior participação dos controladores, baixa rentabilidade (ROA), baixo nível de pagamento de dividendos, menor tamanho (em relação aos ativos) maior fluxo de caixa dentre as empresas que se deslistaram e uma menor alavancagem financeira são os principais motivos para que haja o desligamento das empresas na B3.

Outro comparativo feito por Bortolon e Silva Junior (2015) após a análise de 227 empresas no período de 2001 a 2012 observa-se que os resultados são semelhantes, apontando nas principais causas do processo de deslistagem a concentração de propriedade e controle, menor liquidez das ações e menor free-float (ações à livre negociação no mercado). Ao fazer uma relação entre EBITIDA/receita (Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), constatou-se também que quanto maior a capacidade de gerar um caixa operacional, há mais chances da empresa fechar seu capital.

Desta forma, através das análises de Bortolon e Silva Junior (2015) e Padilha (2004) existem pontos semelhantes que descrevem a relação do Brasil perante o processo de optar pela deslistagem na B3, onde ambos concordam que as organizações que se desligaram apresentavam uma maior concentração de participação dos controladores e maior geração de caixa.

Diante das características emergentes presentes no Brasil, torna-se de grande importância a identificação dos motivos que levam as empresas a optarem pelo seu fechamento de capital para que futuramente possa ser possível criar soluções para o cenário estudado (DE CARVALHO, 2002).

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo é dirigido através de características descritivas e quantitativas com dados secundários a respeito do mercado de ações brasileiro. Os dados utilizados foram coletados da base Econômica na B3 e na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Optou-se por aderir ao método de regressão com dados em painel com o uso do modelo logit.

Através de estudos realizados por Hair, Anderson, Tatham e Black (2005), é perceptível que o modelo de regressão logística é a melhor técnica para ser utilizada no presente estudo devido a se ter uma variável binária, onde no caso a empresa pode estar listada ou então deslistada na bolsa de valores. Também foram realizados testes levando-se em consideração o resultado que apresentava o maior Qui² para confirmar qual modelo seria o melhor a se escolher (logit, probit ou pooled/OLS), onde foi comprovado que o modelo logit apresentava ser mais adequado ao processo.

3.1 Base de dados

Como amostragem, utilizou-se todas as companhias listadas na B3 com exceção de empresas que haviam particularidades em suas estruturas de capital (empresas financeiras, fundos e seguradoras) (HEALY; WAHLEN, 1999). O período estudado compreende-se de 2012 a 2017, onde realizou-se através de uma análise descritiva de uma sub-amostra as empresas que passaram pelo processo de deslistagem de forma voluntária. De acordo com a CVM (2018) no ano de 2012 houve um aumento considerável no número de deslistagens, e por isso foi selecionado como início do período da amostra.

Foram criados dois subgrupos dentro do período investigado (2012 a 2017), onde o primeiro possui empresas que continuaram listadas no período e o segundo era composto pelas empresas que se deslistaram. Houve 216 cancelamentos de registro dentro do período que foram utilizados para se formar o grupo “deslistagem”. Excluiu-se 41 “cancelamentos de ofício”, 20 cancelamentos por “elisão para incorporação”, 1 cancelamento por “elisão para liquidação” e 1 cancelamento para “Incorporação”, onde totalizam 63 deslistagens involuntárias e deixando por fim

somente as deslistagens voluntárias, as quais totalizam 153 casos para serem analisados.

3.2 Descrição das variáveis

No Quadro 1 estão presentes todas as variáveis selecionadas para a pesquisa.

Quadro 1: Descrição das variáveis do estudo.

Variáveis	Formas de mensuração	Fonte	Estudos Base
Deslistagem Voluntária	Variável <i>dummy</i> , assumindo valor 1 para as empresas que se deslistaram voluntariamente da B3 e valor 0 para as demais.	CVM e B3	EidJúnior e Horng (2005); Engel, Hayes e Wang (2007); Bharath e Dittmar (2010);
Tamanho	Logaritmo natural do Ativo Total	Econômica	Bortolon e Silva Júnior (2015); Pour e Lasfer (2013); Chaplinsky e Ramchand (2012); Martineza e Serve (2011)
CresVendas	$[(\text{Receita Ano atual} - \text{Receita Ano anterior}) / \text{Receita Ano anterior}] \times 100$	Econômica	Martinez e Serve, 2011; Bortolon e Silva Júnior (2015a)
Endividamento	Razão entre o passivo exigível total e ativo total	Econômica	Martinez e Serve, 2011; Bharath e Dittmar, 2010; Bortolon e Silva Júnior (2015a)
Varição Invest.	$[(\text{Capex Ano atual} - \text{Capex Ano anterior}) / \text{Capex Ano anterior}] \times 100$	Econômica	Martinez e Serve, 2011; Bharath e Dittmar, 2010; Chaplinsky e Ramchand (2012)
Liquidez da ação	<p>Calculada pela Econômatica de acordo com a equação: $= 100 * p/P * \text{sqrt}(n/N * v/V)$ onde:</p> <p>p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido</p> <p>P = número total de dias do período escolhido</p> <p>n = números negócios com a ação dentro do período escolhido</p> <p>N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido</p> <p>v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido</p> <p>V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.</p>	Econômica	Martinez e Serve, 2011; Bortolon e Silva Júnior (2015a); Bortolon e Silva Júnior (2015b)
Ebitida	Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização / Ativo Total	Econômica	Martinez e Serve, 2011; Bortolon e Silva Júnior (2015b)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para análise dos fatores determinantes da decisão de deslistagem foram empregados modelos logit com a seguinte estrutura conceitual:

$$Prob (Deslistagem_i = 1) = a_i + b_1 Tamanho_i + b_2 Cresvendas_i + b_3 Endivid_i + b_4 Variação Invest_i + b_5 Liquidez Ação_i$$

Nas variáveis independentes, tem-se uma variável binária onde é atribuído o valor igual a 1 para todas aquelas empresas que se deslistaram de forma voluntária e 0 para o valor das restantes de acordo com o artigo 47 da IN 480/2009 da CVM.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta os resultados das estatísticas descritivas para a deslistagem voluntária das empresas brasileiras listadas na B3, com o resumo das variáveis, observações, média, mínimo, máximo e resultado do teste t para as médias das variáveis sendo possível um comparativo entre as empresas que permanecem listadas e as que foram deslistadas no período.

Tabela 1: Resultados das estatísticas descritivas

Empresas mantidas					Empresas deslistadas				Test t
Variável	Obs.	Média	Min.	Max.	Obs.	Média	Min.	Max.	
Deslistagem	4122	0	0	0	370	1	1	1	
Ebitida	2208	-0,0426	-2.85	0.37	119	0.0712	-2.85	0.37	2.2553
CresVendas	2376	6,422	-72	102	113	2	-72	102	1.5668
Endividamento	2854	97.59	0.75	934.2	152	78.06	0.75	934.2	1.4707
Variação Invest.	2205	16.09	-362.3	688.4	105	-12,202	-362.3	654.7	1.7487
Liquidez da ação	3186	0.0709	0	0.9	341	0.0122	0	0.77	4.6121
Tamanho	2853	13,52	4.09	17.69	158	12.94	4.09	17.69	0.004

Notas: Níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01.

Fonte: dados da pesquisa.

Pela análise do resultado do teste t que compara as médias das duas sub-amostras, conclui-se que a média do tamanho das empresas listadas é superior em relação às empresas deslistadas. Ademais, o t mostrou-se significativo a 5%. Esse resultado corrobora os estudos de Chaplinsky e Ramchand (2012), Michelsen e Klein (2011), e Bortolon e Silva Júnior (2015a).

Quanto às variáveis de desempenho econômico (Crescimento de Vendas, Ebitida), embora não tenham apresentado um teste t significativo, o crescimento de vendas, apresentam considerável baixa nas empresas que se encontram deslistadas, diante das empresas que permanecem listadas, enquanto o Ebitida tem um melhor desempenho para as empresas deslistadas.

No que se refere a variável endividamento, as empresas deslistadas apresentam menor endividamento médio do que as que permanecem cadastradas.

Na Tabela 2 as colunas 1, 2, apresentam os resultados do modelo *logit* para as amostras de empresas brasileiras não financeiras nos anos de 2012 até 2017, com objetivo de testar o efeito do desempenho, medido por crescimento de vendas e Ebitida na probabilidade das empresas se deslistarem. A variável dependente é binária, assumindo valor 1, se a empresa deslistada, e valor 0, se a empresa permaneceu na B3. As variáveis independentes são: crescimento de vendas, Ln Ebitida, endividamento, variação investimento, liquidez da ação e tamanho.

Tabela 2: As determinantes da deslistagem voluntária

Variáveis:	(1)	(2)
CrescVendas	-0,087 (0,105)	
Ebitida		-0.004 (0.020)**
Endividamento	-0,004 (0,009)	-0.0301 (0.041)
Variação Invest.	0,001 (0,007)	0.0041 (0.003)
Liquidez da ação	-4,062 (6,063)	-8.3595** (4.043)
Tamanho	-2,999 (1,704)**	-1.444 (4.809)**
Observações	1642	1642
R – square	0,573	0.5622

Notas: Quantidade de observações = 1642. Níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Com desvio padrão em parênteses. Teste para multicolinearidade apresentou VIF médio de 1,95 apontando ausência de multicolinearidade. Teste de Wooldridge para autocorrelação apresentou p-valor de 0,11 apontando ausência de autocorrelação. Teste de Wald para heterocedasticidade apresentou p-valor de 0,00 apontando problema de heterocedasticidade que foi corrigido com a execução do teste robusto para efeitos aleatórios.

Fonte: dados da pesquisa.

No que se refere a variável de desempenho crescimento da receita, nota-se que não houve resultado significativo para nenhum do modelo 1 Sendo assim, conclui-se que a variação na receita não afetou a deslistagem voluntária. Esses resultados corroboram com autores como Michelsen, Klein, 2011; Pour, lasfer, 2013; Bortolon, Silva Júnior, 2015 a).

A medida de desempenho margem Ebitida apresentou um coeficiente negativo se significativo. Esse resultado sugere que empresas com melhor desempenho em Ebitida tem menor propensão de deslistagem.

No modelo 2 a variável liquidez da ação apresentou um resultado negativo e negativo. Desta forma, conclui-se empresas com maior liquidez de suas ações tem menor probabilidade de deslistagem. Esses resultados se aproximam dos Bortolon e Silva Junior (2015) e Peixoto e Carvalho e Junior (2019), que mostraram que quanto menos líquidas, maior é a probabilidade de deslistagem.

Como padrão no modelo 1 e 2 os resultados sugerem que empresas maiores apresentam menor propensão de deslistagem. Chaplinsky e Ramchand (2012) e Peixoto e Carvalho e Junior (2019) explicam que em decorrência da necessidade de capital para financiar seu crescimento e, por conseguinte, permanência ou não na bolsa de valores.

5. Considerações Finais

O presente artigo buscou analisar a deslistagem voluntária em empresas brasileiras utilizando determinantes de crescimento de vendas, Ebitida, endividamento, variação de investimento, liquidez de suas ações e tamanho para avaliar o impacto do desempenho econômico no processo de cancelamento de seu registro na B3. Dentro da amostra utilizada estavam todas as empresas consideradas não financeiras listadas na B3 dentre os anos de 2012 a 2017, onde nesse período houveram 216 casos de deslistagem, dos quais 153 delas ocorreram de forma voluntária. Adotou-se o método logit (regressão logística) com dados em painel.

Ao realizar uma comparação entre as empresas listadas com as que se deslistaram, percebeu-se que as empresas que se encontram deslistadas são organizações menores, apresentam um menor crescimento em relação às vendas, possuem menor taxa de endividamento, menor taxa de investimento, tem um menor índice de liquidez de suas ações, e em relação ao Ebitida (Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) possui uma maior taxa.

Com a análise de regressão logística foi possível observar que existe uma forte relação entre o tamanho da empresa, liquidez de suas ações, disponibilidade de caixa e a probabilidade da mesma optar pela deslistagem, sendo assim, quando maior for a organização, menor é a chance da mesma cancelar seus registros na B3. Empresas que também possuem maior liquidez de suas ações e maior caixa são mais propensas a optarem pelo deslistamento.

Quanto a variável de crescimento de desempenho da receita apresenta no modelo 1 da tabela 2 percebe-se que não houveram resultados significativos, desta forma pode-se concluir que a variação na receita das organizações não afetou no processo de deslistagem, assim como já apontado pelos autores Michelsen, Klein, 2011; Pour, lasfer, 2013; Bortolon, Silva Júnior, 2015 a).

6. Referências

- BHARATH, Sreedhar T.; DITTMAR, Amy K. Why do firms use private equity to opt out of public markets?. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 5, p. 1771-1818, 2010.
- Bortolon, P. M. & Silva Junior, A. (2015a). Deslistagem de Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores: Evidências Empíricas sobre a Governança Corporativa. **Brazilian Business Review, BBR Special Issues**, 97-124.
- Bortolon, P. M., & da Silva Junior, A. (2015b). Fatores Determinantes para o Fechamento do Capital de Companhias Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, 26(68), 140-153.
- CHAPLINSKY, Susan; RAMCHAND, Latha. What drives delistings of foreign firms from US Exchanges?. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 22, n. 5, p. 1126-1148, 2012.
- DE CARVALHO, A. G. (2002). Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. **Revista Econômica do Nordeste**, 33(4), 694-715.
- EID JÚNIOR, William; HORNG, Wang Jiang. A saída: uma análise da deslistagem na **Bovespa**. 2005.
- PEIXOTO, F. M, CARVALHO, L. JÚNIOR, E. M. Deslistagem Voluntária E Estrutura Piramidal De Controle: Uma Análise Das Empresas Da B3. **ENANGRAD**. 2019.

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

HAIR, Joseph F. et al. **Análise multivariada de dados**. Bookman Editora, 2009.

Healy P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, 13(4), 365-383.

LEUZ, C.; TRIANTIS, A.; WANG, T. Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. **Working Paper Series**, 2004.

MARTINEZ, Isabelle; SERVE, Stéphanie. The delisting decision: The case of buyout offer with squeeze-out (BOSO). **International Review of Law and Economics**, v. 31, n. 4, p. 228-239, 2011.

Mehran, H., & Peristiani, S. (2009). Financial visibility and the decision to go private. **The Review of Financial Studies**, 23(2), 519-547

Michelsen, M & Klein, C 2011, "'Privacy please!' The public to private decision in Germany', **Review of Managerial Science**, vol. 5, no. 1, pp. 49-85.

MILITÃO, F. G. S. A. Fechamento voluntário de capital e o investidor minoritário na opinião dos profissionais de mercado. 2012. 120 f. **Dissertação (Mestrado Profissional)**

NÓBREGA, M. da et al. O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. **Publicações Bovespa. São Paulo**, maio, 2000.

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

POUR, Eilnaz Kashefi; LASFER, Meziane. Why do companies delist voluntarily from the stock market?. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 12, p. 4850-4860, 2013.

Saito, R., & Padilha, M. T. C. (2015). Por que as empresas fecham o capital no Brasil? (Why do companies go private in Brazil?). **Revista Brasileira de Finanças**, 13(2), 200.

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