

O nível de caixa e a proteção aos acionistas minoritários podem afetar a deslistagem de empresas no Brasil?

Does the cash level and the protection to minority shareholders may affect the delisting of companies in Brazil?

Juliana Rodrigues Oliveira

E-mail: jujuro19@yahoo.com.br

Universidade Federal de Uberlândia – UFU – Brasil
BR 0-50, Km 78 – Bloco – Uberlândia – MG, 38410-337

Fernanda Maciel Peixoto

E-mail: fmacielpaixoto@gmail.com

Universidade Federal de Uberlândia – UFU – Brasil
BR 0-50, Km 78 – Bloco – Uberlândia – MG, 38410-337

Cláudia Olímpia Neves Mamede Maestri

E-mail: claudiamamede@yahoo.com.br

Universidade Federal de Uberlândia – UFU – Brasil
BR 0-50, Km 78 – Bloco – Uberlândia – MG, 38410-337

RESUMO

O presente estudo teve por objetivo analisar os aspectos intrínsecos da deslistagem no Brasil, de forma a compreender os determinantes desse processo em momentos de crise e de estabilidade econômica. A amostra compreendeu todas as empresas listadas (com exceção das firmas pertencentes ao setor financeiro e de fundos) na BM&FBOVESPA no período de 2004 a 2015, o que representou 576 empresas, das quais 243 se deslistaram e destas, 112 foram voluntariamente. O modelo de regressão adotado foi o logit com dados em painel. A fundamentação teórica se baseou principalmente nos estudos de Pour e Lasfer (2013), Bortolon e Silva Júnior (2015), Saito e Padilha (2015) e Santos (2016). Os resultados evidenciaram relação positiva com a deslistagem voluntária para as variáveis caixa em momentos de crise, tamanho da empresa e oportunidades de crescimento, e, relação negativa com a deslistagem voluntária para as variáveis distribuição de dividendos em momentos de crise, emissão de ADR's, nível de Governança Corporativa e alavancagem. A principal contribuição desta pesquisa foi evidenciar que em momentos de crise: uma maior disponibilidade de caixa aumenta a probabilidade de a empresa se deslistar da bolsa de valores e, uma maior proteção aos acionistas minoritários atenua a probabilidade de deslistagem das empresas.

Palavras-chave: Deslistagem Voluntária; Disponibilidade de Caixa; Governança Corporativa; Proteção aos Acionistas Minoritários.

ABSTRACT

This study aimed to analyze the intrinsic aspects of delisting in Brazil to understand the determinants of this process in moments of crisis and economic instability. The sample comprised all the companies listed (except firms belonging to the finance and funds sectors) at BM&FBOVESPA in the period from 2004 to 2015, which

represented 576 companies, out of which 243 were delisted, and out of which 112 did so voluntarily. The regression model adopted was logit with panel data. The theoretical framework was based mainly on the studies on Pour and Lasfer (2013), Bortolon and Silva Júnior (2015), Saito and Padilha (2015) and Santos (2016). The results demonstrate a positive relation with voluntary delisting for the variables cash in moments of crisis, company size and growth opportunities, and a negative relation with voluntary delisting for the variables distribution of dividends in moments of crisis, emission of ADRs, Corporate Governance level and financial leverage. The main contribution of this research was to demonstrate that in moments of crisis: a larger availability of cash increases the likelihood of the company delisting itself from the stock market and a higher protection to minority shareholders attenuate the likelihood of delisting of companies.

Keywords: Voluntary Delisting; Cash Availability; Corporate Governance; Protection to Minority Shareholders.

INTRODUÇÃO

A decisão da empresa de se manter ou não listada, advém da análise gerencial dos fatores que mensuram os custos e benefícios intrínsecos ao processo decisório. Algumas vantagens relacionadas à decisão de listagem são maior acesso ao capital de terceiros com menor custo de crédito, maior controle e monitoramento das deliberações gerenciais, melhor reputação da companhia no mercado de ações, dentre outras (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998; Silva, 2000; Leal & Saito, 2003; Eid Júnior & Horng, 2005). Já o processo de deslistagem do mercado de capitais pode advir de fatores como nível de caixa, custos envolvidos com a listagem das companhias no mercado acionário e realinhamento do quadro societário da empresa.

No mercado acionário brasileiro, o processo de deslistagem de empresas é efetivado a partir de duas categorias, a primeira, por ofício de forma involuntária, regulada pela Instrução CVM nº 287/1998 onde ocorre a extinção da companhia, cancelamento do registro comercial e paralisação das atividades por um período superior a três anos, e seu registro de companhia pública suspenso por mais de um ano (Bortolon & Silva Júnior, 2015a). A segunda, por meio da oferta pública de aquisição (OPA), regulada pela Instrução CVM nº 361/2002, de forma voluntária: OPA para cancelamento de registro, OPA para aumentar a participação acionária do controlador, OPA voluntária, entre outras (Bortolon & Silva Júnior, 2015a). Neste estudo o foco é a deslistagem voluntária, por delimitar as companhias que optaram pela ruptura com o mercado de capitais. Segundo Eid Júnior e Horng (2005), os dados relativos as empresas que se deslistaram de forma involuntária nem sempre estão disponíveis, dado que as mesmas por vezes não cumprem com os requisitos exigidos pelos órgãos reguladores.

Na década de 2000 ocorreu um aumento dos fechamentos de capital supostamente devido aos custos impostos pela implementação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) às empresas de capital aberto, o que afetou de forma mais acentuada as empresas menores (Engel, Hayes, & Wang, 2007). Essa lei implantada em 2002

pelo mercado norte-americano, impôs uma série de exigências relativas a controles e divulgação de informações. Por sua vez, no Brasil o lançamento dos níveis diferenciados de Governança Corporativa (GC) pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA ocorreu em 2000, dando ênfase à proteção aos investidores e transparência das informações publicadas pelas empresas (Saito & Padilha, 2015).

Nessa mesma linha de estímulo as práticas de GC nas empresas e no mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou em 2002 algumas recomendações (Castro Júnior, Conceição, & Santos, 2011). Tais publicações, juntamente com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e a própria Lei 10.303/01 (que dispõe sobre as Sociedades por Ações) foram imprescindíveis para a adoção das práticas de GC no país (Ponte *et al.*, 2012).

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

Por sua vez, ao se analisar a questão do fluxo de caixa livre, alguns autores perceberam que o maior nível de caixa disponível na firma ocasionaria um aumento da quantidade de deslistagens na bolsa, haja vista que tais empresas por disponibilizarem de recursos próprios não necessitariam de capital de terceiros para financiar seus investimentos (Bortolon & Silva Júnior, 2015a, 2015b; Saito & Padilha, 2015).

Por outro lado, observa-se que o fechamento de capital pode ser uma consequência do controle da expropriação de acionistas minoritários (Du, He, & Yuen, 2013). Adicionalmente, ao averiguar a questão do processo de deslistagem em cenário de instabilidade econômica, Santos (2016) constatou que em momentos de crise o número de fechamentos de capital na bolsa foi inferior se comparado com períodos econômicos de crescimento.

Neste cenário, este trabalho teve por objetivo analisar a relação existente entre disponibilidade de caixa e proteção aos acionistas minoritários com a deslistagem voluntária das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, levando-se em consideração os momentos distintos relativos a crise e não crise no período de 2004 a 2015. A amostra compreendeu todas as empresas listadas na bolsa neste período, com exceção das firmas pertencentes ao setor financeiro e de fundos, envolvendo um universo de 576 empresas, das quais 243 se deslistaram, sendo 112 deslistagens voluntárias. O modelo de regressão adotado foi o *logit* com dados em painel.

Este estudo se justifica por abordar as questões essenciais que surgem como fatores determinantes do fechamento de capital envolvendo um tema que apresenta ainda lacunas na literatura (Eid Júnior & Horng, 2005). A contribuição deste estudo está focada em demonstrar os aspectos relativos ao fechamento de capital, visando o delineamento dos fatores que podem impactar no retrocesso do mercado de capitais e as possíveis alternativas de controle destes elementos. Além disso, é possível contribuir com os órgãos de fomento ao fornecer informações essenciais que colaboram com as políticas de desenvolvimento e proteção do mercado acionário brasileiro (Eid Júnior & Horng, 2005).

REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Disponibilidade de Caixa e Deslistagem Voluntária

Lima, Araújo e Amaral (2008) consideram que os contratos estabelecidos entre os *stakeholders* da firma por não serem completos, permitem que os gerentes tomem decisões levando-se em consideração as suas percepções isoladas, o que pode acarretar conflitos entre os demais interessados. Diante disto, Shleifer e Vishny (1997) destacam que a GC contribui para a segurança do retorno do capital dispendido pelos investidores. Nesta percepção, a adoção da GC se mostra como mecanismo de embate aos problemas de agência, sendo imprescindível também para a manutenção da listagem das companhias na bolsa de valores e possível

redução dos processos de fechamento de capital.

Neste contexto, tem-se o caixa como fator relevante que propicia a gestão e implementação de projetos que podem ser capazes de alcançar um retorno financeiro considerável (Harford, 1999). Assim, a política de retenção de caixa adotada por algumas empresas têm sido alvo de observações por parte dos acionistas, gestores e do mercado de capitais no geral, haja vista que o montante de caixa disponível na firma pode ocasionar desde a diminuição na rentabilidade – pelo fato dos recursos financeiros não serem utilizados em projetos rentáveis – até a redução ou maximização da riqueza dos acionistas (Jensen, 1986).

O fluxo de caixa livre proposto por Jensen (1986) foi considerado no estudo de Saito e Padilha (2015) como variável explicativa da relação com a deslistagem, sendo positiva a evidência encontrada um ano antes da decisão de fechamento. Ou seja, quanto maior o fluxo de caixa livre maior a probabilidade de deslistagem da empresa. Bortolon e Silva Júnior (2015b) corroboraram também com o mesmo achado, evidenciando que o maior nível de caixa disponível ocasionaria em aumento nos processos de fechamento de capital.

No contexto internacional, diversos estudiosos também encontraram relação positiva entre disponibilidade de caixa e deslistagem de empresas. Na Polônia, Jackowicz e Kowalewski (2006) defenderam que maiores níveis relativos de fluxo de caixa livre estão associados ao fechamento de capital. Nos Estados Unidos, Mehran e Peristiani (2010) constataram que empresas com maiores fluxos de caixa não distribuídos apresentam tendência de saída da bolsa. Em Hong Kong, Du, He e Yuen (2013) destacaram que o alto nível de fluxo de caixa livre, a fraca Governança Corporativa e a alta concentração acionária estão associados ao evento de deslistagem. E, no mercado britânico, Pour e Lasfer (2013) identificaram que as empresas com fluxo de caixa livre significativo e com baixa oportunidade de crescimento são mais propensas ao fechamento de capital, pois as empresas se desvinculam voluntariamente quando não conseguem se beneficiar da listagem, destruindo assim valor para os acionistas.

Contrariando estes achados, Weir, Laing e Wright (2005) constataram que no Reino Unido, o excesso de fluxo de caixa não interfere na possibilidade de deslistagem, mas sim, fatores relacionados aos gestores, investidores institucionais,

conselho administrativo e crescimento da empresa.

Diante das evidências desses estudos, ao considerar que quanto mais caixa disponível menos a empresa precisaria de recursos de terceiros, supõe-se que os benefícios da listagem (como o maior acesso ao capital externo com menor custo) não seriam primordiais, o que justificaria a deslistagem. Assim, tem-se a seguinte hipótese a ser testada neste estudo:

H1a: Há uma relação positiva entre maior disponibilidade de caixa e deslistagem voluntária.

Cabe ressaltar também, que o saldo de caixa das empresas tende a oscilar em momentos de crises e de estabilidade financeira (Tortoli & Moraes, 2016). Então, se a empresa não pode usufruir dos benefícios concedidos pelas disponibilidades de crédito devido as restrições impostas, é importante que tenha recursos próprios acessíveis em momentos de dificuldade econômica, como em períodos de crises financeiras (Almeida, Campello, & Weisbach, 2004). Pois, em virtude de os empréstimos bancários serem mais onerosos e de difícil acesso em períodos de instabilidade econômica, as firmas buscam políticas que visam a retenção de caixa para suprir a escassez de recursos financeiros nesses períodos (Song & Lee, 2012).

No estudo de Santos (2016) sobre a deslistagem no mercado brasileiro, ao abordar a crise como variável explicativa para o evento de fechamento de capital, o autor esperava uma relação negativa entre a variável crise e a deslistagem do mercado de capitais. A justificativa do autor para tal relação foi considerar o aumento nas restrições bancárias das empresas devido ao período de instabilidade econômica (Carmo, 2015) e a consequente alternativa de acesso ao mercado de capitais como fonte de custeio, conforme a Teoria da Pecking Order (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Desta forma, sugere-se que ao aumentar as restrições de crédito por causa da crise, as disponibilidades de caixa tornariam-se necessárias e a deslistagem tenderia a diminuir, haja vista que o mercado acionário seria considerado como alternativa de obtenção de recursos financeiros. Assim, tem-se a seguinte hipótese a ser testada no presente estudo:

H1b: A relação entre disponibilidade de caixa e deslistagem voluntária difere-se quanto aos períodos de crise e de não-crise.

Proteção aos Acionistas Minoritários e Deslistagem Voluntária

O desenvolvimento do mercado acionário brasileiro foi estudado por Carvalho (2000) na década de 1990 com foco para o crescimento da capitalização bursátil, volume transacionado e emissões primárias. Apesar do aparente progresso deste mercado, houve certo nível de redução do volume transacionado e de emissões primárias, evidenciando que o baixo nível de proteção aos minoritários poderia contribuir para o declínio do mercado financeiro nacional com um aumento da quantidade de deslistagens na bolsa e da concentração acionária (Carvalho, 2000).

Dessa forma, apesar do mercado brasileiro demonstrar certo nível de desenvolvimento, fatores como o fraco nível de proteção aos investidores, conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários, pouca expressividade no volume de negociações, alta concentração da propriedade e conselhos de administração pouco eficientes, demonstram que os mecanismos de governança merecem atenção e aprimoramento no mercado de capitais brasileiro (Andrade & Rossetti, 2014).

Além da Governança Corporativa, a Teoria da Agência também é sustentada por estudos que consideram que nos países com frágil proteção aos investidores minoritários, o nível de caixa utilizado é consideravelmente maior se comparado com os países que possuem uma substancial proteção (Dittmar, Mahrt-Smith, & Servaes, 2003; Kalcheva & Lins, 2007). Além disso, Kalcheva e Lins (2007) constataram que quando a proteção dos acionistas externos em nível nacional é fraca, os valores das firmas são mais baixos quando os gestores detêm mais caixa e os valores são maiores quando os administradores pagam dividendos. Somente quando a proteção dos acionistas externos é forte, descobriram que o caixa mantido pelos gerentes não está relacionado ao valor da empresa.

Em consonância com a abordagem citada anteriormente, alguns autores defendem que os gestores podem expropriar os acionistas minoritários ao utilizar as

reservas de caixa em estratégias que visam ao alcance de objetivos próprios (Blanchard, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1994). Entretanto, estes mesmos autores também argumentaram que a retenção de caixa amplia a riqueza dos acionistas ao diminuir a necessidade por empréstimos bancários muitas vezes onerosos.

Ademais, alguns autores abordam em seus estudos aspectos relacionados aos determinantes da deslistagem das empresas. Militão (2012) analisou os determinantes da deslistagem voluntária de companhias brasileiras e as consequências para o investidor minoritário. Os resultados apontaram como fatores ocasionadores da deslistagem o baixo preço da ação, alterações estratégicas, incorporação, excesso de legislação e a prática de recursos não contabilizados.

Nos Estados Unidos, Doidge, Karolyi e Stulz (2010) verificaram que a deslistagem não é vantajosa para os acionistas minoritários, pois o retorno alcançado é negativo para os mesmos. Além deste retorno negativo ser pior para as empresas com maiores oportunidades de crescimento e aquelas com uma maior necessidade de capital externo. Também encontraram evidências de que as empresas de países com governança e divulgação mais fracas têm mais reações negativas sobre os preços das ações.

Ainda nesta abordagem, a questão primordial da GC em economias de mercados emergentes é a estrutura de propriedade altamente concentrada e a ameaça de expropriação de interesses dos minoritários pelos acionistas controladores. Nessas circunstâncias, as transações que levam ao fechamento de capital de empresas podem ser uma consequência do controle da expropriação de acionistas minoritários (Du, He, & Yuen, 2013). Por exemplo, no Brasil, de 1999 a 2013 as 119 empresas que se deslistaram voluntariamente apresentaram maior participação acionária dos majoritários, maior fluxo de caixa livre, menor nível de pagamento de dividendos, menor nível de retorno sobre ativos, redução do nível de alavancagem financeira e menor tamanho, e isso caracteriza a desapropriação dos acionistas minoritários (Saito & Padilha, 2015).

Gonzaga e Costa (2009) utilizaram em seu estudo a *proxy* nível de dividendos pagos para mensurar os conflitos entre acionistas minoritários e controladores. Peixoto (2012) utilizou como *proxy* para proteção aos acionistas minoritários a

variável *payout* que representa a relação entre os dividendos distribuídos e o lucro líquido do exercício. Assim, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1c: Há uma relação negativa entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária.

Além do mais, Johnson *et al.* (2000), Srour (2005), Gonçalves (2009) e Fischer (2012) destacaram a Governança Corporativa como mecanismo de proteção ao investidor em períodos de instabilidade econômica. Assim, tendo como exemplo o contexto da crise asiática (Srour, 2005) e a constatação de que as empresas que pagam maiores dividendos em relação aos seus lucros apresentam menor volatilidade de seus retornos durante períodos de crise (Gonçalves, 2009), espera-se que em momentos de instabilidade econômica, as empresas por sofrerem com a restrição de crédito, mantenham uma política de retenção de caixa para suprirem as necessidades financeiras e portanto, distribuem menos dividendos aos acionistas, além da possibilidade de obtenção de recursos através do mercado de capitais, reduzindo assim a probabilidade de deslistagem.

H1d: A relação entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária difere-se quanto aos períodos de crise e não crise.

Segundo Eid Júnior e Horng (2005), as empresas que emitem *American Depositary Receipts* (ADR) possuem maior visibilidade no mercado, sendo este fator intrínseco a proteção dos acionistas minoritários, pois as exigências quanto à divulgação das informações e proteção dos minoritários são mais rígidas e eficientes nestas empresas e, portanto, menor seria a probabilidade de deslistagem. Mitton (2002) constatou que empresas que emitem ADRs obtêm desempenho superior a 10,8% durante momentos de instabilidade e que aquelas auditadas por grandes companhias chegam a um resultado superior a 8,1%.

Diante disso, percebe-se que a emissão de ADR pode desestimular o fechamento de capital por aumentar a segurança dos investidores minoritários, e assim tem-se a hipótese:

H1e: A emissão de ADRs pelas empresas em mercados estrangeiros pode reduzir a probabilidade de deslistagem.

METODOLOGIA

Amostra e descrição das variáveis

A amostra compreendeu todas as companhias listadas na BM&FBOVESPA no período de 2004 a 2015, com exceção das empresas financeiras e fundos. No período de análise foram encontradas 576 empresas cadastradas na bolsa, das quais 243 se deslistaram, sendo 112 deslistagens voluntárias. A coleta de dados foi feita a partir da BM&FBOVESPA, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Economatica. No quadro 1 seguem as variáveis que compuseram a pesquisa e foram utilizadas para teste das hipóteses.

Quadro 1: Variáveis utilizadas para teste das hipóteses H1a a H1e

Variáveis	Tipo de Variável	Forma de Mensuração	Fonte	Estudo base
Deslistagem Voluntária	VD	Variável <i>dummy</i> , assumindo valor 1 para as empresas que se deslistaram voluntariamente da BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.	CVM e BM&FBOVESPA	Weir, Laing e Wright (2005); Eid Júnior e Horng (2005); Engel, Hayes e Wang (2007); Bharath e Dittmar (2010); Mehran e Peristiani (2010); Martinez e Serve (2011); Michelsen e Klein (2011); Liu, Stowe e Hung (2012); Pour e Lasfer (2013); Bortolon e Silva Júnior (2015a, 2015b); Saito e Padilha (2015); Santos (2016)
Disponibilidade de caixa	VI	Disponibilidade de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total	Economatica	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); Fresard (2010); Forti, Peixoto e Freitas (2011)
Proteção aos acionistas minoritários (Distribuição de dividendos)	VI	Dividendo pago por lucro líquido.	Economatica	Saito e Padilha (2015)
Proteção aos acionistas minoritários (Emissão de ADR'S)	VI	Variável <i>dummy</i> com valor 1 para empresas com registro de ADRs e 0 para as que não possuam tal registro.	Economatica	Eid Júnior e Horng (2005)
Níveis de Governança Corporativa	VC	Variável <i>dummy</i> com valor 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.	BM&FBOVESPA	Peixoto (2012); Maestri, Teruel e Ribeiro (2016); Tortoli e Moraes (2016)
Tamanho da empresa	VC	Logaritmo do total dos ativos	Economatica	Chaplinsky e Ramchand (2012)
Alavancagem	VC	Quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido.	Economatica	Bortolon e Silva Júnior (2015a)

Volume de negócios	VC	$100 * \frac{p}{P} * \sqrt{\frac{n}{N} * \frac{v}{V}}$ <p>p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido; P = número total de dias do período escolhido; n = número negócios com a ação dentro do período escolhido; N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido; v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido</p>	Economatica	Pour e Lasfer (2013); Bortolon e Silva Júnior (2015a)
Oportunidades de Crescimento	VC	Quociente entre o valor de mercado e o patrimônio líquido.	Economatica	Bortolon e Silva Júnior (2015a); Saito e Padilha (2015)
Rentabilidade (ROA)	VC	Razão entre lucro líquido e total de ativos.	Economatica	Pour e Lasfer (2013); Saito e Padilha (2015)
Crise	VC	Variável <i>dummy</i> com valor 1 para os anos de crise e 0 para os anos de estabilidade econômica.	IBGE	Santos (2016)

Notas - VD: Variável dependente; VI: Variável Independente; VC: Variável de Controle

Fonte: elaborado pelas autoras (2017)

Em relação à variável dependente tem-se uma variável binária na qual é atribuído o valor igual a 1 para empresas que se deslistaram de forma voluntária, segundo a Instrução 287/1998 da CVM e 0 para as demais.

As variáveis de teste de hipóteses foram disponibilidade de caixa, distribuição de dividendos e emissão de ADR's. Para a variável disponibilidade de caixa, espera-se que quanto maior a disponibilidade de caixa na empresa maior seriam as chances de fechamento de capital, haja vista que os gestores e acionistas controladores almejavam maior discricionariedade sobre o caixa da companhia (Jensen, 1986). As variáveis distribuição de dividendos e emissão de ADR's representam *proxies* para a proteção aos acionistas minoritários. Saito e Padilha (2015) encontraram evidências de que no ano do fechamento de capital o menor nível de pagamento de dividendos associados ao maior fluxo de caixa livre possuía forte influência na deslistagem das ações, corroborando com a relação negativa entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária. Eid Júnior e Horng (2005) destacam que empresas que emitem ADR's apresentam maior nível de *disclosure* e, portanto, são mais rígidas com o cumprimento das normas de proteção aos minoritários, e assim, a probabilidade de deslistagem nas empresas que emitem ADR's é menor se comparada com as demais.

Sobre as variáveis de controle, quanto aos níveis de GC, tem-se uma variável *dummy* com valor 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais. Sobre a variável tamanho, Chaplinsky e Ramchand (2012) apontam que nas principais bolsas dos Estados Unidos, empresas que são maiores, mais rentáveis e com maior necessidade de captar recursos, têm menor probabilidade de serem deslistadas. Em contrapartida, Bortolon e Silva Júnior (2015a, 2015b) mensuraram a variável tamanho através do logaritmo da receita e constataram que esta variável pode ser uma *proxy* para companhias maduras com menor necessidade de capital para financiar crescimento, sendo assim esperada uma relação positiva com a deslistagem.

Sobre a variável alavancagem, Pour e Lasfer (2013) evidenciaram que empresas deslistadas são excessivamente alavancadas, indicando que elas são menos prováveis de levantarem capital próprio durante sua vida pública. Entretanto,

Aslan e Kumar (2011) e Saito e Padilha (2015), constataram que as empresas que se deslistaram apresentavam acesso mais limitado a capital de terceiros, devido a não necessidade de captação de recursos ou restrições de crédito. Quanto à variável liquidez das ações, representada pelo volume de negócios, nota-se que uma redução do volume negociado no mercado acionário pode ampliar as possibilidades de fechamento de capital (Bharath & Dittmar, 2010).

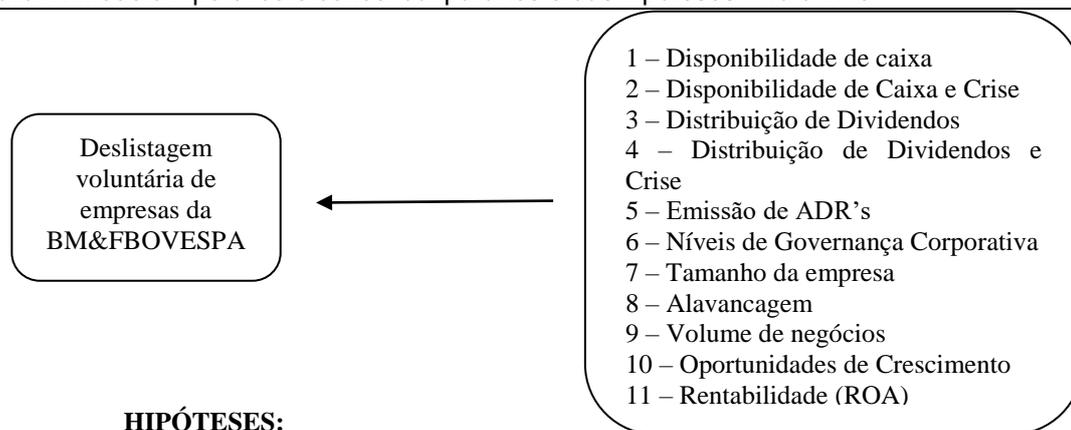
Em relação à variável oportunidade de crescimento, Pour e Lasfer (2013) demonstraram que as empresas que se excluem voluntariamente são mais prováveis de terem entrado no mercado para reequilibrar sua alavancagem do que para financiar suas oportunidades de crescimento. Aslan e Kumar (2011) evidenciaram que firmas com maiores oportunidades de crescimento têm uma tendência a se manterem listadas porém, se possuem acesso a outras fontes de capital próprio ou baixos custos na captação de capital de terceiros, tendem a se tornarem privadas. A última variável de controle foi o ROA, pois segundo Saito e Padilha (2015), no ano em que ocorre a deslistagem, nota-se que os problemas de agência tornam-se mais salientes o que ocasiona uma baixa rentabilidade, além de uma alta concentração da participação acionária dos majoritários e menor nível de distribuição de dividendos relacionados à deslistagem.

Por fim, é considerável a abordagem do cenário de instabilidade econômica evidenciado pelos momentos de crise que é uma variável *dummy* com valor 1 para os anos de crise e 0 para os demais anos (Santos, 2016). Os anos considerados dentro do lapso temporal de crise (2008, 2009, 2013, 2014, 2015) foram caracterizados conforme os dados disponíveis pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), que relata os índices econômicos de desenvolvimento do país, sendo – a dívida pública, a inflação acumulada, o desemprego, o dólar, a taxa SELIC, o Produto Interno Bruto (PIB), a redução do investimento direto realizado no país – alguns dos fatores impactantes no nível de desenvolvimento de uma nação.

Modelo de pesquisa e técnicas econométricas

A figura 1 e a equação 1 a seguir demonstram o modelo hipotético e conceitual que permitiu analisar as hipóteses 1 a 5 entre as características das empresas e a deslistagem voluntária da BM&FBOVESPA.

Figura 1: Modelo hipotético e conceitual para teste das hipóteses H1a a H1e



HIPÓTESES:

H1a: Há uma relação positiva entre maior disponibilidade de caixa e deslistagem voluntária.

H1b: A relação entre disponibilidade de caixa e deslistagem voluntária difere-se quanto aos períodos de crise e de não-crise.

H1c: Há uma relação negativa entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária.

H1d: A relação entre distribuição de dividendos e deslistagem voluntária difere-se quanto aos períodos de crise e não crise.

H1e: A emissão de ADRs pelas empresas em mercados estrangeiros pode reduzir a probabilidade de deslistagem.

Fonte: elaborada pelas autoras (2017)

Equação 1:

$$\begin{aligned}
 Desl.Vol_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Caixa_{it} + \beta_2 Cx_{cr}_{it} + \beta_3 Div_{it} + \beta_4 Div_{cr}_{it} + \beta_5 ADR_{it} \\
 & + \beta_6 NGC_{it} + \beta_7 Tam_{it} + \beta_8 Alav_{it} + \beta_9 Vol_{it} + \beta_{10} Cresc_{it} + \beta_{11} ROA_{it} + \\
 & \beta_{12} Crise_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Em que:

Desl.Vol._{it} = Variável *dummy* que assume valor 1 para as empresas que se deslistaram voluntariamente e 0 para as demais.

β = Coeficiente ou parâmetro regressor de cada variável.

$Caixa_{it}$ = Disponibilidade de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total.

Cx_cr_{it} = Interação entre as variáveis disponibilidade de caixa e crise.

Div_{it} = Dividendo pago por lucro líquido.

Div_cr_{it} = Interação entre as variáveis distribuição de dividendos e crise.

ADR_{it} = Variável *dummy* com valor 1 para empresas com registro de ADRs e 0 para as que não possuam tal registro.

NGC_{it} = Variável *dummy* com valor 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.

Tam_{it} = Logaritmo do total dos ativos.

$Alav_{it}$ = Quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido.

$$Vol_{it} = 100 * \frac{p}{P} * \sqrt{\frac{n}{N} * \frac{v}{V}}$$

$Cresc_{it}$ = Quociente entre o valor de mercado e patrimônio líquido.

ROA_{it} = Razão entre lucro líquido e total de ativos.

$Crise_{it}$ = Variável *dummy* com valor 1 para os anos de crise e 0 para os demais anos.

ε_{it} = Resíduo do modelo para a deslistagem voluntária da empresa *i* no período *t*.

Com o intuito de analisar se a disponibilidade de caixa e o nível de proteção aos minoritários afetam a decisão de fechamento de capital foram empregados dados em painel com modelo *logit*. Gujarati (2006), argumenta que a regressão em painel apresenta as mesmas inferências da regressão múltipla, como ausência de multicolinearidade entre as variáveis, ausência de autocorrelação serial, normalidade e homocedasticidade dos resíduos.

Conforme Hair, Anderson, Tatham e Black (2005) a regressão logística é a técnica adequada de análise quando a variável dependente é binária, no caso deste estudo, a empresa pode se encontrar deslistada ou manter-se listada na bolsa de valores. Segundo Hair *et al.* (2009) este tipo de observação tem como benefício, o fato de que apenas é preciso saber se o evento aconteceu ou não, para que seja

estabelecido um valor (dicotômico) para a variável dependente (Hair *et al.*, 2009). O teste realizado para escolha do modelo mais adequado (*logit*, *probit* ou *pooled/OLS*) leva em consideração o resultado que apresenta o maior Qui². Nesta ocasião o modelo que se ajustou melhor aos dados apresentados foi o modelo de regressão logística.

As diferenças de médias entre os dois grupos de observações foram testadas para significância estatística por meio do teste T. O teste de Hausman (1978) examina se os erros estão correlacionados com as variáveis explicativas. Ademais, a multicolinearidade é um fenômeno estatístico no qual as variáveis independentes em um modelo de regressão logística são altamente correlacionadas, sendo o teste (VIF - *Variance Inflation Factor*) imprescindível para identificar a existência de tal fenômeno. Neste estudo o teste VIF apresentou média de 1,88 apontando ausência de multicolinearidade. O teste de Woodridge para autocorrelação apresentou p-valor de 0,03 apontando ausência de autocorrelação. Já o teste de Wald para heterocedasticidade apresentou p-valor de 0,00 apontando problema de heterocedasticidade que foi corrigido com a execução de regressões com o comando *robust*.

RESULTADOS

Apresentação dos Resultados

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas: resumo das variáveis, observações, média, mínimo, máximo e resultado do teste T para as médias das variáveis nos grupos de observações referentes às empresas que se mantiveram listadas e às empresas que se deslistaram voluntariamente.

Tabela 1 - Comparação das estatísticas descritivas em relação à deslistagem voluntária

Variável	Não deslistaram				Deslistagem voluntária				Estatística T
	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	
CAIXA	4619	0,0922	0,0000	0,3100	10	0,1030	-0,1000	0,2300	-0,3441
DIV	4586	0,1963	0,0000	0,8700	10	0,2180	0,0000	0,7600	-0,2262
ADR	6793	0,0386	0,0000	1,0000	119	0,0252	0,0000	1,0000	0,7523
NGC	6793	0,2236	0,0000	1,0000	119	0,1176	0,0000	1,0000	2,7595 ***
TAM	4514	8,9184	6,6400	10,3200	10	9,4790	6,6400	10,3200	-1,7771 *
ALAV	4682	123,6084	116,3200	418,8700	10	142,4530	100,0600	418,8700	-0,3934
VOL	6793	0,0136	0,0000	0,0968	119	0,0091	0,0000	0,0968	1,5686
CRESC	3341	1,6899	-0,0705	4,9967	7	2,5903	0,2552	4,9967	-1,6033
ROA	4649	-0,0011	-0,2700	0,1300	10	0,0020	-0,2700	0,1300	-0,0849
CRISE	6793	0,4166	0,0000	1,0000	119	0,4202	0,0000	1,0000	-0,0781

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

Analisando apenas as variáveis com significância estatística (Estatística T), em resumo, observou-se que quanto à deslistagem voluntária, apenas as variáveis relativas aos níveis de governança corporativa da bolsa e tamanho da empresa apresentaram diferença de médias significativas entre os dois grupos analisados (listadas e deslistadas), constatando-se que a adesão aos níveis de GC predomina no grupo de observações das empresas listadas. Já com relação à variável tamanho da empresa, verifica-se que as empresas maiores apresentaram maior probabilidade de deslistagem.

No que diz respeito aos resultados das regressões, a Tabela 2 apresenta as regressões *logit* para a deslistagem voluntária das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Tabela 2 – Estimativa das variáveis disponibilidade de caixa e proteção aos acionistas minoritários interferir na deslistagem voluntária das empresas.

Variáveis independentes		DVOL
Disponibilidade de caixa	CAIXA	1,4899 (0,88)
Disponibilidade de caixa e crise	CX_CR	6,5023 ** (-2,30)
Distribuição de dividendos	DIV	-0,0854 (-0,16)
Distribuição de dividendos e crise	DIV_CR	-4,0649 *** (-2,64)
Emissão de ADR'S	ADR	-1,0783 * (-1,69)
Níveis de Governança Corporativa	NGC	-0,8375 *** (-2,58)
Tamanho da empresa	TAM	0,8183 *** (3,36)
Alavancagem	ALAV	-0,0031 ** (-2,48)
Volume de negócios	VOL	1,1720 (0,29)
Oportunidades de Crescimento	CRESC	0,1809 * (1,69)
Rentabilidade (ROA)	ROA	-0,7687 (-0,48)
Crise	CRISE	-0,3496 (-0,72)
Constante		-11,0660 *** (-4,98)
Qui ²		33,49

Notas: Quantidade de observações = 2.942. Níveis de significância: * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$. Estatísticas t em parênteses. Teste para multicolinearidade apresentou VIF médio de 1,88 apontando ausência de multicolinearidade. Teste de Woodridge para autocorrelação apresentou p-valor de 0,03 apontando ausência de autocorrelação. Teste de Wald para heterocedasticidade apresentou p-valor de 0,00 apontando problema de heterocedasticidade que foi corrigido com a execução de regressões com o comando *robust*.

kkkkkkk

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando todos os mecanismos utilizados para a realização da pesquisa, alinhados aos resultados obtidos, é possível concluir alguns pontos que comprovam

o nível de aderência da IES em foco aos princípios de boa governança elencados pelo IFAC.

No que se trata dos objetivos específicos do trabalho, foi calculada uma média de adesão a cada um dos princípios elencados no framework, e, assim, foi possível identificar o nível de adesão dos participantes a cada um deles, conforme mencionado ao longo do trabalho.

Assim, por meio das respostas dos participantes da pesquisa, foi constatado um nível alto de adesão aos princípios de boa governança elencados pela IFAC/CIPFA, com um percentual médio geral de 80,34%. Entre eles, vale destacar os princípios de “integridade e ética” e de “acessibilidade e envolvimento dos *stakeholders*”, que obtiveram os melhores resultados, com 92,38% e 87,62%, respectivamente.

No entanto, existem princípios passíveis de melhoria, e que precisam ser aprimorados pela gestão da IES, sendo eles “Gestão de riscos e de desempenho” e de “Desenvolvimento sustentável”, que obtiveram os menores percentuais (71,43% e 72,86%, respectivamente).

A análise das proposições junto ao Resultado Global do estudo revelaram que, de acordo com a percepção dos participantes da pesquisa, existe um nível Alto de adesão da IES em estudo aos princípios de boa governança elencados pelo IFAC/CIPFA, com um percentual de 80,34%, um nível que supera o esperado através do estudo de Sales *et al* (2015), mencionado anteriormente.

Dessa forma, tendo em vista o escopo da pesquisa, compreendendo seu referencial teórico e os resultados obtidos, vale ressaltar a importância de novos estudos acerca do tema, de modo que novas abordagens sejam realizadas em outros órgãos públicos, como em outras Instituições de Ensino Superior, de modo que o sistema público brasileiro possa aperfeiçoar seu modelo de gestão, com maior responsabilidade e melhor prestação de serviços.

Portanto, acredita-se que a efetivação dos princípios estabelecidos no framework mencionado, permite uma nova abordagem para o sistema público brasileiro, de modo que seu modelo de gestão seja aperfeiçoado, com maior responsabilidade e melhor prestação de serviços. Além disso, a sua aplicação em diversos órgãos contribui para colocar em destaque as instituições públicas de

referência.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, Állysson Albuquerque. **ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA BRASILEIRA: o dever de eficiência do Administrador da *res publica***. Campina Grande, 2010. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Universidade Estadual da Paraíba. Disponível em: <http://dspace.bc.uepb.edu.br/jspui/handle/123456789/6172>. Acesso em: 05 de dezembro de 2017.

BAIRRAL, Maria Amália da Costa; SILVA, Adolfo Henrique Coutinho e; ALVES, Francisco José dos Santos. **Transparência no setor público: uma análise dos relatórios de gestão anuais de entidades públicas federais no ano de 2010**. Revista de Administração Pública – Rio de Janeiro, v. 49, n. 3, pp. 643-675, mai./jun. 2015. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rap/article/view/49087/47824>. Acesso em: 15 de julho de 2017.

BEUREN, Ilse Maria (organizadora e colaboradora); LONGARAY, André Andrade; RAUPP, Fabiano Maury; SOUSA, Marco Aurélio Batista de; COLAUTO, Romualdo Douglas; PORTON, Rosimere Alves de Bona. **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: teoria e prática**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BHATTA, Gambhir. Post- NPM Themes. In: **Public Sector Governance**, Wellington: State Services Commission. WorkingPaper nº. 17. Sept. 2003. Disponível em: http://www.ssc.govt.nz/upload/downloadable_files/Post_NPM_Themes_In_Public_Sector_Governance.pdf. Acesso em: 27 de junho de 2017.

FERREIRA, Dirce Nazaré de Andrade; PRANDO, Ana Amélia Fabres. **Diagnosticando a Disfunção Burocrática do Papelório: O Desafio da Eficiência na Gestão Pública (O Caso de Uma Autarquia Federal)**. Revista Desafio Online, Universidade Federal de Mato Grosso do Sul, v.5, n.3, pp. 1-24, set./dez. 2016. Disponível em: <http://seer.ufms.br/index.php/deson/article/view/2696>. Acesso em: 05 de dezembro de 2017.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). **Código Das Melhores Práticas De Governança Corporativa**. 5.ed. - São Paulo, SP: IBGC, 2015.

International Federation of Accountants (IFAC). **The International Framework: Good Governance in the Public Sector**. IFAC, 2014.

KISSLER, Leo; HEIDEMANN, Francisco G. **Governança pública: novo modelo regulatório para as relações entre Estado, mercado e sociedade?** RAP, Rio de Janeiro 40(3):479-99, Maio/Jun. 2006. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-76122006000300008. Acesso em: 7 de junho de 2017.

MATIAS-PEREIRA, José. **A Governança Corporativa Aplicada No Setor Público Brasileiro**. APGS, Viçosa, v.2, n.1, pp. 109-134, jan./mar. 2010. Disponível em: http://www.apgs.ufv.br/index.php/apgs/article/view/21/22#.WVvm_m_nyvlU. Acesso em: 31 de maio de 2017.

MELLO, Luiz de. **Descentralização e Investimento Público: Desafios e Políticas Públicas**. Repositório do Conhecimento do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - Boletim Regional, Urbano e Ambiental, pp. 9-18, jun./2016. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/6821>. Acesso em: 15 de julho de 2017.

MENEZES, David Curtinaz. **Fatores Críticos para a Estruturação de Parcerias Público-Privadas no Governo Federal**. Brasília, 2014. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília. Disponível em: <http://repositorio.unb.br/handle/10482/16816>. Acesso em: 15 de julho de 2017.

MONTEIRO, Renato Pereira; HAMMES, Priscila. **Governança Corporativa No Setor Público: Estudo De Seus Princípios Para Alcance Da Eficácia Na Gestão Pública**. RAGC, v.2, n.4, p. 1-18 /2014. Disponível em: <http://www.fucamp.edu.br/editora/index.php/ragc/article/download/474/349>. Acesso em: 03 de junho de 2017.

NASCIMENTO, Thais Fernanda Clemente de Sousa. **A Percepção dos Servidores Técnicos Administrativos da Universidade Federal de Campina Grande (UFCG) Em Relação à Ética no Serviço Público**. Campina Grande, 2014. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) – Universidade

Estadual da Paraíba. Disponível em:
<http://dspace.bc.uepb.edu.br/jspui/handle/123456789/6836>. Acesso em: 15 de julho de 2017.

NEWCOMER, Kathryn E. **A Preparação dos Gerentes Públicos para o Século XXI**. Revista do Serviço Público – Brasília, vol.50, n.2, pp.5-18, abr./jun. 1999. Disponível em: <https://revista.enap.gov.br/index.php/RSP/article/view/344>. Acesso em: 06 de dezembro de 2017.

OLIVEIRA, Bernardo Carlos S. C. M.; SANTOS, Luis Miguel Luzio dos. **Compras públicas como política para o desenvolvimento sustentável**. Revista de Administração Pública – Rio de Janeiro, vol.49, n.1, pp.189-206, jan./fev. 2015. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-76122015000100189&script=sci_abstract. Acesso em: 15 de julho de 2017.

OLIVEIRA, Débora Tazinasso de; TAZINASSO, Luciane. **Governança Pública: Os Indicadores de Governança Mundial dos sete países de maior economia do mundo**. In: Congresso Internacional de Administração, 12. Anais... Ponta Grossa – PR, 2015. Disponível em: <http://www.admpg.com.br/2015/down.php?id=1818&q=1>. Acesso em: 20 de novembro de 2017.

PEREIRA, L. C. B. **O Modelo Estrutural de Gerência Pública**. Revista de Administração Pública, Rio de Janeiro, v.42, n. 2, pp. 391-410, mar./abr. 2008. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-76122008000200009. Acesso em: 28 de novembro de 2017.

PEREIRA, L. C. B. **Reforma da nova gestão pública: agora na agenda da América Latina, no entanto...** Revista do Serviço Público, Brasília, DF, v. 53, n. 1, 2002. Disponível em: <https://revista.enap.gov.br/index.php/RSP/article/view/278>. Acesso em: 8 de setembro de 2017.

SÁ, Glaucia Marques da Silva. **Capacitação Profissional para um Atendimento de Excelência no Setor Público**. Rio de Janeiro, 2016. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração Pública) – Universidade Federal Fluminense. Disponível em: <http://www.repositorio.uff.br/jspui/handle/1/2214>. Acesso em: 15 de julho de 2017.

SALES, Elana Carla de Albuquerque Silva; PETER, Maria da Gloria Arrais;

MACHADO, Marcus Vinicius Veras; NASCIMENTO, Cicero Philip Soares do. **Governança no Setor Público Segundo a IFAC – Estudo nas Universidades Federais Brasileiras.** In: Congresso Brasileiro de Custos, 22. Anais... Foz do Iguaçu – PR, 2015. Disponível em: <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/3966>. Acesso em: 13 de junho de 2017.

SANTOS, Gustavo Henrique Campos dos; VIMIEIRO, Josiane Vidal; RODRIGUES, Maria Isabel Araújo. **Acordo de Nível de Serviço e Eficiência Administrativa.** In: Congresso CONSAD de Gestão Pública, 6. Anais... Brasília-DF, 2013. Disponível em: <http://consadnacional.org.br/vi-congresso-consad-trabalhos-apresentados/>. Acesso em: 28 de novembro de 2017.

SIFFERT FILHO, Nelson. **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos anos 90.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 5, n.9, p. 123-146, jun. 1998. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/11394>. Acesso em: 30 de agosto de 2017.

SILVA, Flávia de Araújo e; GONÇALVES, Carlos Alberto. **O Processo de Formulação e Implementação de Planejamento Estratégico em Instituições do Setor Público.** Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria – Santa Maria, vol. 4, núm. 3, pp. 458-476, set./dez. 2011. Disponível em: <https://periodicos.ufsm.br/reaufsm/article/view/3833>. Acesso em: 15 de julho de 2017.

YIN, Robert K. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos.** 5. ed. Bookman Editora, 2015.