



Revista Brasileira de Finanças

ISSN: 1679-0731

rbfin@fgv.br

Sociedade Brasileira de Finanças

Brasil

Saito, Richard; Clivati Padilha, Marco Túlio

Por que as empresas fecham o capital no Brasil?

Revista Brasileira de Finanças, vol. 13, núm. 2, abril, 2015, pp. 200-250

Sociedade Brasileira de Finanças

Rio de Janeiro, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305842562002>

- ▶ Como citar este artigo
- ▶ Número completo
- ▶ Mais artigos
- ▶ Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica

Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal
Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

Por que as empresas fecham o capital no Brasil?

(Why do companies go private in Brazil?)

Richard Saito*

Marco Túlio Clivati Padilha**

Resumo

Este artigo investiga os possíveis determinantes no fechamento de capital a partir de uma amostra de 119 empresas que deslistaram voluntariamente no período de 1999 a 2013. Encontramos que no ano do fechamento, fatores como a alta concentração de participação acionária dos controladores, baixa rentabilidade (ROA), menor nível de pagamento de dividendos associados ao maior fluxo de caixa livre associado estão possuem forte influência na deslistagem das ações. 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. Não encontramos evidência de que custo de se manter listada nem que a liquidez sejam determinantes.

Palavras-chave: Fechamento de capital; problemas de agência; custos para manter empresa listada; acesso a capital; concentração de propriedade.

Códigos JEL: G14; G28; G34.

Abstract

We investigate the possible determinants to delisting based on a sample of 119 companies that voluntarily delisted between 1999-2013. We find in the year prior to delisting, factors related to higher ownership concentration, lower return on assets, lower dividend payout associated with higher free cash flow strongly

Submetido em 30 de dezembro de 2014. Reformulado em 23 de julho de 2015. Aceito em 23 de julho de 2015. Publicado on-line em 5 de novembro de 2015. O artigo foi avaliado segundo o processo de duplo anonimato além de ser avaliado pelo editor. Editor responsável: Paulo Soares Terra.

* EAESP/FGV, São Paulo, SP, Brasil. E-mail: richard.saito@fgv.br

** EAESP/FGV, São Paulo, SP, Brasil. E-mail: marco.tulio@fgv.br

Rev. Bras. Finanças (Online), Rio de Janeiro, Vol. 13, No. 2, April 2015, pp. 200-250

ISSN 1679-0731, ISSN online 1984-5146

©2015 Sociedade Brasileira de Finanças, under a Creative Commons Attribution 3.0 license -
<http://creativecommons.org/licenses/by/3.0>

increase the likelihood of delisting. Regarding the use of capital markets to access additional equity and debt, we find that companies that delisted have less need to access the debt market, controlling for companies with the same profile. We do not find any evidence that cost to maintain the company listed nor liquidity are major determinants.

Keywords: Go private; agency problems; cost to maintain the company listed; access to capital; ownership concentration.

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 condições macroeconômicas mais estáveis e previsíveis, o país se mostrou mais atrativo e confiável ao investidor estrangeiro, o que possibilitou o desenvolvimento, entre outros, do mercado de capitais, 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 negociação¹.

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, segundo Bharath e Dittmar (2006), como um rito de passagem no ciclo de vida de uma jovem e bem sucedida empresa. Entretanto, por que algumas dessas empresas fecham o capital e saem da bolsa alguns anos depois? O presente trabalho explora as principais razões para que essa saída aconteça. Neste artigo são analisados os principais motivos que levaram 119 empresas a se deslistarem entre 1999 e 2013.

Nota-se que as empresas que fecham o capital apresentam 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

¹ Fonte: Dados da BM&FBOVESPA, elaborados pelos autores.

tamanho. Isso pode evidenciar uma desapropriação por parte do controlador contra os minoritários. No ano que antecede o fechamento, essas empresas apresentam destacada concentração de participação acionária dos controladores, menores alavancagem financeira e tamanho.

Pelo que nos consta, este é o primeiro estudo quantitativo no Brasil a analisar por um período longo (1999-2013) as principais razões que levam empresas a deixarem a listagem. Este artigo contribui para ser uma referência onde os principais *drivers* de fechamento de capital – tais como, custo de listagem, problemas de agencia, liquidez – são analisados, e pode ser ponto de partida para diversos outros estudos concentrados sobre as variáveis. Na literatura mais ampla, o Brasil é interessante pois é um mercado em desenvolvimento que tem apresentado forte crescimento de volumes financeiros negociados, mas que apresenta um mercado acionário com poucas empresas listadas na bolsa local em relação à média mundial e de mercados mais maduros.

O artigo está estruturado como se segue: na seção 2, faz-se uma breve revisão da literatura. Na seção 3, é descrito o contexto do mercado de capitais no Brasil. Na seção 4, fala-se sobre metodologia, definindo método, amostras. Na seção 5, são descritas as hipóteses, variáveis associadas e variáveis de controle. Na seção 6, o modelo estatístico é aplicado e os resultados são analisados. Finalmente, na seção 7, são expostas as conclusões do trabalho, descrevendo-se o que foi encontrado, e são propostas questões para futuros estudos.

2. Breve Histórico e Revisão da Literatura

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, impulsionadas 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, ainda segundo Jensen (1989), 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, provocando certa acomodação e consequente aumento da ineficiência na gestão das empresas americanas.

Com o passar do tempo surgiram os 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*² de instituições como Morgan Stanley, Lazard Frères e Merrill Lynch (JENSEN, 1989). Entretanto, essa onda trazia consigo uma forma distinta de atuação se comparada com o modelo que prevalecia até a década de 1930: enquanto nesta última se destacava 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 decidida por 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 da 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 das antigas corporações em empresas adquiridas por investidores de forma hostil 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, representando uma grande ruptura no modelo social vigente. Esse novo contexto gerou resistência profunda das pessoas às mudanças, levando a reações políticas inflamadas que motivaram, por sua vez, 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 retração no mercado de dívida e crise no mercado de *high yield bonds*, fechando as portas para aquisições

² *Merchant Bank*: Banco que opera principalmente em (mas não limitado a) finanças internacionais, empréstimos de longo prazo e *underwriting*. *Merchant banks* não provêm serviços bancários regulares ao público em geral. Fonte: Investopedia (2015), tradução dos autores.

alavancadas. Assim, segundo Renneboog e Simons (2005), 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.

Kaplan (1997) e Holmstrom e Kaplan (2001) observam 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. Renneboog e Simons (2005) destacam que a nova onda vinha de efeitos adversos de baixos volumes negociados e ameaça de deslistagem por parte da Nasdaq, 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 como ações negociadas no mercado de balcão (OTCBB), grandes custos com requisitos adicionais de divulgação e controles, custos eminentemente fixos que, segundo Engel, Hayes e Wang (2006), acabaram pesando mais às empresas menores, 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 desenvolvimento do mercado de *private equity*³ 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 menor escala, tendo seu pico no ano de 1989, mas que logo foi retraída por mudanças na legislação promovidas pelo *Takeover Panel*⁴, 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

³ *Private equity*: consiste de investidores e fundos que fazem investimentos diretamente em companhias privadas ou conduzem aquisições de companhias abertas que resultam na deslistagem das ações. Fonte: Investopedia (2015), tradução dos autores.

⁴ No Reino Unido, o *Panel on Takeovers and Mergers* (“the *Takeover Panel*”) é uma instituição independente, fundada em 1968, cujas funções principais são emitir normas e administrar o *City Code on Takeovers and Mergers* (“*The Code*”) e supervisionar e regular aquisições de controle (*takeovers*) e outros assuntos aplicáveis ao *Code*. Seu objetivo central é de garantir tratamento justo para todos os acionistas em propostas de aquisição de controle (*takeover bids*). Fonte: The Takeover Panel (2015), tradução dos autores.

de dois MBI⁵ hostis em 1989, que estão entre as primeiras ações desse tipo de fechamento de capital no mercado do Reino Unido⁶. 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, advinda de uma causa principal, também observada nos Estados Unidos à época: o descaso com pequenas empresas por parte de investidores institucionais, abrindo uma oportunidade para a atuação de investidores via *private equity*.

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: diferenças na infraestrutura para transações de fechamento de capital, na medida em que são transações arriscadas para algumas poucas casas de *private equity* que considerariam assumir riscos e custos de fechamento de capital, aspectos culturais, dúvidas sobre a possibilidade de saída de alguns investidores de *private equity* durante uma turbulência ou em uma onda de vendas em mercados mais negativos, e a regulação legal e fiscal que, na Europa continental, é tradicionalmente menos favorável a fechamentos de capital que no Reino Unido.

Autores apontam diversos benefícios 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. Segundo estudo de Kim e Weisbach (2005), analisando 16.958 IPOs de 38 países, entre 1990 e 2003, emissões primárias de ações representam 79% do valor das ações vendidas ao público, o que sugere que acesso a capital é uma importante razão para abrir o capital. Pagano, Panetta e Zingales (1998) relacionam

⁵ 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 (2015), tradução dos autores.

⁶ 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).

uma série de outros fatores que incluem maior visibilidade, maior poder de barganha com bancos em novas operações, e viabilização de acesso a fontes de captação de dívida a custos mais competitivos, na medida em que a empresa tem maior visibilidade e, consequentemente, maior monitoramento junto a instituições financeiras, mercados de capitais de renda fixa e agências governamentais. Subsequentemente, em uma emissão bem sucedida e tendo a ação boa liquidez para uma empresa com boa reputação, outros benefícios podem surgir, como a própria possibilidade de novas ofertas de ações e a utilização de ações como moeda de troca em aquisições.

Estudo de Kim e Weisbach (2005) também sugere que empresas vão ao mercado para obter recursos para financiar projetos de investimento, mas há contrapontos. Tomando como referência estudos mais próximos do contexto brasileiro, Pour e Lasfer (2013) apontam que, no caso de empresas que são listadas 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, Planell (1995) na Espanha e Rydqvist e Högholm (1997) 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 agência⁷. Jensen e Meckling (1976) sintetizam de forma muito direta o problema: se ambas

⁷ 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 5.

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 distribui-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 foram listadas no AIM da bolsa de Londres e, alguns anos depois, deslistaram-se 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 extraír 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. 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, e essas mesmas empresas não tinham maior chance de ser alvo de interesse hostil de aquisição que empresas que permaneceram abertas. 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 o argumento de 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, encontrando que empresas com governança mais fraca no conselho de administração e menor monitoramento externo são mais propensas a *go dark*⁸, 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. Estudo de Renneboog, Simons e Wright (2007) descreve a hipótese como oriunda 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.

⁸ 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 dos autores).

Kaplan (1989) apresenta estudo que suporta que os efeitos fiscais são fonte significativa de ganhos em LBOs. 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.

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. Observa-se que nos principais mercados, como Estados Unidos e Reino Unido, assim como no Brasil, que segue na mesma tendência, tem havido 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. 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 responsabilidades aos administradores por publicação de dados imprecisos e incorretos, como também pelo cumprimento de requisitos de publicações de informações aos acionistas.

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. 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 sub-valorização das ações da empresa que terá seu capital fechado em períodos que antecedem o fechamento. No Reino Unido, Renneboog, Simons e Wright (2007) encontraram que havia sub-valorização das ações de empresas que fecharam capital durante o ano que antecede o fechamento, o que contribuiu para que os prêmios oferecidos pelos adquirentes sobre o preço de mercado fossem relativamente altos, refletindo a expectativa de valor adicional a ser gerado 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 observaram que empresas permaneceram públicas se tinham uma maior relação entre valor de mercado e valor contábil (*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 analisaram 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) encontraram que empresas que têm menor *turnover* (que associam a visibilidade financeira) tinham maior chance de se deslistar, mas Engel, Hayes e Wang (2006) e Marosi e Massoud (2007) não encontraram evidências significativas dessa relação.

3. O contexto brasileiro

Ainda que as bolsas de valores no Brasil tenham surgido no século XIX, 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, foi promulgada a primeira Lei do Mercado de Capitais (4.728/65), que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento (CVM, 2014b). 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. O objetivo era incentivar o crescimento do mercado de capitais, mas a primeira consequência foi um grande movimento especulativo, que culminou em alta expressiva de preços de ações até 1971 (“boom de 1971”), seguido por 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, que foi a 6.404/76, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas (Lei das S.A.), que vigora essencialmente até hoje. No mesmo ano, foi 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. Formava-se então o chamado “limbo”, eufemismo citado por Siqueira (2010), referindo-se a empresas que permaneciam em bolsa mas cotadas a preços irrisórios e com negociações escassas, que permaneciam listadas apenas formalmente.

Ainda na década de 1980, foi editada a Instrução CVM nº 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. Segundo Siqueira (2010), a CVM optou por atuar numa direção de convencimento de controladores para adequação às exigências ou de que tomassem as medidas para o fechamento de capital. Medidas mais efetivas para a aplicação da suspensão de registros são percebidas 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.

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 S.A.. 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. O Brasil apresentava 363 empresas listadas no final de 2013, praticamente o mesmo nível de 10 anos antes, como podemos observar na Figura 1 abaixo:

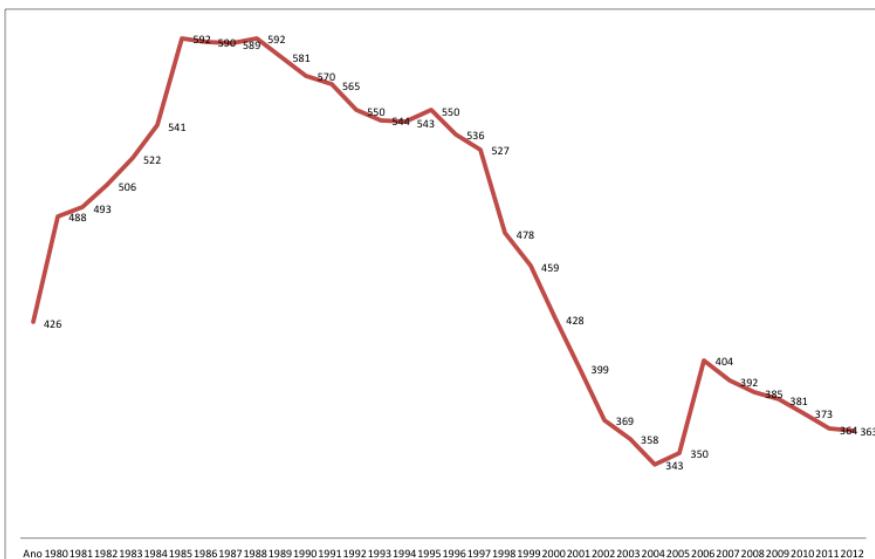


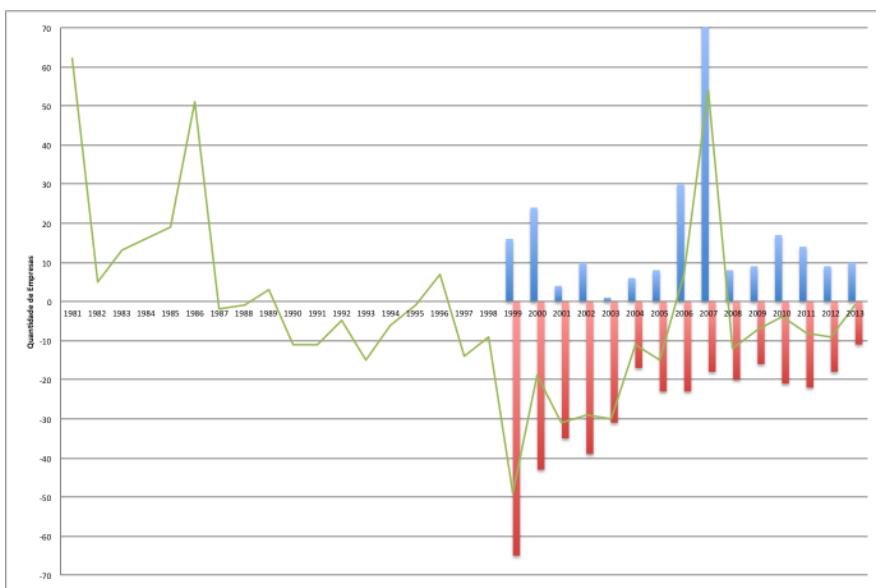
Figura 1

Evolução da quantidade de empresas listadas na BOVESPA 1980-2013

Fonte: Dados da BM&FBOVESPA, elaborado pelos autores.

De fato percebe-se, 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, chegando a 363 no final de 2013.

A Figura 2 abaixo mostra como se compõe a evolução anual da quantidade de empresas listadas na BOVESPA:

**Figura 2**

Evolução de listagens e deslistagens na BOVESPA 1999-2013

Fonte: BM&FBOVESPA(2014), elaborado pelos autores.

Nota: As barras azuis correspondem à quantidade e empresas admitidas à negociação em cada ano, e as barras vermelhas as que se deslistaram. A linha verde corresponde à evolução anual da quantidade líquida de empresas listadas (entradas menos saídas).

Na década de 1980, observa-se um expressivo número de aberturas de capital, refletindo impactos de incentivos fiscais dados a empresas e investidores. Logo após o Plano Real, em 1994, pode-se observar que houve 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 se observa 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 houve 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 criou 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. Foram 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*⁹ mínimo de 25%, *tag along*¹⁰ de 100% para as ações ON e vedações de que a mesma pessoa ocupe o cargo de diretor presidente e presidente do Conselho de Administração (BM&FBOVESPA, 2014).

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, observa-se 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 ao do 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

⁹ Parcela do capital de companhia aberta disponível para negociação pública (ações em circulação).

¹⁰ Mecanismo que garante, em caso de operações de aquisição de controle acionário, condições pré-estabelecidas para que os minoritários também possam exercer direito de aquisição de ações detidas da companhia cujo controle está sendo adquirido.

também ocorreram atuações fundamentais de fundos de *private equity*, contexto observado no Brasil apenas recentemente, ainda assim de forma localizada, diferentemente de grandes transações alavancadas dos anos 1980 e parte dos 1990 para aquisição de grandes corporações (LBO¹¹, MBO¹² e outros).

O mercado brasileiro de ações se coloca em uma posição intermediária em nível mundial quando se compara sua dimensão em relação ao PIB. Analisando a relação entre o valor de mercado total das empresas listadas em bolsa em relação ao PIB em 2010, 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 (BANCO MUNDIAL, 2014; FEDERAÇÃO MUNDIAL DE BOLSAS, 2014), ou 159% se excluirmos Hong Kong, que é um *outlier*¹³ (1.186%). O Brasil tem 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%)¹⁴ e Polônia (40%)), e o México (43%) e abaixo da Coreia do Sul (108%).

4. Metodologia, Dados e Amostra

A literatura apresenta algumas variações sobre o tipo de evento que caracteriza o fechamento de capital, especialmente nos Estados Unidos, onde uma empresa pode cancelar em definitivo seu registro para negociação pública (*go private*) ou pode deixar de ser negociada em ambiente de bolsa para ser negociada no mercado de balcão (*go dark*). Leuz, Triantis e Wang (2008) destacam que, em ambos os casos, a empresa deixa de ter obrigações com a SEC, evento que é referência para a maioria dos estudos para definir o fenômeno do fechamento de capital.

¹¹ Management Buyout: transação onde a equipe de gestão compra os ativos e operações do negócio que eles gerenciam. (Fonte: Investopedia (2015), tradução dos autores).

¹² 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 (2015), tradução dos autores).

¹³ Termo usado em estatística, descreve uma observação que apresenta um grande afastamento das demais de uma amostra.

¹⁴ Em 2009.

Alguns autores são mais restritivos, como Bharath e Dittmar (2010), que admitem apenas o primeiro evento, mas não o segundo, para definir empresas que fecharam o capital.

No Brasil, até 2009, as companhias abertas obtinham registro para a emissão de valores mobiliários, que inclui debêntures, ações e outros. Com a Instrução 480, de 7/12/2009, a CVM estabeleceu duas categorias para registro de valores mobiliários, sendo que a categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários e a categoria B permite ao requerente a negociação de quaisquer valores mobiliários, exceto ações, certificados de depósito de ações ou títulos conversíveis em ações. Assim sendo, especialmente até 2009, diversas empresas que obtiveram registro junto à CVM para emissões de valores mobiliários nunca emitiram ações, mas apenas debêntures, por exemplo. Além disso, algumas empresas deixaram de ter suas ações negociadas em bolsa para tê-las apenas em balcão organizado, uma prerrogativa admitida no mercado brasileiro. Nesse caso, a empresa continua tendo obrigações junto à CVM, mas está inserida em um mercado pequeno, com menor visibilidade e liquidez, onde a negociação ocorre de maneira privada entre as partes. Entretanto, ainda que seja um evento de saída da negociação pública, não se pode afirmar que a companhia deixe de ter obrigações com a CVM, por isso esse evento não foi considerado, neste estudo, como um evento de fechamento de capital (foram 13 ocorrências no período em análise, conforme demonstrado na Tabela 3).

No presente estudo, portanto, foi adotada uma abordagem mais próxima de Bharath e Dittmar (2010), definindo fechamento de capital (ou deslistagem) 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. Portanto, somente o cancelamento de registro ou a migração para o mercado de balcão organizado não é condição para definir-se uma empresa como deslistada e, com isso, não se admite neste estudo que uma empresa que nunca teve ações disponíveis à negociação possa se deslistar.

Usando um modelo logit, foram analisadas 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, período em que dispomos de informações públicas disponíveis para pesquisa na

CVM ou na Economatica do ano corrente e de dois anos anteriores. Para controle, foram aplicadas 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 há disponibilidade de todos os editais de OPA para as 119 empresas que fecharam capital, foi assumida 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, foram excluídos os últimos seis meses de cotação da companhia e calculada 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.

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 em CVM (2014a) e EMIS (2014). 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 pelos autores.

Também através de pesquisa em CVM (2014a), foram obtidos 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 distintas 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 BM&FBOVESPA (2014) 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 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 selecionar apenas as empresas que se deslistaram, a partir das planilhas mensais foi construída a evolução de todas as empresas que entraram e que saíram da listagem no período, dados estes tabulados e consistidos com os dados de empresas que cancelaram registro (um grupo maior que inclui essas deslistadas), e as bases foram conciliadas. No período, foram tabuladas 327 empresas que foram admitidas à negociação e 491 empresas que deixaram a listagem entre 1999 e 2013, das quais foram consistidas com a base de cancelamento de registros um total de 373 empresas. Para as demais 118 foram realizadas pesquisas individuais para garantir que não deveriam estar na base de listadas para fins deste trabalho, e concluiu-se 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 B¹⁵ e 1 empresa entrou e saiu duas vezes, com o que uma delas foi eliminada 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:

¹⁵ Vide Instrução CVM 480, de 7/12/2009, Art. 2º.

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% |
| Total | 373 | 100,0% |

Fonte: BM&FBOVESPA, dados elaborados pelos autores.

Notas: Deslistagem voluntária: casos em que houve ação dos controladores ou adquirentes das empresas para seu fechamento do capital, perfazendo um total de 199 empresas¹⁶; 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 si¹⁷; 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.

As companhias tendem a permanecer um tempo relativamente longo listadas na bolsa brasileira, como se observa adiante, o que se confirma pelo pequeno número de empresas que se listaram e saíram da bolsa entre 1999 e 2013. Tomando como base o grupo de 199 empresas que se deslistaram voluntariamente, uma quantidade relativamente pequena do total delas (30, ou 15% do total), se listaram e deslistaram no período, conforme se pode observar na Tabela 2 abaixo, onde é apresentada 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 voluntária:

¹⁶ 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.

¹⁷ 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.



Tabela 2

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 IPO | 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 | |
| Total | 119 | 119 | 32 | 32 | 20 | 20 | 13 | 13 | 15 | 199 | 199 | |
| Até 1998 | - | 107 | - | 29 | - | 20 | - | 13 | - | - | - | 169 |
| 1999 a 2013 | 119 | 12 | 32 | 3 | 20 | - | 13 | - | 15 | 199 | 30 | |

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

Fonte: Dados da BM&FBOVESPA, elaborados pelos autores.

Notas: a Tabela apresenta 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.

Para as 199 empresas deslistadas voluntariamente, nova avaliação da base de dados foi realizada, para garantir aderência e consistência com a literatura e também boa qualidade na base de dados. Assim sendo, foram excluídos casos de deslistagem com dispensa de OPA, instituições financeiras¹⁸, empresas que migraram para o Mercado de Balcão, empresas que permaneceram menos de dois anos listadas, holdings e empresas com informações incompletas. Portanto, feitos os ajustes, foram mantidos apenas casos em que houve uma OPA para aquisição das ações detidas por minoritários, resultando na amostra de empresas que fecharam o capital de janeiro de 1999 a dezembro de 2013 - e que são a base deste estudo - de 119 empresas, como demonstrado na Tabela 3 abaixo:

¹⁸ Em linha com os trabalhos na literatura que são referência ao presente estudo.

Tabela 3

Amostra de empresas deslistadas

| Deslistagem Voluntária | 199 |
|--------------------------|-----|
| Exclusões: | |
| Com dispensa de OPA | 32 |
| Instituições Financeiras | 20 |
| Mercado de Balcão | 13 |
| <i>Holdings</i> | 9 |
| Menos de 2 anos listadas | 5 |
| Informações incompletas | 1 |

| Amostra total | 119 |
|----------------------|------------|
|----------------------|------------|

Fonte: Dados da BM&FBOVESPA, elaborados pelos autores.

Notas: Deslistagem voluntária: casos em que houve ação dos controladores ou adquirentes das empresas para seu fechamento do capital; Com dispensa de OPA: 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%¹⁹; Instituições financeiras: bancos, seguradoras, *leasing* e financeiras; Mercado de Balcão: empresas que migraram para o Mercado de Balcão; *Holdings*: empresas controladoras de outras empresas e para as quais não há dados disponíveis de operação (vendas, por exemplo); Menos de 2 anos listadas: empresas que não possuem um mínimo de duas demonstrações financeiras publicadas; Informações incompletas: empresa que não apresenta todos os dados para cálculo de indicadores necessários ao presente estudo.

Confirmando o observado na amostra completa, as empresas tendem a ficar por longo tempo, em média, listadas. Das 119 empresas que foram 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 apurados por Pagano, Panetta e Zingales (1998) no mercado italiano e os 13 anos encontrados por Bharath e Dittmar (2006) no mercado americano.

A distribuição de tempo de permanência na bolsa das empresas desse grupo é ampla mas relativamente uniforme, com 58 empresas (48,7%

¹⁹ 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; BOMPRECO BAH tinha apenas um acionista controlador com 100% das ações

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) | empresas | Quant. | %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% |
| Total | 119 | | 100.0% | |

Fonte: BM&FBOVESPA, dados elaborados pelo autor.

A Tabela 4 mostra faixas de tempo que as empresas que deixaram a bolsa permaneceram listadas. Destacam-se, 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.

Os dados de empresas das amostras do presente trabalho contemplam informações do ano do fechamento de capital e do anterior, mas autores utilizam diversas metodologias, como Pour e Lasfer (2013) que, além desse dois períodos, utilizaram também dados médios do período em que as empresas permaneceram listadas, inviável neste trabalho devido à indisponibilidade de dados públicos. Bharath e Dittmar (2006) utilizaram dados do exercício disponibilizados no IPO e do ano de fechamento, inviável no caso deste estudo para a primeira data. O critério utilizado neste trabalho se aproxima de Bharath e Dittmar (2010), que utilizaram os dois períodos também utilizados neste trabalho e também o período posterior ao fechamento, não utilizado neste estudo por falta de acesso aos dados. 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 foram estruturadas 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 há 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, ressalte-se que foi necessário 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), foi efetuado pareamento caso a caso de 119 empresas da amostra de controle com base no setor NAICS²⁰ das respectivas empresas que se deslistaram, no mesmo ano do ocorrido. Este critério setorial foi utilizado por apresentar maior uniformidade e menores mudanças ao longo do período analisado, pois outros critérios 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.

A amostra com o critério de pareamento por tamanho (TAM) foi constituída com base na comparação do total de ativos, tendo como base os trabalhos de Engel, Hayes e Wang (2006) e Gleason, Payne e Wiggenhorn (2007), caso a caso, em cada ano respectivo de fechamento de capital. Para efetuar essas comparações, foram considerados os valores dos ativos das empresas que se deslistaram com as que permaneceram no ano em que o evento ocorreu.

²⁰ *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 da Economatica, que fez adaptação ao mercado brasileiro). 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.

Na terceira amostra de controle, que tem como parâmetro de pareamento a liquidez (LIQ), foi adotado 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.

Na quarta amostra de controle, foram agrupadas as três amostras pareadas, na que foi chamada de “Todas”. Nesta amostra, foram incluídas todas as empresas das outras três amostras de controle por pareamento, com eliminação das 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.

5. Hipóteses e Variáveis de Controle

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 têm características mais próximas ao Brasil. Outra condição colocada pelos autores, mencionando os trabalhos de Planell (1995) na Espanha e Rydqvist e Högholm (1995) na Suécia, é que nesses mercados os IPOs não parecem ter como finalidade trazer fundos para novos investimentos e crescimento, que foi complementada por Pour e Lasfer, que concluíram 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, entende-se que é possível 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), e tem características mais alinhadas com mercados da Europa Continental e outras economias emergentes em muitos aspectos. Em relação aos primeiros, tomando como exemplo a Itália, Pagano, Panetta e Zingales (1998) destacam a menor relevância do mercado acionário em relação ao tamanho de suas economias, em que o mercado de capitais não tem papel tão relevante no financiamento das empresas, como destacamos no final da seção 2.3.3. Du, He e Yuen (2013) ressaltam, por sua vez, que mercados de economias emergentes não têm uma base tão

diversa de investidores, prevalecendo empresas de capital aberto com controle bem definido, o que também se verifica no mercado brasileiro.

Ademais, foram levadas em consideração hipóteses para as quais se tenham dados disponíveis e robustos para testá-las. Por exemplo, não há dados disponíveis de tentativas de aquisições hostis de empresas abertas – dado disponível em pesquisas nos Estados Unidos – com o que não se poderia testar uma hipótese de que os fechamentos de capital no Brasil estejam relacionados com medidas disciplinares para tirar da companhia maus administradores e substitui-los por outros designados pelos novos gestores da companhia que fechou o capital. Entretanto, não 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 foi considerada 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, buscou-se o apoio mais amplo possível da literatura disponível.

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, foram analisados quatro indicadores: participação acionária dos controladores, fluxo de caixa livre, retorno sobre ativos (ROA) e dividendos pagos.

Espera-se 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 do que seria o valor justo. Ainda, importante destacar que o presente estudo se propõe a verificar efeitos econômicos da concentração de propriedade, através da análise de participação acionária total de acionistas controladores²¹, sem

²¹ Acionista controlador pode ser um ou mais indivíduos ou pessoas jurídicas, destacadas como tal nas informações financeiras enviadas pela empresa à CVM, e não apenas o maior acionista.

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), o que 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, entende-se ser mais adequada a restrição 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, que tem como base estudos de Weir, Laing e Wright (2005a e 2005b), Renneboog, Simons e Wright (2007) e Mehran e Peristiany (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 publicadas²², foi tomado como base o EBIT (ou LAJIR, 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 subtraindo-se 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), espera-se que a companhia deslistada tenha uma tendência a uma política de distribuição de dividendos mais restritiva, variável que também será analisada nesta hipótese.

²² Esta informação passou a ser obrigatória no Brasil apenas a partir de 2010.

A outra variável utilizada para medir acesso a capital é o retorno sobre ativos (ROA) que, apesar de ser amplamente utilizada como medida de rentabilidade, alguns autores, como Pour e Lasfer (2013), a tratam também como um problema de agência, o que também caberia se admitido o resultado encontrado por Santos (2010) de gerenciamento de resultados por empresas que fecham o capital, reduzindo os resultados contábeis da companhia dois anos antes da deslistagem. 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 abrir o capital e se tornar 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 apontada por Bharath e Dittmar (2006) de que, em vários casos (e o presente estudo considera que este é um deles), a lógica de se fechar o capital pode ser o reverso da lógica de certas hipóteses para abrir, empresas 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, encontraram 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.

Variáveis de controle

Além das cinco variáveis que suportam as duas hipóteses principais, há 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, observa-se um crescente número de demandas de informações e controles às companhias abertas, o que vem aumentando seus custos para atende-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, Engel, Hayes e Wang (2006), por exemplo, apontam a entrada da SOX como uma das razões para o fechamento de capital de diversas empresas. Nesta hipótese, foi testado 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 foi encontrado estudo analítico de custos para manter uma empresa listada, mas alguns estudos utilizam aproximações para estimar esses custos. Marosi e Massoud (2007), por exemplo, utilizaram os custos de auditoria em relação ao valor de mercado para estima-los, o que pode ser uma boa aproximação se for considerado um período de tempo mais longo, o que não é o caso do presente estudo. Como não há uma base robusta de partida para estimar os custos, foi elaborada 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, foram definidos 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) descreve alguns estudos prévios feitos sobre custos de se manter a empresa listada, destacando 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). Na estimativa de custos deste estudo, 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, foram obtidos valores mais altos, conforme a Tabela 5 abaixo:

Tabela 5

Custos estimados para manter empresa listada

| Valores em milhões de R\$ | | | |
|----------------------------------|-------|--------|--------|
| Grupo | Média | Mínimo | Máximo |
| 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: CVM (2014a) e estimativas preparadas pelos autores, elaborados pelos autores.

Nota: Valores atualizados pelo IPCA para final de 2013.

Foi incluída também entre as variáveis de controle a relação do valor de mercado em relação ao valor de livros (contábil) do patrimônio líquido (MTB), para verificar-se se as ações de empresas que saem da bolsa são subavaliadas nos anos que antecedem o evento, em linha com a hipótese de *undervaluation*²³ analisada nos estudos de Weir, Laing e Wright (2005b) e Renneboog, Simons e Wright (2007). Gleason, Payne e Wiggenhorn (2007) apontam que essa relação também pode ser considerada uma medida de perspectivas de crescimento, na medida em que se assume 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

²³ A hipótese de subavaliação (*undervaluation hypothesis*) está baseada no conceito de que seja possível para a administração da empresa, que possui mais informações internas (*inside information*) e conhece a verdadeira distribuição dos retornos futuros, perceba que o preço da ação esteja subavaliado em relação ao rela potencial da companhia (RENNEBOOG; SIMONS, 2005).

do *turnover*²⁴ 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, como apontaram Mehran e Peristiani (2010), também é uma *proxy* de visibilidade, na medida em que investidores preferem negociar ações com informações mais transparentes. Quanto à metodologia, há algumas diferenças entre abordagens, ainda que o conceito seja o mesmo, que vão desde a utilização, por Engel, Hayes e Wang (2006), da média mensal de *turnover* de ações, ou utilização, por Marosi e Massoud (2007), da média dos últimos 150 dias, ou mesmo os estudos de Mehran e Peristiani (2010), Bharath e Dittmar (2010) e Pour e Lasfer (2013), que não especificam o horizonte de tempo utilizado. No caso brasileiro, entende-se 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) apontaram 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 Wiggenhorn (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:

²⁴ No presente estudo, foi calculado pela 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 |
|---------------------------------|----------|---|---|----------------|
| H1: Problemas de Agência | | | | |
| | 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 | - |
| H2: Acesso a capital | | | | |
| | LEVER | Alavancagem financeira | Dívida Total / Ativo | - |
| Variáveis de controle | | | | |
| | 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(Ativos) - valores corrigidos pelo IPCA para 2012 e 2013 | - |

Fonte: Elaborada pelos autores.

Notas: na Tabela são apresentadas 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, apresenta-se o sinal esperado para os coeficientes das variáveis na regressão em relação ao evento de fechamento de capital.

6. Análise dos Resultados

O modelo logit foi utilizado para análise da regressão, de modo a gerar modelo para estimar os efeitos das variáveis independentes sobre o evento que é o 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.

A equação para a regressão do modelo estatístico (logit) está descrita abaixo:

$$DELIST = \beta_0 + \beta_1 PCONT + \beta_2 FCFL + \beta_3 ROA + \beta_4 DIVID + \beta_5 LEVER + \beta_6 CUST + \beta_7 MTB + \beta_8 TOVER + \beta_9 ATIVO + \varepsilon$$

onde os β 's são os respectivos coeficientes das variáveis independentes descritas na Tabela 6, e DELIST é a variável dependente que variará entre 0 e 1, de acordo com a probabilidade de ocorrência do evento de fechamento de capital.

Sobre a amostra de dados foi realizada 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> | 0,478*** <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> |
| Controle | | | | | | | | | | |
| 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> | 14,013*** <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> | |
| Outras | | | | | | | | | | |
| 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> |

Fonte: Elaborada pelos autores.

Notas: na Tabela são apresentados os valores de médias (em preto) e medianas (em vermelho e itálico) 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 controles 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. Os asteriscos indicam níveis de significância para as diferenças de médias, sendo * significante a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Para comparação entre as médias foi utilizada a diferença de médias baseada na estatística t, dentro de intervalos de confiança - IC com níveis

de significância de 1%, 5% e 10% - níveis de confiança de 99%, 95% e 90%, respectivamente.

Era esperado que a participação dos controladores fosse superior nas empresas que fecharam capital, o que se confirma no nível mais alto de confiança (99%), 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. Já o fluxo de caixa livre das empresas que se deslistaram em relação aos ativos, nos dois momentos de tempo, mostra-se inferior à média das demais amostras, mas apenas se pode afirmar estatisticamente que é menor que a média da amostra setorial (SET) nos dois períodos, com significância de 5%, e na amostra com todas as empresas, com significância de 10%. Ainda no grupo de problemas de agência, a exemplo do fluxo de caixa livre, notase que as empresas deslistadas pagavam dividendos pouco inferiores, em média, que as demais no ano que antecedeu o fechamento de capital, diferença que é significativa para a amostra setorial (SET) e para o conjunto. No ano do fechamento, essa diferença se torna mais pronunciada e encontra-se diferença positiva para todas as amostras, dentro de diferentes níveis de confiança. 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 se pode afirmar com assertividade que a rentabilidade era inferior no ano do fechamento, mas no ano anterior há sinais mistos, apontando possibilidade de a diferença ser positiva. No ano anterior ao fechamento, o ROA fica pouco inferior das amostras com pareamento por tamanho e liquidez e bem inferior à amostra setorial (SET) e à total, 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 é possível confirmar essa afirmação dentro dos 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 (SET) a diferença é negativa dentro do IC. Se forem analisadas 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-se 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 mas, devido à grande dispersão de valores nesta última amostra, não se pode afirmar que a diferença seja negativa dentro dos 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 por Engel, Hayes e Wang (2006). Nas amostras setoriais e por volume negociado, nota-se que o impacto é menor, ainda que importante, representando entre 1% e 4%, em média, das vendas líquidas das empresas. No ano do fechamento, pode-se observar que os custos são maiores para as empresas deslistadas do que as empresas da amostra setorial (SET).

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 se confirma dentro dos IC para todas as amostras, exceto a por liquidez no ano anterior ao fechamento, mas também se confirma no ano do evento. Em relação às outras duas variáveis (MTB e *turnover*), não se pode afirmar o sinal da diferença dentro do IC, podendo-se apenas afirmar que a última é inferior no ano anterior ao fechamento quando comparada à amostra setorial (SET).

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

| Variável | Ano anterior ao fechamento (t-1) | | | | Ano do fechamento (t) | | | |
|-------------------------|----------------------------------|--------------------------|----------------------------|--------------------------|---------------------------|--------------------------|----------------------------|---------------------------|
| | SET | LIQ | TAM | Todas | SET | LIQ | TAM | Todas |
| Hipóteses | | | | | | | | |
| 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> |
| Controle | | | | | | | | |
| 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> |
| Acerto do modelo | 68.49% | 62.61% | 66.39% | 76.38% | 75.63% | 70.17% | 72.27% | 77.92% |

Fonte: Elaborada pelos autores.

Notas: 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, estão os coeficientes da regressão para cada amostra e para cada variável, e na segunda linha estão 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 foi excluída a variável TOVER e na amostra TAM foi excluída a variável 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 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%.

O modelo foi testado para endogeneidade, utilizando-se dois métodos para asseguração do resultado: primeiramente, foi utilizado o teste de Wald e, subsequentemente, foi utilizado o teste em dois passos (*two-stage least squares* - 2SLS). 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 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 se deseja – 0,10 no 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. Assim, o presente modelo foi gerado com probit e verificou-se que os resultados são consistentes e, sendo assim, foi mantido o modelo logit original. Outro ponto a destacar é que foi utilizado o recurso de aumentar o modelo original com quatro variáveis de controle, de modo que seja mitigado o problema de omissão de variáveis que poderia causar endogeneidade (BARROS *et al.*, 2010).

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

Como mencionado, as variáveis relacionadas a caixa e problemas de agência ganham destaque nos resultados observados. Para o fluxo de caixa livre, há 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. Encontram-se, 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 como os de Maupin, Bidwell e Ortergren (1984) e Lehn e Paulsen (1989), que retrataram períodos mais antigos nos mercados nos Estados Unidos e de Weir e Wright (2002) no Reino Unido, relativos à década de 1980, e também a estudo recente de Du, Hu e Yuen (2013) em mercado emergente em Hong Kong, que destacou alta concentração acionária e alto nível de fluxo de caixa livre associados ao evento de deslistagem, e de Jackowicz e Kowalewski (2006) na Polônia, que encontrou maiores níveis relativos de fluxo de caixa livre associados à deslistagem. O mercado de capitais brasileiro ainda é pequeno em relação ao mundo, com predominância de empresas com concentração de participação com controladores e, portanto, 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, segundo Santos (2010), manipulações de resultados 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 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, entende-se 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, confirma-se que as participações acionárias dos controladores se mostram, destacadamente, como um diferencial das

empresas que se deslistam. De fato, se analisadas 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) | Free Float = (a) + (b) | Controladores | Relevantes (a) | Outros (b) | Free Float = (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 |

Fonte: Dados da CVM, elaborados pelos autores.

Notas: 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.

Observa-se na Tabela 9 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 médias das participações nas empresas listadas, que se apresentam relativamente uniformes para as três amostras de controle por pareamento, entre 45% e 49% no ano anterior ao fechamento e no ano do fechamento. Foi calculada a diferença de médias e chega-se a um erro padrão ajustado na comparação de diferenças de médias de 6,7% para os controladores, com o que se pode afirmar, com 95% de confiança, que as médias das empresas deslistadas é superior às das demais amostras de empresas listadas.

Vale notar também a diferença na parcela de “*free float*” e de “outros” nos grupos. Se somadas as participações de controladores e acionistas relevantes para as empresas deslistadas, obtém-se 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, foi testada 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, notam-se resultados significativos para o retorno sobre os ativos (ROA), onde se encontra 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 gerenciamento 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 gerenciamento de resultados, era de se esperar que a queda na rentabilidade se agravasse no ano do fechamento, o que de fato é observado.

Cabe notar que há a possibilidade de que parte dos ganhos com gerenciamento 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. Foram analisados os editais de OPA disponíveis para acesso público (CVM, 2014a) de 54 empresas a partir de 2004, destacando-se:

- (i) A maioria dos preços justos sugeridos para as OPAs estão baseados em fluxos de caixa descontados, representando 33 (ou 60%) dos 50 casos em que há uma recomendação do avaliador quanto ao melhor método;
- (ii) Foram comparados os preços médios negociados das ações nos doze meses anteriores ao anúncio da OPA com o preço da oferta, concluindo-se que os preços ofertados são, em média, 25% superiores, ou seja, os minoritários recebem um prêmio que deve ajudá-los a recompor efeitos de gerenciamento de resultados;
- (iii) Observa-se 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: 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 houve 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 a constatação de forte concentração com controladores já anteriormente ao evento.

Com relação ao acesso a capital, percebe-se 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 se constata 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 foi apontado 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 se analisa a regressão, percebem-se 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 se encontra significância de que seja um fator crucial na decisão isoladamente. Esse resultado está em linha com o que observa Siqueira (2010), quando afirma que, apesar de os custos constituírem despesa relevante, sobressaem somente quando a companhia não necessita ou não tem condições de recorrer ao mercado.

Não foi encontrado 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 se esperava, que era que tivesse relação negativa com a deslistagem. Algumas explicações são 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*²⁵ da companhia (não há informações disponíveis 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 encontrados para o ROA.

Por fim, foi encontrada relação negativa mas sem significância para o *turnover*, e uma possível explicação pode ser esse volume de

²⁵ Pessoa que tenha acesso privilegiado a informações de uma empresa.

negociação mencionada de *insiders*, mas não se pode 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 entende-se ser uma medida mais precisa e correta para comparar liquidez em bases equivalentes.

7. 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 do período de análise, iniciou-se 1999 com 527 empresas listadas e encerrou-se 2013 com 363 empresas admitidas à negociação.

E quais são os fatores que descrevem o perfil das empresas que deixam a bolsa? Neste estudo foi analisada 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, conclui-se 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, foi observado 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 se esperava. Uma possível explicação é o efeito das manipulações de resultados apontados por Santos (2010), que tornam os lucros da companhia menores e, consequentemente, 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 foram excluídos 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, observa-se 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 conclui-se 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, esperava-se que tivesse relação negativa com o evento de fechamento de capital. Entretanto, ainda que se tenha encontrado, de fato, sinal negativo, não se apresentou como variável significativa para a ocorrência do evento nos dois anos analisados.

Percebe-se 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.

Um fator destacado nas empresas que fecharam o capital foi a concentração de propriedade com os controladores. O presente estudo tem abordagem quantitativa, levando em conta a magnitude da participação, independentemente de sua natureza e de quantos sejam os acionistas controladores, não levando em conta, por exemplo, se há concentração de ações com direito a voto (ON) ou aspectos políticos e de governança derivados dessa concentração. Assim, uma possível linha de desenvolvimento de novos estudos poderia abordar a governança e os impactos sobre a deslistagem desde uma visão de aspectos qualitativos da influência da concentração de propriedade.

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, Hadiye & Kumar, Praveen. 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.
- Banco Mundial. 2014. Disponível www.worldbank.org. Acesso em junho de 2014.
- Barros, Lucas A.B.C., Castro Jr., Francisco H.F., Silveira, Alexandre D.M. & Bergmann, Daniel R. 2010. *A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação*. Working Paper Series, SSRN.
- Bharath, Sreedhar T. & Dittmar, Amy K. 2006. 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*.
- Bharath, Sreedhar T. & Dittmar, Amy K. 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.

- BM&FBOVESPA. 2014. Disponível em www.bmfbovespa.com.br. Acesso em abril, maio e junho de 2014.
- Boot, Arnoud W.A., Gopalan, Radhakrishnan & Thakor, Anjan 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.
- CVM. 2014a. Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em setembro e outubro de 2014.
- CVM. 2014b. Disponível em www.portaldoinvestidor.gov.br. Acesso em agosto de 2014.
- Du, Julian, He, Qing & Yuen, San W. 2012. Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, n.22, p.50-68.
- EMIS Euromoney Institutional Investor Company. 2014. Disponível em www.securities.com/emis/. Acesso em julho de 2014.
- Engel, Ellen, Hayes, Rachel M. & Wang, Xue. 2006. The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions. *Journal of Accounting and Economics*, n.44, p.116-145.
- Federação Mundial de Bolsas. 2014. Disponível em www.world-exchanges.org. Acesso em junho de 2014.
- Gleason, Kim, Payne, Bruce, & Wiggenhorn, Joan. 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, Damodar. 2011. *Econometrics by Example*. Palgrave Macmillan.
- Grossman, Sanford J. & Hart, Oliver 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, Jens Ø. & Öqvist, Fredrik. 2013. Why Do U.S.-Listed Chinese Firms Go Private? *Working Paper Series*, SSRN.
- Holmstrom, Bengt & Kaplan, Steven N. 2001. Corporate governance and merger activity in the U.S.: making sense of the '80s and '90s. *Journal of Economic Perspectives* v.15, n.2, p.121-144.
- Hsu, Peter C. 2004. A Response to an Increased Regulatory Burden? *Law & Economics Research Paper Series*, n.04-16, UCLA School of Law.

Investopedia. 2015. Disponível em www.investopedia.com. Acessado em abril de 2015.

Jackowicz, Krzysztof & Kowalewski, Oskar. 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, Michael C. 1986. 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.

Jensen, Michael C. 1989. Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, Revised 1997.

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, p.305-360.

Kaplan, Steven N. 1989. Management buyouts: evidence on taxes as a source of value. *Journal of Finance* v.44, p.611-632.

Kaplan, Steven N. 1997. *The evolution of corporate governance: we are all Harry Kravis now*, Working paper.

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

Kim, Woojin & Weisbach, Michael S. 2005. Do firms go public to raise capital? *Working paper*, University of Illinois at Urbana-Champaign.

Lehn, Kenneth & Poulsen, Annette. 1989. Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *The Journal of Finance*, v. 44, n. 3, p.771-787.

Leuz, Christian, Triantis, Alexander & Wang, Tracy 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, András & Massoud, Nadia. 2007. Why Do Firms Go Dark? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.42, n. 2, p.421-442.

Maupin, Rebekah J., Bidwell & Clinton M., Ortegren, Alan 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, p.435-450.
- Mehran, Hamid & Peristiani, Stavros. 2010. Financial Visibility and the Decision to Go Private. *The Review of Financial Studies*, v.23, n.2, p.519-546.
- Militão, Francisco 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, Nancy J. & Chen, Carl R. 2007. The Impact of the Sarbanes-Oxley Act On Firms Going Private. *Research in Accounting Regulation*, v. 19, p.119-134.
- Pagano, Marco, Panetta, Fabio, & Zingales, Luigi. 1998. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, v. 53, n. 1, p.27-64.
- Pour, Eilnaz K. and Lasfer, Meziane. 2013. Why do companies delist voluntarily from the stock market? *Journal of Banking & Finance*, v. 37, p.4850-4860.
- Renneboog, Luc & Simons, Tomas. 2005. Public-to-Private Transactions – LBOs, MBOs, MBIs and IBOs *TILEC Discussion Paper*.
- Renneboog, Luc, Simons, Tomas & Wright, Mike. 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.
- Rydqvist, Kristian & Högholm, Kenneth. 1995. *Going public in the 1980s: Evidence from Sweden*. European Financial Management v.1, n. 3, p.287-315.
- Santos, Isabela T. 2010. *Gerenciamento de resultados em fechamento de capital*. Dissertação de Mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, Brasil.
- Siqueira, Carlos A.J. 2010. *Fechamento de capital: Oferta Pública de Aquisição de Ações e Outras Modalidades*. Ribeirão Preto, Migalhas.
- The Takeover Panel. 2015. Disponível em www.thetakeoverpanel.org.uk. Acessado em abril de 2015.

- Weir, Charlie, Laing, David & Wright, Mike. 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(5) & (6), p.909-943.
- Weir, Charlie, Laing, David & Wright, Mike. 2005b. Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private. *Applied Financial Economics*, v.15, p. 947-961.
- Weir, Charlie & Wright, Mike. 2002. Going Private Transactions and Corporate Governance in the UK. *Working paper series, SSRN*.
- Weir, Charlie & Wright, Mike. 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, Halbert. 1980. A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, v. 48, n. 4, p.817.