

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

MURILO ALVES SANTOS

**INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS E O FECHAMENTO DO CAPITAL:  
UM ESTUDO SOBRE A DESLISTAGEM NO MERCADO BRASILEIRO**

Uberlândia  
2016

MURILO ALVES SANTOS

**INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS E O FECHAMENTO DO CAPITAL:  
UM ESTUDO SOBRE A DESLISTAGEM NO MERCADO BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Internacionalização

Linha de Pesquisa: Gestão Financeira e Controladoria

Orientador: Professor Dr. Vinícius Silva Pereira

Uberlândia  
2016

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

---

S237i  
2016

Santos, Murilo Alves, 1988-  
Internacionalização de empresas e o fechamento do capital : um  
estudo sobre a deslistagem no mercado brasileiro / Murilo Alves Santos.  
- 2016.  
98 f. : il.

Orientador: Vinícius Silva Pereira.  
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,  
Programa de Pós-Graduação em Administração.  
Inclui bibliografia.

1. Administração - Teses. 2. Globalização - Teses. 3. Governança  
corporativa - Teses. 4. Crise econômica - Teses. I. Pereira, Vinícius  
Silva, 1982-. II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-  
Graduação em Administração. III. Título.

---

CDU: 658

*À minha amada avó, Zilda (in memoriam),  
com a maior saudade.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus pela vida, pela Presença constante e pela Iminência.

Aos meus pais, Sebastiana e Sílvio, pelo apoio, dedicação e pelos inúmeros investimentos que fizeram em mim, culminando nas realizações pessoais que hoje tenho e com eles compartilho.

Ao meu irmão Gustavo, pela companhia e parceria integrais e pelas tantas oportunidades de aprendizagem que o convívio com ele me proporciona.

Agradeço também à Marília, minha noiva e já agora esposa, que tanto zelo demonstrou e com sua sabedoria, amor e paciência me ajudou todos os dias, vislumbrando desafios futuros que certamente compartilharemos.

Agradeço ainda aos meus companheiros de trabalho, com os quais compartilhei a oportunidade de cursar o mestrado e dos quais obtive apoio e incentivo quando das ausências necessárias.

Finalmente, meus sinceros e honrosos agradecimentos também ao Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira, meu orientador neste e em outros trabalhos, por tudo que compartilhou comigo, contribuindo fundamentalmente para a qualidade final.

## RESUMO

Este trabalho contribui para a literatura de finanças se propondo a analisar a relação entre o grau de internacionalização das empresas brasileiras e a probabilidade das mesmas em se deslistarem do mercado de ações. Para tanto, a formulação das hipóteses e a análise da relação entre as variáveis lidaram com conceitos e teorias no âmbito da Governança Corporativa (GC), a qual já está consolidada na teoria quando o assunto é deslistagem, mas introduziu a internacionalização como seu diferencial. Em primeiro lugar, com vistas à teoria da internalização, a qual atribui vantagens e diferenciais competitivos conferidos à empresa em virtude da adoção da estratégia de internacionalização e, em paralelo, aos efeitos positivos que tal estratégia gera no desempenho destas firmas, formulou-se a hipótese de que o grau de internacionalização se associa negativamente à probabilidade de deslistagem, principalmente em decorrência de tais benefícios gerados à organização. Por sua vez, como hipótese alternativa da pesquisa, foi proposta uma relação positiva entre estas variáveis, com base na teoria de agência, segundo a qual a internacionalização contribuiria para a deslistagem, por aumentar a separação geográfica entre acionistas e gestores e, consequentemente, os conflitos de agência e a dificuldade de monitoramento. Para o atingimento dos objetivos propostos, além de serem contempladas variáveis econômico-financeiras e de GC em ambos os cenários tratou-se ainda com a proposta de análise sobre períodos de crise, visto os acontecimentos do passado recente da economia brasileira. Partiu-se de um modelo-base, desenvolvido inicialmente por Pour e Lasfer (2013), ao qual posteriormente, foram acrescentadas as *proxies* de internacionalização e crise, contemplando também ajustes necessários ao contexto brasileiro. Os dados coletados contemplam o período de 2006 a 2014 e informações sobre empresas ativas e inativas na Bovespa. Como resultados obtidos, encontrou-se significância negativa entre o grau de internacionalização e a saída do mercado de capitais, atestando a primeira hipótese da pesquisa e indicando que os benefícios gerados pela internacionalização na empresa se traduzem em diferenciais e resultados que reduzem a probabilidade de deslistagem. Através da análise dos resultados das variáveis de controle foi possível verificar ainda que, mesmo com as vantagens inerentes ao processo de internacionalização, mediante aspectos particulares da GC no país, tais como a alta concentração acionária, ainda que a internacionalização reduza a probabilidade de deslistagem da empresa, os benefícios que ela gera à firma contribuem para sua deslistagem, possivelmente, pelo interesse destes controladores em reter de forma mais direta tais benefícios. Em relação à análise em períodos de crise, as consequências da crise do *subprime* norte-americano no mercado em geral foram mais relevantes do que a ocorrência dela em si, ao

contrário do ano de 2014, que apresentou significância estatística, ressaltando os efeitos da crise interna brasileira. Para trabalhos futuros sugere-se a expansão da base de dados e o tratamento individual das razões adotadas pela empresa quando da decisão de deslistagem.

**Palavras-chave:** Deslistagem. Internacionalização. Governança corporativa. Crise.

## ABSTRACT

This work contributes to the finance literature proposing to analyze the relationship between the degree of internationalization of Brazilian companies and the likelihood of delisting. Therefore, even though the internationalization as a differential, in the formulation of hypotheses and analysis of the relationship between the variables dealt with concepts and theories within the Corporate Governance, which is already established in theory when it comes to delisting. First, with a view to the theory of internalization, which gives competitive advantages to the company due the adoption internationalization strategy and in parallel to the positive effects that this strategy generates on firms performance, it was formulated an hypothesis that the degree of internationalization would be adversely related to the probability of delisting, mainly due to such benefits generated to the organization. In turn, as an alternative hypothesis of the research, it proposed a positive relationship between these variables, based on agency theory, according to which internationalization would contribute to delisting by increasing geographical separation between shareholders and managers and, consequently, agency conflicts and the difficulty of monitoring. For the achievement of objectives, as well as being included economic and financial variables and GC, it was proposed the analysis of periods of crisis, as the events of recent past of the Brazilian economy. Starting from a base model initially developed by Pour and Lasfer (2013), which later, the proxies of internationalization and crisis have been added also contemplating adjustments to the Brazilian context. The data collected include the period from 2006 to 2014 and information on active and inactive companies at Bovespa. As results, it was found negative significance between the degree of internationalization and the delisting decision, confirming the first hypothesis of the research and stating that the benefits generated by internationalization in the company generate it spreads and results that reduce the probability of delisting. By analyzing the results of control variables was still possible to observe that, even internationalization reducing the likelihood of delisting, by particular aspects of corporate governance in Brazil, such as the high ownership concentration, the benefits it generates contribute to delisting. Regarding the analysis in crisis, the consequences of the crisis of the US subprime in general market were more relevant than the occurrence of itself, unlike the Brazilian internal crisis of 2014, which was statistically significant for the analyzed event. For future researches it is suggested the expansion of database and individual treatment of the reasons adopted by a company when delisting decision.

**Keywords:** Delisting. Internationalization. Corporate governance. Crisis.

## **LISTA DE ABREVIATURAS**

AIM – *London's Alternative Investment Market*

BM&F BOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CEO – *Chief Executive Officer*

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DOI – *Degree of Internationalization*

FDC – Fundação Dom Cabral

GC – Governança Corporativa

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IPO – *Initial Public Offering*

LSE – *London Stock Exchange*

ROA – *Return over assets* (Retorno Sobre os Ativos)

S.A. – Sociedade Anônima

## **LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

<b>Figura 1</b> - Capitalização de recursos financeiros referentes aos movimentos de abertura e fechamento do capital de companhias brasileiras de 2000 a 2012 .....	13
<b>Figura 2</b> - Evolução dos índices de internacionalização médios .....	17
<b>Quadro 1</b> - Estudos empíricos sobre deslistagem .....	29
<b>Quadro 2</b> - Variáveis de estudo do Modelo.....	56
<b>Quadro 3</b> - Metodologia no estudo de deslistagens .....	58
<b>Figura 3</b> - Porcentagem de empresas deslistadas por tipo .....	61
<b>Quadro 4</b> - Comparação de resultados da pesquisa atual e Pour e Lasfer (2013) .....	74
<b>Figura 4</b> - Variação trimestral do PIB em relação ao mesmo trimestre do ano anterior .....	76

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> - Estatística descritiva dos dados .....	62
<b>Tabela 2</b> - Teste de diferença entre os grupos de empresas em relação às medidas de internacionalização .....	65
<b>Tabela 3</b> - Matriz de correlação das variáveis independentes .....	68
<b>Tabela 4</b> - Resultado das regressões <i>logit</i> .....	69
<b>Tabela 5</b> - Resultado das regressões <i>probit</i> .....	78

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	12
1.1	Problema de Pesquisa .....	19
1.2	Objetivos .....	19
1.3	Relevância da Pesquisa .....	20
1.4	Estrutura da Pesquisa.....	23
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	24
2.1	Listagem e deslistagem do mercado de capitais – Vantagens e desvantagens.....	24
2.2	Recompra de ações .....	27
2.3	Pesquisas sobre a deslistagem de empresas .....	28
2.4	Governança corporativa .....	31
2.5	Internacionalização e deslistagem .....	40
3	METODOLOGIA .....	46
3.1	Seleção e adaptações ao artigo-base.....	46
3.2	População e amostra de pesquisa .....	47
3.3	Modelo de análise e variáveis de estudo .....	48
3.4	Coleta de dados .....	59
4	APRESENTAÇÃO DOS DADOS E ANÁLISE DE RESULTADOS .....	61
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	79
	REFERÊNCIAS .....	84

## 1 INTRODUÇÃO

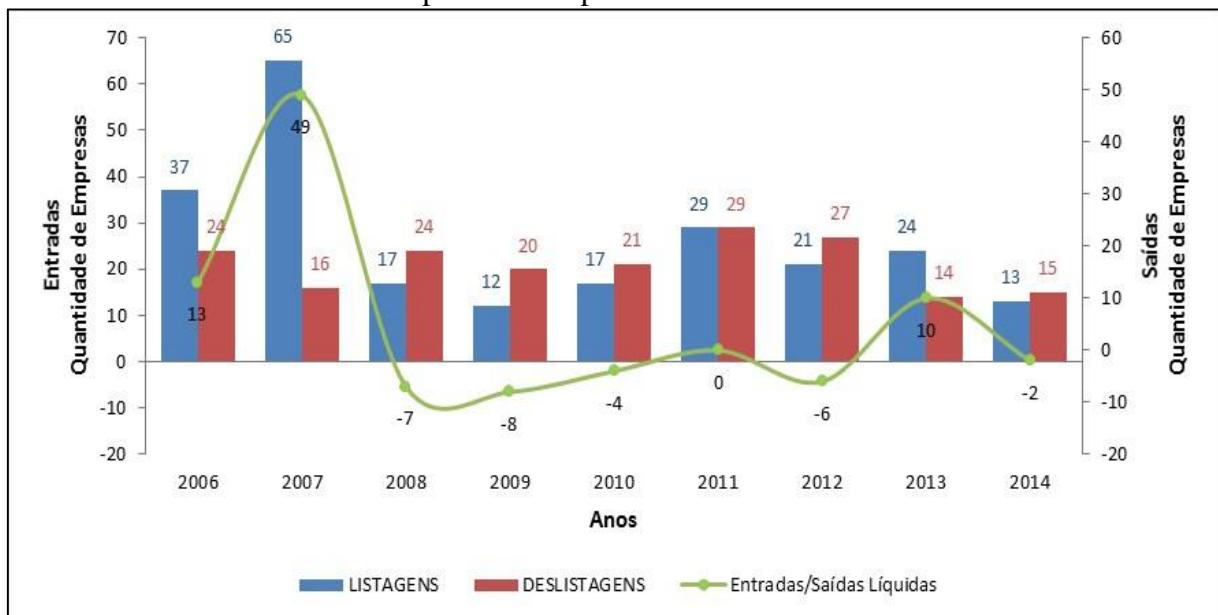
Conquanto a história recente do mercado financeiro no Brasil continue influenciada por episódios de crise, sejam eles ocasionados por fatores externos como, por exemplo, a crise do *subprime* em 2008-2009, ou por razões internas como aquelas que, no ano de 2014, culminaram em índices crescentes de inflação e desemprego, é inegável a maior estabilidade do mercado nacional, sobretudo quando comparado ao passado anterior ao ano de 1994 e à implantação do Plano Real, o qual contribuiu na redução dos índices alarmantes de inflação (que, apesar da crise, não se repetem atualmente) e para a estabilização das condições macroeconômicas. Em paralelo a isso, a melhora na regulação do mercado de capitais (um dos adventos da Lei 10.303, do ano de 2001), e também na própria autorregulação na bolsa de valores (criação no Novo Mercado em 2001), também contribuíram para a maior visibilidade do mesmo e maior atratividade para os investidores, proporcionando o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, cujas evidências estão nos números que apontam um aumento próximo a 12 vezes no volume médio diário negociado na bolsa entre os anos de 2001 e 2013 (SAITO; PADILHA, 2015).

Ainda assim, em oposição a este cenário, o que se observa, principalmente a partir do ano 2000, é um movimento contrário, no qual as empresas brasileiras têm optado pela saída do mercado acionário, mediante a recompra de suas próprias ações. Esta decisão de fechamento de capital, cada vez mais frequente nos mercados acionários, é conceituada como deslistagem (GABRIELLI; SAITO, 2004).

Pesquisas nacionais como a de Eid Júnior e Horng (2005) apontam o fechamento de capital em 188 empresas no intervalo de 2000 a 2005 e que a motivação para tal se dá, majoritariamente de forma voluntária ou por incorporação. Estendendo o período até o ano de 2012, Souza e outros (2013) confirmam o movimento de saída de 378 companhias do mercado de capitais brasileiro de 2000 a 2012.

A Figura 1 explicita o movimento de 2006 a 2014, utilizados nesta pesquisa, sobre os quais destacam-se a recorrência maior de saídas do que de entradas de empresas no mercado de ações (encolhimento), nos anos de 2008 a 2010; 2012 e 2014. Dentre os motivos classificados pela bolsa de valores para o encerramento de capital, há aqueles oriundos da mudança de registro; das incorporações por outras companhias (fusões ou incorporações); as cisões; as liquidações judiciais e extrajudiciais; os aspectos regulatórios relativos à falta de atualização do registro e também os próprios cancelamentos. Destes, os mais frequentes são mudança no registro, cancelamento voluntário, incorporação, liquidação e questões regulatórias.

**Figura 1** – Capitalização de recursos financeiros referentes aos movimentos de abertura e fechamento do capital de companhias brasileiras de 2006 a 2014



**Fonte:** Elaborado pelo autor a partir dos dados da BM&F Bovespa.

A deslistagem não é um evento exclusivo do Brasil e, na literatura, observa-se uma abrangência mundial do evento sendo ele pesquisado nos EUA (MILLER; FRANKENTHALER, 2003; BOOT; GOPALAN; THAKOR, 2006, 2008; MAROSI; MASSOUD, 2007; LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008); na Europa (BANCEL; MITTOO, 2009; KHAN; VILANOVA; HASSAIRI, 2011; MICHELSEN; KLEIN, 2011; VISMARA; PALEARI; RITTER, 2012; ESPENLAUB; KHURSHED; MOHAMED, 2012; POUR; LASFER, 2013); e também na Ásia (ZHANG; MAHENTHIRAN; HE HUANG, 2012; LIU; STOWE; HUNG, 2012; MAN, 2014; MALIK; XINPING; SHABBIR, 2014). No Brasil, exemplos de pesquisas que seguem esta temática são Eid Júnior e Horng (2005); Militão (2012); Souza e outros (2013) e; Bortolon e Da Silva Junior (2015).

No Brasil, o fechamento do capital se dá mediante a disposição das empresas em adquirirem a totalidade de suas ações no mercado o que, em termos de legislação, é caracterizado como Oferta Pública de Aquisição (OPA) (MILITÃO, 2012). É oportuno observar que cada país tem particularidades e legislações específicas a esse respeito e, no Brasil, há atributos relacionados aos acionistas, tais como o *tag along*<sup>1</sup> e o *free-float*<sup>2</sup> que incidem no momento do fechamento de capital e refletem as práticas de Governança Corporativa (GC), com objetivo de proteção, principalmente aos minoritários (SOUZA et al., 2013).

<sup>1</sup> É o direito garantido, concedido aos acionistas minoritários, de oferta de compra de suas ações pelo preço pago aos acionistas controladores (SIRQUEIRA; KALATZIS; TOLEDO, 2007).

<sup>2</sup> Percentual mínimo de ações em negociação (TOLEDO FILHO; SILVA; SANTOS, 2009).

Essa adoção de práticas de GC pelas empresas desmotiva a deslistagem na medida em que, protegendo os investidores contra a expropriação dos gestores, reduz os conflitos entre eles (LA PORTA et al., 2000) e também entre acionistas majoritários e minoritários; aumenta a transparência da gestão; diminui os custos de agência; aumentam o interesse dos investidores pelos papéis da empresa; aumenta o volume de negociação, a liquidez e o preço das ações no mercado de capitais (SOUZA et al., 2013). Em linhas gerais, a GC tende a aumentar a continuidade da listagem das empresas no mercado de capitais e possibilita a maximização da riqueza dos acionistas, pois, com maior transparência e confiabilidade nas informações, gera segurança perante o público externo (MAPURUNGA; PONTE; OLIVEIRA, 2015).

Em seu histórico, a GC no mercado nacional seguiu a tendência norte-americana de evolução significativa após o ano 2000 quando o enrijecimento regulatório, daquele país, conferido pela Lei Sarbanes-Oxley lançada em 2002, se traduziu num marco com a imposição de exigências relativas a controles e divulgação de informação (SAITO; PADILHA, 2015). No Brasil, foi também a partir de 2000, com a então Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa lançando, em dezembro daquele ano, os níveis diferenciados de Governança Corporativa, que houve maior incentivo à *disclosure* (transparência) nas empresas. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nessa mesma linha de estímulo às práticas de GC nas empresas e no mercado de capitais, publicou em 2002 algumas recomendações sob a forma de cartilha (CASTRO JÚNIOR; CONCEIÇÃO; SANTOS, 2011). Estas publicações, juntamente com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e a própria Lei 10.303/11 foram marcos na adoção das práticas de GC no país (PONTE et al., 2012).

Entretanto, pode-se também considerar eventos macroeconômicos como difusores da GC no Brasil, como por exemplo a abertura da economia ao exterior, seja via o aumento de investimentos externos, ou mesmo pelo crescente acesso de empresas nacionais aos mercados estrangeiros; o processo de privatização e; o plano Real, contribuindo, dentre outras formas, com a redução inflacionária (LEÃO, 2010).

Na atual Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – BM&F Bovespa existem níveis diferenciados de GC, os quais se constituem em segmentos de listagem distintos, destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem com boas práticas de GC, dentre as quais divulgação de informações adicionais em relação às exigidas pela legislação nacional. De acordo com o grau de GC assumido pela empresa ela é classificada em um de três níveis. Para o nível I, os principais requisitos são: a manutenção de um *free-float* de pelo menos 25% do capital total; divulgação das informações trimestrais; de acordos de

participações e programas de *stock options*<sup>3</sup> e; prestação de um calendário anual de eventos corporativos. Para o Nível II, exige-se o cumprimento de todos os requisitos do primeiro nível, mais a adoção de medidas dentre as quais: mandato máximo de dois anos para o conselho de administração, o qual deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, sendo 20% deles conselheiros independentes; o balanço anual disponível de acordo com US GAAP<sup>4</sup> ou IAS<sup>5</sup>; concessão das mesmas condições a todos os detentores de ações ordinárias e acionistas controladores quando da venda do controle da firma (*tag along* de 100%); direitos de voto concedidos às ações sem direito a voto, em determinadas circunstâncias, tais como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia; necessidade de oferta pública para recompra de ações (de todos os acionistas) no mínimo pelo valor econômico das mesmas, em caso de decisão de deslistagem e; necessidade de divulgação mensal das negociações com valores mobiliários da companhia por parte de seus diretores, executivos e/ou acionistas controladores. Já para ser classificada como Nível III (denominado Novo Mercado), para além das obrigações do Nível II, a empresa não poderá emitir ações sem direito a voto (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005; BM&F BOVESPA, 2011). A adesão às boas práticas de GC no Brasil não é compulsória às empresas. Sua adoção, bem como a intensidade, decorrem do seu objetivo de captar recursos próprios ou de terceiros a um menor custo (CASTRO JÚNIOR; CONCEIÇÃO; SANTOS, 2011).

Outra modificação no cenário atual que promove o conceito de GC diz respeito ao aspecto legal. A "Nova Lei das Sociedades por Ações" (Lei 10.303/01) alterou a quantidade máxima de ações sem direito a voto de dois terços (66,67%) para 50% do capital total. Ainda que esta regra seja obrigatória apenas para as empresas que decidiram abrir capital depois de outubro de 2001 e para novas empresas, trata-se de uma medida favorável ao ambiente de GC. Guimarães, Marques e Peixoto (2014) a esse respeito, discorrem que o mínimo necessário para apontar a existência ou não de um acionista controlador deixou de ser a detenção de 16,67% das ações ordinárias e passou a ser de 25% das ações com direito a voto. Por outro lado, ainda existem maneiras distintas elaboradas pelos controladores para os mesmos manterem-se à frente da organização dentre as quais as estruturas piramidais, em que uma *holding* controla as ações em uma empresa controlada (LA PORTA, et al., 2000). Conforme evidenciado por Okimura

<sup>3</sup> Plano de remuneração por ações ou por títulos (TOLEDO FILHO; SILVA; SANTOS, 2009).

<sup>4</sup> *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* – US GAAP. Tratam-se de princípios contábeis emitidos pelo *Financial Accounting Standards Board* – FASB, adotados nos Estados Unidos (BEUREN; KLANN, 2008).

<sup>5</sup> *International Accounting Standard* – IAS. Normas internacionais de contabilidade emitidas pelo *International Accounting Standard Board* – IASB. Também são conhecidas como *International Financial Reporting Standard* – IFRS (BEUREN; KLANN, 2008).

(2003), há presença relevante destes mecanismos – estrutura e propriedade cruzada – no Brasil, evidenciando ainda a alta concentração acionária no país.

O avanço das práticas de GC no Brasil deveria desincentivar a deslistagem de empresas. Contudo, na medida em que a implementação das práticas de GC tem evoluído no Brasil, mitigando pontos tais como o conflito de interesses entre agente e principal e o fluxo de caixa livre, e, assim, justificando a recorrência desta abordagem nos estudos afins, a redução na quantidade de empresas listadas sinaliza um evento contrário ao desenvolvimento esperado para o mercado de capitais. De 2006 a 2014, conforme Figura 1, a deslistagem é recorrente, viabilizando, assim, a investigação sobre outros fatores preponderantes e que possivelmente reduzam os efeitos da GC e culminem na ocorrência da deslistagem.

A possibilidade de reunificar propriedade e controle, alinhando interesses de acionistas e gestores e; a redução nos custos de monitoramento são apontados por Saito e Padilha (2015) como fortes motivadores à deslistagem, além disso, alguns aspectos observados em estudos internacionais indicam a relevância do benefício fiscal (KAPLAN, 1989; KIESCHNICK, 1998), na medida em que o fechamento de capital resulta em aumento na alavancagem, aumentando, consequentemente, as despesas financeiras da companhia e, portanto, reduzindo a base tributável de imposto de renda e contribuição social.

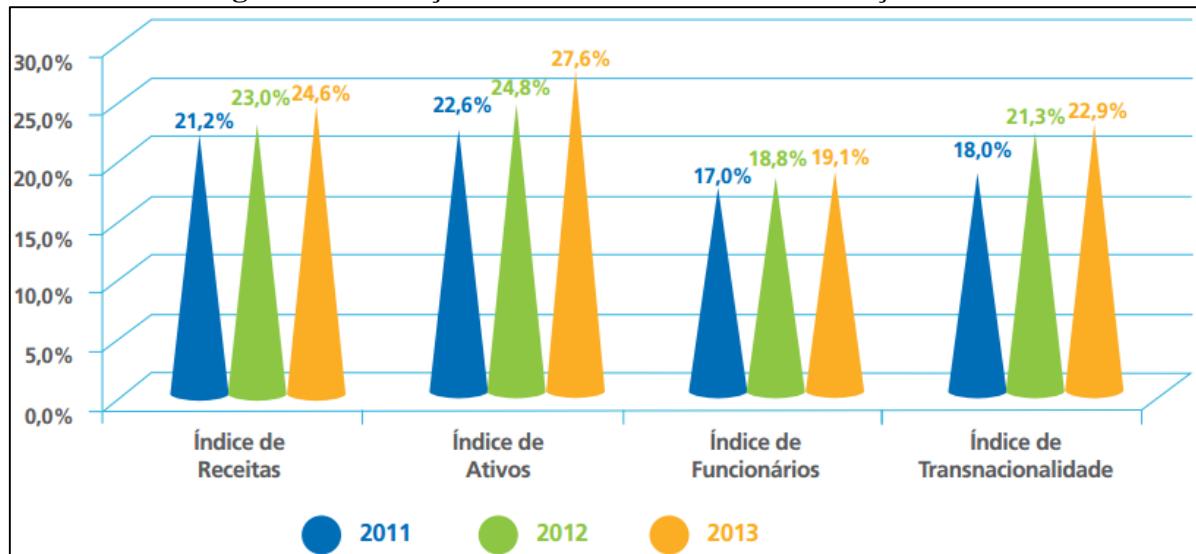
Os custos diretos relacionados à auditoria externa, publicação de informações, manutenção de uma área de relacionamento com investidores, ou mesmo os indiretos decorrentes do aumento da responsabilidade dos administradores, também têm sido observados de forma mais relevante quando da ponderação entre se manter listada ou não no mercado (SAITO; PADILHA, 2015). O aspecto mercadológico das ações também é considerado, na medida em que a subvalorização das ações contribui no valor adicional a ser gerado com o fechamento do capital da empresa, denotando que, quando há tal disparidade de valor, existe a tendência de deslistagem (WEIR; LAING; WRIGHT, 2005; BHARATH; DITTMAR, 2006; RENNEBOOG; SIMONS; WRIGHT, 2007; LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008; BOOT; GOPALAN; THAKOR, 2008; ASLAN; KUMAR, 2011; HANSEN; ÖQVIST, 2013; POUR; LASFER, 2013). Outro fator intrínseco a essa análise advém da liquidez das ações e considera a relação entre o volume financeiro negociado e o valor de mercado das companhias, indicando que, quanto menor for aquele, maior a chance da empresa de sair do mercado de capitais (MEHRAN; PERISTIANI, 2010; BHARATH; DITTMAR, 2010).

A internacionalização de empresas é ainda mais um fenômeno cuja abordagem se faz pertinente neste contexto, sobretudo pelo destaque assumido a partir da década de 1960 com o avanço das inserções de empresas multinacionais brasileiras no mercado exterior e, ainda mais,

pela estabilização macroeconômica, propícia à abertura do mercado e, consequentemente, à entrada de novos investidores (especialmente estrangeiros e institucionais), proporcionando maior competitividade e participação das empresas brasileiras no mercado mundial a partir de 1990 (Fundação Dom Cabral – FDC, 2015). De acordo com Viana e Almeida (2011), empresas brasileiras, pertencentes aos diferentes ramos de atividade econômica, vêm buscando intensamente o mercado externo, a partir de, dentre outras formas, exportações, fusões e aquisições de empresas estrangeiras, novas plantas e franquias no exterior.

No âmbito do mercado, de acordo com os dados do Ranking das Multinacionais Brasileiras 2014, elaborado pela Fundação Dom Cabral - FDC, as empresas nacionais atuantes em mercados globais aumentaram seus índices ponderados de internacionalização de 16% para 22,9% no intervalo entre 2010 e 2013 (Figura 2) e, além disso, a quantidade de empresas até então não internacionalizadas evoluiu 169% na comparação das décadas compreendidas entre 1992-2001 e 2002-2013. Ainda conforme os dados da FDC, a tendência é de aumento no índice médio de internacionalização, cujo indicador registra expansão próxima de 2% ao ano, ratificando que esta estratégia específica têm se tornado uma tendência no mercado brasileiro.

**Figura 2 – Evolução dos índices de internacionalização médios**



Fonte: Fundação Dom Cabral (2014, p.46).

O evento é de destaque também no âmbito mundial, com as estatísticas da *United Nations Conference on Trade and Development* – UNCTAD apontando que, no período entre 1990 e 2011, a quantidade de empresas multinacionais, aumentou cerca de 988% (UNCTAD, 2013).

Em linhas gerais, a decisão de se internacionalizar traz algumas vantagens para as organizações tais como a economia de escala; a propriedade tecnológica e a exploração de

vantagens geográficas (DUNNING, 1980), mas, por outro lado, alguns desafios são inerentes a tal decisão e dentre eles destacam-se a distância geográfica e as discrepâncias culturais e tecnológicas (ROQUE, 2010). Em meio ao balanceamento entre benefícios e dificuldades, existe uma ampla discussão sobre os resultados da internacionalização, sobretudo no desempenho financeiro das organizações. As relações encontradas apontam, ora para aumento do desempenho conforme incremento no grau de internacionalização (FLORIANI; FLEURY, 2012); ora para a relação inversa, em que quanto maior o grau de internacionalização da empresa, menor será o seu desempenho (ANDRADE; GALINA, 2013); ou ainda para relações não lineares, com pontos de inflexão (GERINGER; BEAMISH; DACOSTA, 1989; HITT; HOSKISSON; KIM, 1997; GOMES; RAMASWAMY, 1999; RUIGROK; WAGNER, 2003; CAPAR; KOTABE, 2003).

Independente da relação observável entre desempenho financeiro e grau de internacionalização, existem ainda outras duas dificuldades cujos efeitos acabam por aproximar de forma razoável as implicações da internacionalização à presença da empresa no mercado de capitais. A primeira delas diz respeito à absorção dos custos, os quais são, para Kwok e Reeb (2000), a implicação direta da superação das demais dificuldades. A segunda está relacionada à dificuldade de monitoramento dos gestores (ROQUE, 2010), resultado da separação geográfica e da assimetria informacional, sobre os quais estão os pressupostos da Teoria de Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e, para a mitigação dos quais, podem ser empregados os mecanismos de GC.

Tais eventos – GC e internacionalização de empresas – tornaram o Brasil um país particularmente interessante de ser analisado, tendo em vista que, na medida em que alteraram o tipo de relação entre acionistas majoritários e minoritários e também deles com os gestores das organizações, contribuíram na intensificação do debate de questões relativas à GC (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005).

Desta forma, a internacionalização na medida em que altera a relação entre os acionistas majoritários e minoritários e entre acionistas e gestores, interfere na GC das empresas, o que pode também interferir no fenômeno da deslistagem. A internacionalização pode incentivar a deslistagem, pois, haveria aumento nos custos de agência em virtude da separação geográfica e cultural entre os países, o que contribuiria para o aumento da assimetria de informações entre acionistas majoritários e minoritários e entre acionistas e gestores e, consequentemente, dificultaria o monitoramento dos agentes e intensificaria o conflito de interesses entre acionistas. De outro lado, os altos custos de se internacionalizar e as oportunidades de investimento podem reduzir o fluxo de caixa livre da empresa, desincentivando a deslistagem.

Isto posto, é importante observar, portanto, que existem algumas implicações da decisão de internacionalização nas empresas que afetam direta ou indiretamente a percepção do mercado a seu respeito, o que pode ocorrer tanto pelo resultado no desempenho quanto pelas implicações de custos ou mesmo gerenciais. Aliadas a estes fatores, as práticas de GC podem suprir, de certo modo, as questões no âmbito de governança das instituições e minimizarem os impactos das decisões de gestão sobre os investidores, através da aplicação eficaz de seus mecanismos.

## 1.1 Problema de Pesquisa

Postos o cenário e os movimentos de internacionalização e deslistagem observáveis no mercado brasileiro, este trabalho pretende contribuir na análise do processo de deslistagem no Brasil de forma a analisar o efeito do grau de internacionalização das empresas brasileiras sobre tal decisão.

Dessa forma, o problema de partida para o desenvolvimento deste estudo é: *Qual o efeito da internacionalização na decisão das companhias brasileiras em se deslistarem?*

## 1.2 Objetivos

O objetivo geral do trabalho foi estruturado com fins a avaliar o efeito da internacionalização na decisão das companhias brasileiras em se deslistarem e, para o seu desenvolvimento, foram considerados os indicadores de internacionalização das empresas nacionais, bem como a posição delas quanto ao mercado de capitais.

O objetivo específico, no intuito de contribuir para o cumprimento do objetivo geral, foi proposto como analisar estatisticamente o efeito do grau de internacionalização na decisão de deslistagem, sendo ele controlado por variáveis econômicas, financeiras, de GC e de crise.

A análise estatística citada como proposta para o atingimento dos objetivos elencados foi desenvolvida mediante regressões *logit* e *probit* a partir da coleta de dados no mercado nacional (BM&F Bovespa e Economática) e estruturação de variáveis de controle embasadas na teoria. As variáveis-teste foram estruturadas a partir do grau de internacionalização das empresas da amostra, coletadas através do DOI (*Degree of Internationalization* ou grau de internacionalização) elaborado pela FDC, bem como pelos dados de exportações, funcionários e ativos no exterior (Anuário Melhores e Maiores da Revista Exame) e de obrigações internacionais com bancos – dívida – e fornecedores – importação – (Economática). O padrão

adotado para desenvolvimento desta pesquisa é o mesmo empregado por Pour e Lasfer (2013), com adaptações ao mercado nacional.

### 1.3 Relevância da Pesquisa

Uma das formas de avaliar a relevância do estudo de deslistagem envolve os eventuais efeitos sobre os investidores, para os quais é importante avaliar o comportamento das empresas no que tange à continuidade de sua listagem, sob o risco de, em virtude da imposição da venda de seus papéis aos controladores da firma investida, por falta de alternativa, comprometerem seus investimentos (EID JÚNIOR; HORNG, 2005).

Ainda com aplicações que embasam a relevância do tema, em relação ao mercado, destaca-se que o fechamento de capital é preocupante, principalmente para as novas companhias. Isto porque diminui a oferta de títulos, o número de negócios e a liquidez do mercado, culminando num encolhimento do mercado primário, extensível ao secundário e podendo ocasionar êxodo de investidores, o que comprometeria a atratividade das novas empresas e as eventuais fontes de financiamento que elas poderiam acessar (NÓBREGA et al., 2000).

Especificamente no Brasil, Saito e Padilha (2015) mencionam haver um aspecto interessante no mercado, por ser ele um mercado em desenvolvimento, que registra aumento nos volumes negociados, mas apresenta uma quantidade de empresas listadas na bolsa local aquém da média mundial e dos países cujos mercados acionários são mais maduros.

Eid Júnior e Horng (2005) destacam ainda que a identificação dos padrões das empresas listadas pode ajudar as instituições de fomento e os reguladores na formulação de estratégias e políticas voltadas para o desenvolvimento e ampliação do mercado de capitais. Dessa forma, entender as motivações que levam as empresas a saírem do mercado de ações pode contribuir, em linhas gerais, para o desenvolvimento do mercado como um todo.

É oportuno e pertinente, portanto, o estudo do fechamento de capital por razões relacionadas não somente aos investidores, mas também às empresas e ao mercado em geral. Para entender a melhor a importância deste tema em todos os prismas destacados, a apreciação da conjuntura macroeconômica é essencial e, a partir dela é pertinente resgatar a alternância histórica de períodos de estabilidade com episódios de funcionamento irregular da economia – crises. Este movimento corrobora para o entendimento de que os momentos de tensão econômica são acontecimentos normais dos ditos “ciclos econômicos” (LAPYDA, 2010) e, em virtude disso, considerando não só a tipicidade da ocorrência de crises econômicas no sistema

capitalista, mas também o histórico de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro ao longo dos últimos anos e ainda a vulnerabilidade dele ante a impactos de tais crises (PEIXOTO, 2012), a análise em contextos de crise foi um diferencial da pesquisa e contribuiu no sentido de permitir analisar o comportamento das empresas brasileiras ante ao mercado de capitais, tendo como ponderador o momento macroeconômico.

Nesta pesquisa, o intuito de analisar a relação entre a internacionalização de empresas e a deslistagem ponderou que, na medida em que as recentes alterações no mercado, tais como a abertura da economia, o reforço na regulamentação e o avanço dos conceitos e práticas de GC, se traduzem para as empresas em exigências crescentes, o contexto requer delas maior adaptação e melhores estratégias, sendo a internacionalização uma alternativa de expansão para novos mercados.

Esta análise se traduz em um diferencial não observado em estudos anteriores e, para o andamento da mesma, reitera a necessidade de contemplar no estudo, conceitos relativos a GC, não só por haver reflexos da internacionalização nas questões societárias e de gestão das organizações, mas também em virtude da segurança dos mercados, que acaba por propulsionar uma das vertentes de internacionalização, bem como muito do que o mercado de capitais brasileiro evoluiu em termos legais, ser entendido como resultado do desenvolvimento e do aprimoramento das discussões e dos mecanismos de GC.

A busca pela relação entre estes eventos se deu, não somente pela simultaneidade dos mesmos ou pela relevância que têm assumido nos últimos anos. Embora isto lhes dê maior visibilidade, o intuito foi relacioná-los considerando as implicações, inclusive econômicas e financeiras, de uma destas decisões na(s) outra(s). Estudos envolvendo o tema deslistagem apontam que empresas maiores (HENSLER; RUTHEFORD; SPRINGER, 1997; JAIN; KINI, 1999, 2000, 2008) e com maior tempo de constituição (HENSLER; RUTHEFORD; SPRINGER, 1997) tendem a sobreviver mais tempo com capital aberto, assim como as que apresentem melhor desempenho operacional e reputação frente a seus *stakeholders* (JAIN; KINI, 1999, 2000, 2008). A partir da análise destas características, surgem evidências comuns entre empresas com maior tempo de listagem no mercado e com maiores níveis de internacionalização, as quais também são maiores (GRIPSRUD, 1990; MARKWALD; PUGA, 2002; HONÓRIO, 2009) e apresentam mais tempo de constituição (AUTIO; SAPIENZA; ALMEIDA, 2000). É em virtude, portanto, de intersecções nas características das organizações como essa que procurou-se estabelecer a eventual relação entre estes prismas.

Para isso, partiu-se da metodologia adotada por Pour e Lasfer (2013), buscando testar estatisticamente a relação entre o grau de internacionalização e a probabilidade de deslistagem

nas companhias brasileiras, a fim de evidenciar a validade do que se formulou na hipótese **H<sub>1</sub>**: **existe uma relação negativa entre o nível de internacionalização da empresa e sua probabilidade de deslistagem**, ou, alternativamente na hipótese **H<sub>2</sub>**: **existe uma relação positiva entre o nível de internacionalização da empresa e sua probabilidade de deslistagem**.

A seleção da amostra foi feita a partir das empresas com registros ativos e cancelados na BM&F Bovespa, durante o período de 2006 a 2014, sendo esta delimitação em virtude da restrição de dados de internacionalização disponíveis nos estudos da FDC. Na base de dados, trabalhou-se com o DOI; a proporção de ativos e funcionários alocados no exterior; as exportações; o total de dívidas contraídas em moeda estrangeira e; o total de importações. As informações disponíveis no Económica foram complementadas pela listagem divulgada pela própria Bovespa e serviram como critério para a classificação das empresas como ativas ou inativas.

A variável dependente foi uma *dummy* para a condição de (des)listagem da empresa no mercado de ações. Todavia, não foi parte do escopo deste trabalho, exceto nas análises descritivas, comparar os grupos de empresas listadas ou deslistadas, ou ainda internacionalizadas ou não internacionalizadas, e sim, analisar se o grau de internacionalização tem efeito sobre a decisão de deslistagem.

A respeito da deslistagem, desde o ano de 1999 – início da série de contagem pela BM&F Bovespa – foram registrados 486 ocorrências, das quais 190 ou aproximadamente 40% do total ocorreu no intervalo de 2006 a 2014 o qual será objeto de análise desta pesquisa, considerando a disponibilidade de dados sobre o grau de internacionalização das empresas brasileiras na FDC (a partir de 2006) e com a finalidade de apresentá-lo da forma mais atualizada possível (com a análise dos números do fechamento de 2014). Este evento foi, portanto, elencado como sendo o principal e foco do trabalho, e assim o foi com a intenção de analisar se está relacionado à internacionalização, por terem auferido notoriedade contemporaneamente, ainda que a condução desta componente sugira, principalmente por promover o crescimento das empresas, o desenvolvimento do mercado acionário e não o aumento do número de deslistagens conforme observado nos últimos anos.

Os resultados da pesquisa foram obtidos através de regressões *logit* e *probit*, confirmado a significância estatística em diferentes níveis de confiança e indicando a existência de uma relação negativa entre o grau de internacionalização e a deslistagem, em linha com a hipótese **H<sub>1</sub>** cujo embasamento se dava nas vantagens e diferenciais competitivos que a

internacionalização confere às empresas, bem como no incremento gerado em nível de desempenho.

Em relação às variáveis de controle, a nível de GC destaca-se a concentração de propriedade, para a qual a significância foi recorrente e o sinal positivo, indicando que, quanto maior a concentração acionária em posse do controlador, maior a chance da empresa optar pela deslistagem do mercado. A inferência para tal fato advém dos benefícios oriundos da estratégia de internacionalização e da alta concentração acionária, de modo que exista, possivelmente, uma tendência de o acionista controlador querer reter os resultados destas vantagens para si, em detrimento a ter que compartilhá-los no mercado. Em média, os resultados confirmam o cenário da alta concentração acionária no país, com aproximadamente 80% das ações ordinárias em posse do controlador.

Quanto à variável ANO, proposta para analisar o efeito dos períodos de crise na decisão de deslistagem, a não significância dos anos de 2008 e 2009 remete à estratégia de permanência no mercado de capitais, usufruindo de suas vantagens de captação financeira em momentos nos quais houve forte restrição de liquidez. O ano de 2014, caracterizado por crise política e econômica no Brasil evidenciou relevância estatística na análise e, para tal, é possível avaliar que, em momentos de restrição econômica como naquele ano (queda do PIB), os custos para se manterem listadas podem ser relevantes na gestão diária das organizações, contribuindo, portanto, para a decisão de saída.

#### **1.4 Estrutura da Pesquisa**

Ao longo deste trabalho, a proposta foi avaliar a relação entre o grau de internacionalização das empresas brasileiras com a decisão estratégica de deslistagem do mercado de capitais. A seguir serão apresentados os capítulos que compõem a pesquisa.

A estruturação do trabalho se dá com a construção dos aspectos introdutórios, nos quais aborda-se o contexto geral e expõem-se o problema de pesquisa e os objetivos (Capítulo 1); das referências da literatura, as quais foram analisadas de forma a embasar sobretudo as hipóteses (Capítulo 2); e da metodologia (Capítulo 3), esta envolvendo a definição da amostra de pesquisa, das variáveis (embasadas em estudos preliminares) e dos modelos econométricos. No quarto capítulo está a apresentação dos dados e a análise dos resultados encontrados e as conclusões do estudo estão no capítulo cinco. Ao final estão relacionadas as referências utilizadas para a pesquisa.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo são abordados os temas e as teorias relacionados à pesquisa, tais como a listagem no mercado de ações, o fechamento de capital, a internacionalização, bem como suas vantagens e desvantagens; além da recompra de ações e ainda; os principais aspectos da GC, na construção de um vínculo entre os efeitos da internacionalização no comportamento das empresas no mercado de capitais. Para tanto, recorreu-se à literatura, tanto na apresentação de estudos com temática similar, quanto de teorias consolidadas de finanças a partir dos quais formularam-se também as hipóteses relacionando o grau de internacionalização das empresas nacionais e a decisão de deslistagem.

### 2.1 Listagem e deslistagem do mercado de capitais – Vantagens e desvantagens

Nesta seção, a proposta é apresentar, além dos principais aspectos do mercado de capitais nacional, as vantagens e desvantagens para uma empresa em se listar, bem como, os principais pontos positivos e aqueles que requerem maior atenção, caso a decisão da companhia seja a de encerramento de sua participação no mercado acionário.

No Brasil, as empresas cujas ações são transacionadas no mercado de capitais são denominadas Sociedades Anônimas de capital aberto. Em termos conceituais, Sociedade Anônima (S.A.) é a “[...] forma de constituição de empresas na qual o capital social está dividido em ações, que podem ser transacionadas livremente, sem necessidade de escritura pública ou ato notarial.” (MILITÃO, 2012, p.37). Conforme esta definição, as ações de uma S.A. podem ou não ser transacionadas. Para os casos em que não há negociações em mercado aberto, denomina-se que a S.A é uma Companhia Fechada, isto é: é a Sociedade Anônima que obtém seus recursos de um grupo reduzido de investidores e não negocia seus títulos junto ao público. De outra feita, quando há negociações com as ações de determinada companhia, ela se denomina uma Companhia Aberta. Trata-se, neste caso, da Sociedade Anônima que pode negociar seus valores mobiliários no mercado de capitais, na bolsa ou mercado de balcão. Estas são reguladas pela CVM e têm número indeterminado de acionistas (MILITÃO, 2012). No Brasil, as empresas de capital aberto têm suas ações transacionadas na BM&F Bovespa.

O mercado de capitais surge, portanto, como ambiente no qual são negociadas ações e títulos mobiliários de companhias abertas, também ditas companhias listadas. A respeito da definição e das atribuições do mercado acionário:

O mercado de capitais e, especificamente, o mercado acionário, permite a diluição do risco de novos investimentos. Constitui um incentivo à inovação, uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico. O mercado acionário promove a democratização e socialização do capital. Pulveriza a propriedade das empresas entre os pequenos poupadores, diretamente ou através de fundos mútuos e fundos de pensão. O mercado de capitais proporciona aumento da eficiência. Quando uma empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros, partilha seus riscos com um grande número de investidores. Obriga-se a fornecer informações detalhadas sobre seu desempenho. Os investidores acompanham a atividade da empresa, identificam falhas e premiam acertos. Não raramente, oferecem ideias para melhorar seu desempenho. (NOBREGA et al., 2000, p.21-22)

A racionalidade empregada na análise da decisão de abertura do capital da firma é semelhante à decisão desta empresa quanto à sua manutenção na condição de empresa listada, e, de forma similar, a opção pela deslistagem se aproxima da de não abertura do capital. Tais decisões são resultados da ponderação de benefícios e de custos ou mesmo das dificuldades intrínsecas ao processo. Dentre as vantagens elencadas para as empresas participantes do mercado de ações, além dos aspectos supracitados, têm-se a superação das restrições de crédito; o aumento do poder de barganha com bancos e instituições financeiras implicando em redução no custo de crédito e, consequentemente em menor custo de capital; a liquidez e diversificação do portfólio; o maior monitoramento (incidente sobre os gestores); o reconhecimento por parte do investidor e; a mudança do controle (especificamente nos casos onde se planeja a venda da companhia). Por outro lado, em relação às desvantagens decorrentes da decisão de listagem, destacam-se a seleção adversa, em que, geralmente os investidores estão com menor nível de informação do que os emitentes ou aqueles que participam cotidianamente da empresa; a perda de confidencialidade, na medida em que, por exigência legal, as empresas são obrigadas a divulgar informações que, muitas vezes, estão relacionadas à sua estratégia competitiva; o fornecimento de informações resultando em perda de informalidade e induzindo a um acompanhamento mais próximo por parte dos auditores fiscais; a submissão ao monitoramento dos investidores e; os custos e taxas administrativos envolvidos, os quais são relevantes e compreendem a abertura propriamente do capital e as despesas nas quais as empresas passam a incorrer: gastos com *underwriting* e com registros e, periodicamente, com auditoria externa, departamento de relação com investidores, publicações legais e as taxas da bolsa de valores (RITTER, 1987; PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998; SILVA, 2000; LEAL; SAITO, 2003; EID JÚNIOR; HORNG, 2005; BOMFIM; SANTOS; PIMENTA JUNIOR, 2007).

Quanto às razões para o fechamento do capital, além dos custos, os quais estão diretamente ligados à probabilidade de fechamento do capital à medida que evoluem e passam a superar os benefícios proporcionados, têm-se questões como a reestruturação societária e a não necessidade de captação de recursos. A empresa que se deslista não conseguiu usufruir dos

benefícios da abertura de capital (EID JÚNIOR; HORNG, 2005; BHARATH; DITTMAR, 2010; SIQUEIRA, 2010).

Assim como existem vantagens para a empresa abrir capital e se manter cotada no mercado acionário, no viés oposto, o encerramento de sua listagem também pode ser proveitoso. As razões que podem justificar a estratégia da companhia em recomprar parte ou a totalidade de suas ações são distintas, envolvendo desde a intenção de cancelar o registro enquanto companhia aberta, até mesmo retomar o controle, aumentando a participação do controlador (GABRIELLI; SAITO, 2004).

Dentre estas motivações, citam-se a busca por ajuste na estrutura de capital dado pela retirada de uma parcela de ações do mercado e, consequentemente, redução da parcela de capital próprio alocado na estrutura de financiamento e aumento da alavancagem (GRINBLATT; TITMAN, 2002). Em decorrência de fechar o capital, a empresa promove mudanças radicais na estrutura de capital e; nos casos de exercício de opções por parte dos funcionários, evita a necessidade de emitir novas ações e, consequentemente, diluir os lucros (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006).

As questões de agência também se traduzem em outro motivo para a recompra de ações, com foco na redução dos custos de agência ou mesmo do excesso de fluxos de caixa. Destacam-se também as vantagens fiscais – ainda que não aplicáveis ao mercado brasileiro – como um terceiro motivador para esta estratégia, visto ser a recompra de ações, dessa forma, um substituto ao pagamento de dividendos. Por fim, outra razão que pode embasar a decisão de uma empresa em recomprar suas próprias ações é a sinalização da inconsistência no preço pelo qual o mercado negocia seus títulos naquele momento – subavaliação. O anúncio de recompra voltado para o ajuste no preço é comum, principalmente após grandes quedas do mercado de ações e dá suporte à hipótese de que os administradores, assim, sinalizariam para o mercado que pretendem tirar vantagem da aparente subavaliação, recomprando as ações a um preço mais baixo (GABRIELLI; SAITO, 2004). Brigham e Ehrhardt (2006) destacam, por exemplo, que a saída do mercado de capitais cria um sinal positivo para os investidores, dado que a recompra pode estar baseada na impressão da administração de que as ações estejam subavaliadas. Além disso, destacam também que através do fechamento de capital, remove-se um eventual volume de ações que pressiona sua cotação para baixo. Em casos de excedente de caixa temporário, é preferível fazer a recompra a elevar os dividendos por ação e depois ter que reduzi-los.

Do ponto de vista do acionista, ainda que paradoxal, há uma vantagem no fechamento de capital por parte das empresas. Este benefício se dá na esfera dos ganhos fiscais em que os recursos oriundos da venda não são tributados e, por isso, mais vantajosos do que eventuais

dividendos. É uma particularidade, entretanto, não aplicável ao cenário brasileiro (GABRIELLI; SAITO, 2004).

As desvantagens citadas por Brigham e Ehrhardt (2006) são a não indiferença dos acionistas em relação à preferência por dividendos de forma que o preço da ação se beneficie menos com a recompra do que com os dividendos; a falta de informação por parte dos acionistas vendedores e; os custos elevados que podem ocorrer, ou seja, a empresa pode pagar demais pela recompra. Este custo pode ser ainda maior do que o dispendido na abertura do capital (BOMFIM; SANTOS; PIMENTA JUNIOR, 2007) porque, na oferta pública de aquisições que os controladores são compelidos, por lei, a fazer, é necessário que pelo menos dois terços das ações sejam retiradas de circulação e, a forma para tal, é a compra, a um preço viável, dos papéis em mãos dos controladores. Não é um ônus pequeno e, se os mesmos não concordarem com a proposta de fechamento do capital, a operação será cancelada (MONEZI, 2004).

Para Eid Júnior e Horng (2005) existe ainda a possibilidade de perda de reputação por parte da empresa deslistada. É pertinente considerar ainda como desvantagem, que a baixa liquidez característica do mercado de capitais no Brasil desfavorece a recompra de ações, pois, com a redução na quantidade de papéis em circulação, a liquidez dos títulos residuais pode ser afetada negativamente (BARCLAY; SMITH, 1988; MILLER; Mc CONNELL, 1995; BROCKMAN; CHUNG, 2001; GABRIELLI; SAITO, 2004).

Figar ou não o capital voluntariamente é uma decisão que só diz respeito aos acionistas da empresa, ao examinarem o *trade-off* entre usufruir das vantagens de se manter na condição de companhia aberta e arcar com o peso de cumprir as exigências legais inerentes a essa condição. Da decisão de uma empresa de fechar o seu capital voluntariamente não cabe interferência da CVM. (MILITÃO, 2012, p.43)

## 2.2 Recompra de ações

Ainda que no Brasil a recompra de ações seja regulamentada desde 1976, em diversos países o procedimento foi legislado apenas entre o final da década de 80 e o início dos anos 90. Devido ao receio de manipulação dos preços das ações, somente em 1981 ela foi liberada no Reino Unido; 1989 na Austrália; 1991 em Hong Kong; 1992 na Suíça; 1994 no Japão; e; 1998 na Alemanha (GABRIELLI; SAITO, 2004). Consequentemente, foi a partir de meados dos anos 2000 que este movimento ganhou maior destaque no cenário mundial, observando-se, por exemplo, um crescimento de 650% nos anúncios de recompra de ações feitos pelas companhias norte-americanas, comparando-se os anos de 1985 e 1996 (JAGANNATHAN et al., 2000) e de 600% no mercado europeu entre 1990 e 1998 (LASFER; 2002); 1060 ocorrências de anúncios

voltados a este fim no Canadá entre 1989 e 1997 (IKENBERRY; LAKONISHOK; VERMAELEN, 2000); além de uma expansão de mais de três vezes na incidência deste evento entre 1989 e 1999 na Austrália (LAMBA; RAMSAY, 2000).

A recompra de ações é tida como um mecanismo cujo início se dá no anúncio da empresa ao mercado da sua intenção em adquirir determinada quantidade de ações emitidas por ela própria (GABRIELLI; SAITO, 2004). Dessa forma, o fechamento de capital ou deslistagem constitui-se em apenas uma das formas de recompra de ações. Vermaelen (1981, 1984) e Lakonishok e Vermaelen (1990) destacam três métodos para tal: o primeiro é chamado oferta a preço fixo e ocorre quando a administração define o número de ações que pretende recomprar, assim como a data de expiração e o preço a pagar. Este é o método pelo qual se dá a OPA, no Brasil. No segundo – *Dutch-Auction* – presente no mercado norte-americano e inexistente no Brasil – a administração define a quantidade de ações que deseja adquirir, bem como a data de expiração da oferta, e uma descrição de preços que está disposta a pagar, nos quais geralmente, registra algum lucro sobre o mercado (STEPHENS; WEISBACH, 1998). Na dinâmica de seu funcionamento, os acionistas podem ou não aceitar os preços ofertados e, em caso positivo, oferecem suas ações. A companhia, naturalmente, parte dos menores preços até completar a quantidade de ações para as quais estipulou a recompra. O terceiro método é o de recompra de ações a mercado em que a companhia emissora recompra suas ações no mercado, tal como um investidor qualquer, pagando inclusive o mesmo preço (GABRIELLI; SAITO, 2004).

O reflexo dos modelos teóricos de recompra de ações é traduzido para o mercado em razões distintas para o fechamento do capital. Na BM&F Bovespa, as ocorrências de deslistagem envolvem diversos cenários, dentre os quais citam-se, principalmente, os cancelamentos voluntários e aqueles por incorporação. Em menor escala há ainda registros de fechamento por questões de liquidação das empresas, aspectos regulatórios, cisões, alterações na forma de registro, entre outros.

No Brasil, exceto nos casos regulatórios, a decisão de saída do mercado de ações parte da própria empresa e é iniciada com o anúncio ao mercado quanto à sua intenção de recompra das ações, a preços, quantidades e prazo (de duração da oferta) fixos ou assumindo o comportamento de investidor, disposto a pagar o preço de mercado nos títulos.

### **2.3 Pesquisas sobre a deslistagem de empresas**

Diversos estudos foram feitos acompanhando a temática de recompra de ações. Em relação ao movimento histórico nesta estratégia, Hensler, Rutherford e Sprigner (1997)

estudando a relação entre o índice de sobrevivência da abertura de capital e as características das empresas, encontraram uma relação positiva entre a sobrevivência no mercado de capitais e idade, tamanho da empresa, retorno inicial na abertura de capital e *insider ownership* (propriedade em mãos de gestores). Ainda no mercado americano, Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000) ressaltam um aumento de 650% (de 115 para 755) nos anúncios de recompra de ações feitos por empresas norte-americanas entre 1985 e 1996. Jain e Kini (1999, 2000, 2008), examinaram a probabilidade de sobrevivência após a abertura do capital em bolsa e, em seus resultados, tamanho no momento da abertura de capital, desempenho operacional pré-abertura, e reputação frente a bancos têm relação positiva com a sobrevivência no mercado de capitais. No segundo estudo (2000), os resultados da análise quanto à contribuição do capital de risco para o aumento da probabilidade de fechamento foram semelhantes. Kooli e Meknassi (2007) examinaram o perfil de manutenção da vida listada no período entre 1985 e 2005 e identificaram baixa probabilidade de o processo falhar em relação a empresas menores.

Estendendo a amplitude das pesquisas, Serve, Martinez e Djama (2012) apresentam estudos em diferentes partes do mundo. Conforme quadro abaixo, notam-se trabalhos mais recentes com amostras não tão expressivas, mas com períodos consideráveis e suficientes para a construção de base consistente de pesquisa.

**Quadro 1 – Estudos empíricos sobre deslistagem**

Autores	Amostra	Período	Tipo de deslistagem
Rennebog, Simons e Wright (2007)	177 empresas com aquisição alavancada (Reino Unido)	1997-2003	Voluntária
Weir, Wright e Scholes (2008)	115 empresas com aquisição alavancada e grupo de controle de 115 empresas (Reino Unido)	1998-2001	Voluntária
Serrano (2010)	198 empresas deslistadas da NYSE e 39 deslistadas da TSX.	2002-2009	Involuntária
Achleitner e outros (2010)	115 empresas europeias com aquisição alavancada mais 115 empresas do grupo de controle selecionadas por setor	1997-2007	Voluntária
Gerakos, Lang e Maffet (2011)	1.461 empresas listadas na LSE/AIM	1995-2008	Involuntária
Boucly, Saer e Thesmar (2011)	830 empresas francesas com aquisição alavancada mais 3.913 empresas de controle selecionadas por tamanho, rentabilidade e setor	1994-2004	Voluntária
Martinez e Serve (2011)	70 empresas francesas com oferta de compra em <i>Squeeze Out</i> mais 70 empresas listadas do grupo de controle	1997-2006	Voluntária
Espenlaub, Khurshed e Mohamed (2012)	896 empresas listadas na LSE/AIM	1995-2004	Involuntária
Chancharat, Krishnamurti e Tian (2012)	125 empresas australianas recém listadas	1994-2002	Involuntária
Croci e Del Giudice (2014)	429 empresas do Reino Unido e da Europa com transações para o mercado privado	1997-2005	Voluntária

**Fonte:** Adaptado de Serve, Martinez e Djama (2012).

No Brasil, o volume de pesquisas nessa temática é menor. Ainda assim, a discussão tem crescido no contexto de congressos e publicações acadêmicas e, dentre os exemplos de estudos voltados a este fim, tem-se Eid Júnior e Horng (2005). Neste estudo, os autores inovaram as pesquisas não só pelo mercado estudado, mas pela proposta de analisar os determinantes da (des)listagem, partindo para as características nível firma e para os diferenciais entre as empresas que não abrem capital, que permanecem com capital aberto e aquelas que optam por fechá-lo. A amostra da pesquisa envolveu 64 empresas que se deslistaram voluntariamente da Bovespa em comparação a 238 companhias listadas. Os resultados apontam que são três as variáveis determinantes: crescimento da empresa, *free-float* ou percentual de ações cotadas no mercado e número de negócios.

Militão (2012) propõe captar a percepção dos profissionais de mercado relativas ao fechamento voluntário de capital. Para tanto, procede com uma pesquisa de campo, por meio de entrevistas. O objetivo maior é avaliar as causas que levam as empresas a optarem por fechar o capital, assim como identificar os procedimentos necessários na BM&F BOVESPA. Procura avaliar também as consequências para o investidor minoritário. Como resultados, os sujeitos da pesquisa apontaram que preço baixo da ação, mudanças de estratégia, incorporação, excesso de legislação e a prática de recursos não contabilizados são causas para o fechamento de capital no cenário nacional.

Souza e outros (2013) também compõem a bibliografia nacional do tema. Neste estudo, os autores se aprofundam, pesquisando 197 empresas que fecharam capital na Bovespa. A amostra foi subdividida em três grupos – empresas que fecharam o capital; grupo de controle com empresas comparáveis e; grupo com todas as empresas listadas na BM&F Bovespa. Quanto aos resultados, os autores apontam que o fechamento de capital está positivamente associado ao gerenciamento de resultados, mas que não há diferenças no grau de gerenciamento entre os motivos pelos quais as empresas fecharam capital.

As variáveis abordadas ao longo dos estudos realizados sobre o fechamento de capital no mundo, exemplificados por estes citados ao longo deste mesmo tópico, consideram sistematicamente o risco empresa e as questões do ambiente, sobretudo nas esferas legal e econômica. Dessa forma, a análise do fechamento de capital prossegue nessa pesquisa considerando um evento crescente no cenário nacional – internacionalização – e procura, assim, avaliar o seu efeito na decisão das empresas em se manterem listadas ou em encerrarem o capital. As seções seguintes abordarão a evolução da Internacionalização, procurando não só apresenta-la, mas também relacioná-la à questão do mercado de capitais no Brasil, com a proposta de formular hipóteses sobre o seu efeito na listagem das empresas.

## 2.4 Governança corporativa

A acentuação da atividade empresarial dada num contexto de mercados desregulados, como o americano e o europeu a partir dos anos 80, e a internacionalização das finanças intensificaram o fluxo internacional de capital entre os países e, consequentemente, reforçaram a importância do mercado de capitais, como ambiente de negociação de títulos representativo da propriedade das empresas. A partir deste cenário, a expectativa é de que exista acentuada separação entre propriedade e controle nas firmas (DE PAULA, 2003).

Para a maior eficiência do mercado de controle corporativo, ou mesmo para melhores avaliações do desempenho da empresa, a compreensão das estruturas de GC torna-se muito importante (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005). Seja pela intensificação de transações entre empresas e países, ou mesmo pela separação que esta proporciona em termos de investimento e controle no âmbito firma, passa-se a existir a preocupação de como assegurar aos financiadores das empresas a obtenção do retorno de seus investimentos. Este é o tema principal da governança corporativa, segundo Shleifer e Vishny (1997). Em seu artigo seminal, além de destacarem a importância prática da GC, os autores apontam que as dificuldades dos investidores quanto à segurança de seus rendimentos emerge da separação entre a gestão e o investimento nas empresas e, consequentemente, do risco de seus recursos serem expropriados ou mesmo investidos em projetos não atrativos.

A governança corporativa é o cerne do processo de tomada de decisão estratégica nas empresas multinacionais (FILATOCHEV; WRIGHT, 2011). Diante disso e considerando que, tanto no curso das decisões a respeito do mercado internacional, quanto na decisão das empresas em abrirem capital, se manterem listadas ou ainda, se deslistarem, a adoção da GC ser ponderador, o que se propõe para esta seção é a apresentação de alguns dos principais conceitos e teorias relativos à GC.

As práticas de GC são necessárias diante da proposta de internacionalização, promovendo o alinhamento de objetivos entre agente e principal e, mais do que isso, influenciando na análise do custo benefício a ponto de possivelmente afetar os resultados para vários *stakeholders* das empresas internacionais (FILATOCHEV; WRIGHT, 2011). Nesta proposta de aproximação ou, minimamente, de garantia de distanciamentos não expressivos ou estratégicos entre os interesses, surgem dois personagens essenciais no entendimento da governança corporativa – agente e principal, os quais, juntamente com as relações existentes entre eles, são apresentados na Teoria de Agência, formulada por Jensen e Meckling (1976). De acordo com esta teoria, existem divergências nos interesses de acionistas (principal) e gestores (agentes): estes tendem

a procurar formas para a maximização de suas próprias riquezas e, com isso, podem assumir decisões enviesadas para a continuidade das operações da empresa e, consequentemente, não contribuírem para o seu desempenho global, alterando, assim o retorno àqueles.

O principal fator que ocasiona tais conflitos é o fluxo de caixa livre, o qual se traduz em recursos disponíveis para utilização dos gestores e exige, portanto, maior monitoramento dos mesmos por parte dos acionistas, a fim de se obter sua correta utilização (JENSEN, 1986). Um fator agravante percebido neste contexto é a separação geográfica entre acionistas e gestores, inerente ao processo de internacionalização, sobretudo quando em suas formais mais estruturadas (*joint-ventures*, filiais estrangeiras, subsidiárias, etc.).

Inerente ainda ao contexto da Teoria de Agência, a hipótese da assimetria informacional também merece destaque. Trata-se, conforme o estudo seminal de Berle e Means (1932), do fato de que os gestores têm maior conhecimento sobre o valor e o desempenho das empresas, se comparado aos potenciais investidores. Martins e Famá (2012) reforçam esse raciocínio, destacando que a assimetria de informações surge da constatação de que os gestores detêm mais informações sobre as perspectivas relativas aos investimentos e dividendos que os (demais) acionistas.

É certo, então, que a separação entre propriedade e controle gera conflitos do tipo agente-principal. É inegável, todavia que, a estrutura de propriedade, vista por Shleifer e Vishny (1997) como um dos determinantes de GC, propicia outro tipo de dissensão, a qual se dá no âmbito dos próprios acionistas: o conflito do tipo minoritário-majoritário. Como forma de reprimir o eventual oportunismo dos gestores e os aspectos deletérios desta ocorrência (FAMA; JENSEN, 1983), bem como aliviar estes problemas entre controladores e minoritários, e também reduzir a assimetria informacional envolta ao cenário, na literatura é sugerida a adoção de práticas de GC, através de mecanismos (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005), os quais podem implicar diretamente na postura estratégica, nas operações e no desempenho das empresas (FILATOCHEV; WRIGHT, 2011).

Citados por Steinberg (2003) na sua formulação conceitual de GC, estes mecanismos são: conjunto de práticas e relacionamentos entre acionistas, conselho de administração, diretoria executiva, auditoria independente e conselho fiscal, cuja finalidade é aprimorar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital, cujos princípios fundamentais são: transparência; equidade; prestação de contas; cumprimento de leis e ética. Enquanto constitutivos da GC, estes mecanismos devem expressar a eficiência no controle dos problemas de agência e, consequentemente, sua qualidade depende da eficiência dos mesmos (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

Boas práticas de GC proporcionam aos acionistas ou cotistas das empresas uma maior gestão estratégica e o efetivo controle da direção executiva (CASTRO JÚNIOR, CONCEIÇÃO, SANTOS, 2011). Este é o papel do mecanismo de GC denominado Conselho de Administração, cujo papel estratégico envolve contratar, remunerar e monitorar os dirigentes (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). As características do conselho de administração influenciam de forma relevante as decisões estratégicas da empresa, dentre as quais as de investimento estrangeiro (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1989). Além disso, embora seja de relevância fundamental na gestão das organizações, algumas de suas características influenciam aspectos operacionais e financeiros, sobretudo no mercado de ações. Exemplos disso são os reflexos no valor das empresas, tanto do tamanho do conselho, quanto da sobreposição de funções entre CEO (*Chief Executive Officer* – sigla em inglês para Diretor Executivo) e presidente do conselho. Embora não seja consenso que conselhos maiores sejam mais efetivos, um conselho pequeno pode impedir o acesso dos minoritários a ele e ter um efeito negativo, em virtude do potencial de expropriação (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005). Sugestões de estrutura encontradas na literatura são entre sete e oito membros (JENSEN, 1993) e entre cinco e nove participantes (IBGC, 2010).

Em relação ao papel do CEO, isto é, se ele ocupa a posição de presidente da firma e também está à frente na condução do conselho de administração, a interpretação é que, quando a pessoa ocupa ambos os papéis, há menor propensão a se removê-la, pois sua influência se estende à empresa e ao conselho e, consequentemente, as empresas nessas condições teriam menores avaliações (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005). A existência de duas pessoas distintas nas funções de presidente do conselho e CEO ainda é benéfica à empresa, à medida que se torna um meio adicional para evitar a decisão inadequada para fins de internacionalização (MICHAEL; PEARCE, 2004). Para Filatochev e Wright (2011), não só o corpo de diretores, mas também a separação entre CEO e presidente do conselho dizem respeito às práticas de GC no nível firma.

A remuneração dos gestores é outro dos mecanismos de GC com impacto direto na diversificação internacional, na medida em que fornece um incentivo para os gestores trabalharem na redução do risco inerente ao processo (TIHANYI et al., 2009). Este mecanismo está relacionado com o monitoramento dos agentes e, por conseguinte, tem importante papel no tratamento dos problemas de agência (FILATOCHEV; WRIGHT, 2011). Na formulação da teoria de agência o assunto foi tratado mediante a proposição de contratos de incentivos aos gestores com a finalidade de reduzir os problemas de agência. Dessa forma, com a adequada remuneração dos dirigentes, considerava-se que haveria redução entre o conflito de interesses,

pois estes estariam mais propensos ao cumprimento de suas responsabilidades sem, ou pelo menos com menor tendência a procurar ganhos próprios via empresa. Este mecanismo tem sua influência condicionada a outros mecanismos dentre os quais a concentração acionária e o conselho de administração, de forma que, nos casos onde há influência do CEO sobre o conselho e a estrutura de propriedade é concentrada, sua eficácia é menor (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1989; CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; TREMBLAY; CHÈNEVERT, 2004).

Variáveis externas às organizações também podem contribuir no monitoramento dos gestores, limitando iniciativas oportunistas tanto de dirigentes quanto de acionistas controladores. A questão do ambiente também passa a ser, sob essa análise, importante para fins de decisões estratégicas de internacionalização, não só conferindo vantagens relativas a recursos e logística, mas também porque os riscos se potencializam quando o escopo contempla investimentos em mercados emergentes, nos quais tanto o sistema legal quanto o ambiente de negócios são menos desenvolvidos (CARPENTER; FREDRICKSON, 2001; HOSKISSON et al., 2002).

Para La Porta e outros (1998), são quatro os tipos diferentes de lei no que tange à proteção legal a acionistas. O primeiro são leis comuns, presente em países nos quais há maior proteção para os acionistas e, consequentemente, menos expropriação de minoritários, exemplificados por Estados Unidos e Reino Unido. Num segundo bloco os autores agrupam todas as demais classificações, a saber: leis civis francesas (cujos representantes são França, Bélgica, Brasil e outros); leis germânicas (Alemanha, Áustria, Japão, entre outros) e; leis escandinavas (Dinamarca, Finlândia, Suíça, etc.). Em todos estes, há menos proteção para os acionistas, o que facilita a expropriação aos minoritários. A esse respeito, Shleifer e Vishny (1997) destacam a proteção legal como um dos determinantes e elementos essenciais para a constituição da GC. Para os autores, a extensão da proteção legal também apresenta grande variação entre os países, existindo aqueles de maior proteção – nos quais o sistema legal resguarda, pelo menos, alguns investidores e, além disso, há predisposição à aplicação das leis punitivas a comportamentos contrários e, de outro lado, a maior parte do mundo, na qual as leis protegem menos o investidor e o sistema tende a ser mais moroso intervindo apenas mediante a clara violação dos direitos dos investidores. Nestes países, a proteção legal, sozinha, não garante o retorno dos investimentos.

Empresas localizadas em países com maior proteção aos acionistas têm propensão a diminuir a concentração de propriedade após a *Initial Public Offering* (IPO – sigla em inglês para oferta pública inicial) (FOLEY; GREENWOOD, 2010), o que não se repete nos demais

sistemas legais, culminando na elevada concentração de capital e de controle (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). Em virtude disso, as questões de agência passam a ser observadas não apenas entre gestores e acionistas. A própria estrutura de propriedade das organizações, um dos determinantes de GC, propicia outro tipo de dissensão que não aquela entre gestores e acionistas: o conflito do tipo minoritário-majoritário (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Reiteradamente esta é, no Brasil, a forma mais comum do conflito (GUIMARÃES; MARQUES; PEIXOTO, 2014) e tem entre seus fatores causadores, a grande concentração acionária e de controle (HAHN, 2005); a sobreposição de acionistas e gestores (SONZA; KLOECKNER, 2014); e ainda associação entre a detenção do controle das organizações com acionistas majoritários e a existência de duas classes de ações – com e sem direito a voto (PROCIANOY, 1996; SILVA, 2004; BELLATO; SILVEIRA; SAVOIA, 2006; MARTINS; FAMÁ, 2012).

No âmbito deste conflito, na maioria dos países é comum o maior acionista estabelecer o controle sobre a empresa, apesar dos pequenos direitos que detenha sobre o fluxo de caixa e, assim, resultar no risco de expropriação dos minoritários pelos grandes acionistas ou pelos controladores (CLAESSENS, et al., 2002). A depender do ambiente legal e do *enforcement*<sup>6</sup>, a proteção aos minoritários pode se traduzir em um mecanismo externo que é eficaz (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011), entretanto, as características mais comuns – alta concentração acionária e baixa regulação – tendem a resultar no menor desenvolvimento do mercado de capitais (LA PORTA et al., 1997), havendo razões coerentes para o cenário de recorrência de deslistagens e também para a não abertura de capital.

Já a respeito da divulgação de informações, tem-se o mecanismo da transparência (*disclosure*), que busca prover maior e melhor informação aos acionistas e potenciais investidores, assim como reduzir a assimetria informacional e, consequentemente, o custo de capital próprio da empresa e, por isso, um importante fator para a adequada avaliação das oportunidades de investimentos no mercado financeiro (CASTRO JÚNIOR; CONCEIÇÃO; SANTOS, 2011). No contexto nacional, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2010) define transparência como o desejo de conceder para as partes interessadas informações que sejam de seu interesse e não apenas as que são impostas por disposições de regulamentos e leis. A transparência é o mecanismo que proporciona a redução da assimetria informacional entre gestores e investidores (ALVES; GONÇALVES; PEIXOTO, 2014).

---

<sup>6</sup> *Enforcement* pode ser entendido como a capacidade que o sistema possui de fazer com que os contratos sejam cumpridos, representando, assim, um dos mais importantes elementos definidores da formulação e desenho dos contratos (ZILBERSZTAJN; SZTAJN, 2005).

Para Correia, Amaral e Louvet (2011), a transparência refere-se a todas as informações necessárias para os investidores externos julgarem se seus direitos são preservados nas decisões tomadas na empresa. Nesse contexto, eles chamam a atenção para a publicação de informações financeiras, alegando que a qualidade destas publicações pela empresa constitui mecanismo essencial de governança, à medida que proporciona a redução na assimetria de informações entre os atores internos e os investidores externos, diminuindo, assim, os conflitos de interesse. No índice proposto por estes autores como forma de avaliar o nível de GC das empresas brasileiras, a dimensão transparência foi que apresentou maior contribuição, com participação próxima a 40%.

A disponibilização de informações é importante para o mercado e, além de se alinhar ao interesse dos agentes (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004), é essencial na avaliação da alocação de recursos seja por parte de gestores, seja por investidores (BUSHMAN; SMITH, 2003). À medida que procuram seguir os preceitos da transparência, assumem-se os propósitos de garantir que acionistas minoritários e majoritários recebam informações confiáveis sobre o valor da empresa; segurança de que gestores e grandes acionistas não enganem os minoritários quanto ao valor de seus investimentos e; garantia de que os acionistas majoritários não façam mau uso, ou em benefício próprio, do poder que detêm (BUSHMAN; SMITH, 2003).

Dentre todos os mecanismos, a transparência é o mais valorizado pelas organizações e mais disseminado entre as empresas. Seus objetivos são o provimento de informações acerca de desempenho e risco; assegurar a padronização das informações; reduzir o conflito de agência entre *insiders* e *outsiders* e; gerenciar conflitos de interesse entre proprietários e *stakeholders* (WONG, 2009).

A prática da transparência está associada ao nível de desenvolvimento do mercado e se relaciona também em aspectos relevantes das organizações, sobretudo no que tange à avaliação de suas ações. Em mercados emergentes, cuja legislação é menos rígida e há maior concentração acionária a transparência na divulgação das informações é mais prejudicada (LANZANA, 2004; MOKHTAR; MELLETT, 2013), por outro lado, em mercados com melhor *enforcement*, ela se relaciona positivamente com a proteção dos acionistas, garantindo menor manipulação de resultados por parte dos gestores e majoritários (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003). A nível firma, a prática é mais bem desenvolvida em empresas maiores e com maior tempo de mercado (CLAESSENS et al., 2002) e ainda, se associa a maior valor da firma (KLAPPER; LOVE, 2004); menor custo de capital próprio decorrente da percepção de menor risco por parte do acionista que, assim, reduz a exigência de remuneração do capital (CASTRO JÚNIOR; CONCEIÇÃO; SANTOS, 2011; CORREIA AMARAL; LOUVET, 2011); menor

risco de liquidez (ALVES; GONÇALVES; PEIXOTO, 2014) e menor volatilidade média do retorno da ação (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006). No que diz respeito à internacionalização, a qualidade nas informações prestadas ao mercado é o que permite avaliar se a decisão de investimento estrangeiro é boa ou não (ANDRADE, 2008).

A garantia de que a empresa apresenta um baixo risco para seus investidores está diretamente associada ao nível de informações que estes dispõem a seu respeito. No contexto financeiro, o argumento para os gerentes repagarem os investimentos necessários aos investidores é que eles querem obter recursos novamente no mercado de capitais e precisam estabelecer uma reputação com bons riscos, a fim de convencer os futuros investidores, os quais, por sua vez, financiam as organizações buscando receber em troca, direitos de controle (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Ainda a esse respeito, à medida que as empresas garantam a seus acionistas e demais agentes financiadores que sua segurança será preservada, seu acesso a fontes alternativas de capital, dentre elas o mercado de capitais, pode ser facilitado (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

Por fim, a estrutura de propriedade é considerada outro importante mecanismo de Governança Corporativa (SONZA; KLOECKNER, 2014). Estrutura de propriedade é a forma como é distribuído o capital da empresa no que diz respeito a votos e ao grau de concentração/participação dos proprietários no capital. Assim, descobrir a forma com que ela é desenhada pode influenciar os resultados da empresa (SONZA; KLOECKNER, 2014).

Para Correia, Amaral e Louvet (2011) a estrutura de propriedade é um instrumento de controle eficaz e que possibilita o alinhamento de interesses entre acionistas e dirigentes. Segundo eles, a constituição do mecanismo seria a partir de certa concentração acionária e também da inclusão da participação de dirigentes no quadro de acionistas.

Enquanto a separação entre propriedade e controle gera conflitos do tipo agente-principal, é a estrutura de propriedade, vista por Shleifer e Vishny (1997) como um dos determinantes de GC, que propicia o outro tipo de dissensão, que se dá no âmbito dos próprios acionistas: o conflito do tipo minoritário-majoritário.

As empresas brasileiras são marcadas pela grande concentração acionária e de controle (HAHN, 2005). Em países com essa característica, o principal conflito de agência percebido é entre acionistas controladores e minoritários (GUIMARÃES; MARQUES; PEIXOTO, 2014). Além destes fatores, a sobreposição de acionistas e gestores, também contribui para que a forma mais comum de conflitos de agência no Brasil seja do tipo minoritário-majoritário (SONZA; KLOECKNER, 2014). De acordo com Procianoy (1996), Silva (2004) e Bellato, Silveira e Savoia (2006), a presença de acionistas majoritários detentores do controle das organizações,

associada à existência das duas classes de ações no Brasil – com e sem direito a voto – (MARTINS; FAMÁ, 2012) direcionam ainda mais os conflitos de agência para este nível, em detrimento das divergências entre acionistas e gestores. No contexto deste conflito, Claessens e outros (2002), destacam o risco de expropriação dos minoritários por parte de grandes acionistas, ou mesmo de acionistas controladores como um importante problema de agência. Segundo eles, na maioria dos países, é comum o maior acionista estabelecer o controle sobre a empresa, apesar dos pequenos direitos dele sobre o fluxo de caixa.

Na interpretação dessas relações, é importante retomar as bases do estudo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005). Nesta pesquisa, os autores aprofundaram no significado de propriedade e desmembram-na em dois universos: o primeiro deles relacionado aos fluxos de caixa da firma, o qual denominam direito de propriedade; o segundo, relativo à detenção do poder de voto: direito de controle. Segundo os autores, a ocorrência e a amplitude da discrepância entre estes direitos é um aspecto de Governança amplamente analisado.

A propriedade do acionista ou do(s) grupo(s) de acionistas principal(is) da empresa sobre seus fluxos de caixa, de acordo com Claessens e outros (2002) contribui para a elevação do seu valor de mercado – efeito incentivo: os investidores cuja participação acionária é relevante teriam fortes incentivos para maximizar o valor da firma e, pela relevância que têm, acessam informações estratégicas e conseguem controlar melhor a atuação dos gestores, a ponto de pressioná-los ou mesmo realocá-los se preciso. A obra seminal de Jensen e Meckling (1976) já seguia essa tendência de interpretação. Para os autores, existem benefícios na concentração acionária, pois ela garantiria aos controladores melhor monitoramento dos gestores e, portanto, menor risco de expropriação na relação agente-principal.

Todavia, quando os direitos de controle do(s) maior(es) acionista(s) superam a propriedade que ele(s) tem(têm) sobre o fluxo de caixa, o valor da firma diminui, é o chamado efeito entrincheiramento. Morck, Stangeland e Yeung (1998) destacam que o controle corporativo impede o crescimento da firma, pois os acionistas controladores têm mais interesse em preservar o valor do capital existente – eles ficam entrincheirados.

A respeito da associação entre direito de propriedade e de fluxo de caixa, Jensen e Meckling (1976), baseados nos conceitos de conflito de agência e no custo de monitoramento dos gestores (custos de agência); e Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) são exemplos de argumentos em que a separação entre tais direitos pode criar custos de agência de magnitude maior do que os custos associados a um acionista controlador, isto é, a alta concentração teria, portanto, um aspecto favorável.

Os resultados destes pesquisadores são contrapostos pelos achados de outras pesquisas, dentre os quais: Morck, Shleifer e Vishny (1988) para os quais há distinção entre os efeitos de controle (negativos) e efeitos de incentivo (positivos) de concentrações mais elevadas de propriedade. A sugestão dos autores é de que a ausência de separação entre propriedade e controle reduz conflitos de interesse e, portanto, aumenta o valor do acionista. Shleifer e Vishny (1997); La Porta e outros (1998, 1999, 2000, 2002); Claessens e outros (2000a) e; Claessens e outros (2000b) também sugerem, por causa da expropriação potencial de acionistas minoritários, efeito negativo para a concentração dos direitos de voto e a separação de direitos de fluxo de caixa sobre o valor da empresa. Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) relatam que, quando há um acionista que exerce controle na firma, pode surgir um novo conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários. Além disso, para ele, as empresas em que há separação entre direito de controle e de propriedade não são atrativas a acionistas minoritários e, consequentemente, têm menor valorização.

Há ainda uma terceira linha de autores, os quais destacam ambos os aspectos – positivo e negativo – da GC sobre estrutura de propriedade. Destefanis e Sena (2007), por exemplo, discorrem que o sistema de GC teria um impacto ambíguo, isto é, por terem interesse na maximização da riqueza e concomitante controle suficiente sobre a firma, grandes acionistas estariam mais atentos às questões de agência e, assim, poder-se-ia esperar melhor desempenho em empresas cujas estruturas fossem concentradas. Por outro lado, à medida que a concentração acionária cresce, os acionistas controladores poderiam passar a utilizar da firma para geração de benefícios próprios, não compartilhados com os minoritários, tornando-se, assim, prejudiciais ao desempenho corporativo. Sonza e Kloeckner (2014) também destacam as duas vertentes: a maior concentração acionária na estrutura de propriedade tende a ser mais efetiva na resolução da queda de desempenho, todavia, ela pode se tornar facilitadora da expropriação dos minoritários.

Ainda a respeito da concentração de propriedade, para Filatochev e Wright (2011), ao mesmo tempo em que ela pode ser um fator importante no monitoramento dos gestores por impor controles e critérios aos gestores, a eficácia dessa medida só poderia ocorrer em ambientes com elevado nível de proteção aos acionistas minoritários.

Analizando assim a implicação das práticas de GC nas empresas do mercado de capitais, bem como no comportamento ante à internacionalização e a relação que o patamar de GC tem com o desenvolvimento do mercado de capitais, observa-se que GC afeta a postura das empresas ante aos aspectos de internacionalização e listagem refletindo, consequentemente, em questões até mesmo financeiras. Diante destes pontos e da relação existente entre eles,

procurou-se evidenciar aqui a notoriedade e a necessidade da associação entre os temas, quando da proposta de tratar com deslistagem e internacionalização.

## 2.5 Internacionalização e deslistagem

A teoria da internalização (COASE, 1937), além de procurar explicar a existência da empresa enquanto instituição elabora uma das principais justificativas teóricas para o surgimento de uma empresa multinacional (BUCKLEY; STRANGE, 2011). De acordo com esta teoria, o processo de internacionalização da empresa é inerente ao seu crescimento e se dá de forma gradativa, partindo inicialmente de exportações e atingindo modos mais complexos, até que ela disponha de conhecimentos e recursos enquanto propriedade exclusiva. Algumas das vantagens conferidas à firma pela internalização dos processos relacionados à internacionalização são a redução nos custos de câmbio e na incerteza operacional; a propriedade da informação e o maior controle da oferta e dos mercados, e ainda a maior possibilidade de negociações e acordos (BORINI et al., 2006).

Indo além, a teoria aborda que esse processo garante que tais competências se tornem essenciais à empresa (BARNEY, 1991), sendo mais vantajoso para ela internalizar as transações e assim desenvolvê-las, quando o fizer de forma mais eficiente do que o mercado (BORINI et al., 2006). Portanto, o acesso aos mercados internacionais se desenvolve como um diferencial competitivo na organização, sobretudo por se dar mediante a avaliação dos resultados obtidos quando realizados pela própria empresa (internalização) do que quando obtidos junto ao mercado. Em outras palavras, de acordo com esta teoria, em virtude de ser mais viável para a organização assumir a internacionalização dos negócios do que depender de terceiros para desenvolvê-la, a implementação e o aprendizado decorrente desse processo podem se traduzir em vantagens estratégicas para companhia.

A internacionalização é produto de uma série de decisões incrementais tomadas mediante a avaliação de alguns benefícios gerados dentre os quais (JOHANSON; VAHLNE, 1977):

- O maior retorno sobre os ativos intangíveis, os quais refletiriam positivamente no desempenho financeiro das empresas (GRANT, 1987);
- A economia de escala e a propriedade tecnológica, que propiciam o aproveitamento de competências essenciais por parte da empresa, aliado ao desenvolvimento de diferenciais para a competição com os novos concorrentes;
- A exploração das vantagens de localização, ou seja, vantagens relativas à conquista do tipo mão de obra e matéria-prima mais barata, menores custos logísticos, exploração do

potencial de mercado, etc. conferidas em virtude do espaço geográfico ocupado pela empresa e;

- A diminuição dos custos cambiais e da propriedade da informação, a redução da incerteza e o maior controle da oferta e da possibilidade de negócios, que são vantagens relacionadas ao mercado e que independem sequer se a internacionalização se dá por via direta ou por parcerias internacionais (DUNNING, 1980).

Em virtude da obtenção destas vantagens e à medida que a empresa desenvolve novas competências para a sua atuação internacional, espera-se que a decisão de internacionalização reflita positivamente no desempenho financeiro da organização (GRANT, 1987; FLORIANI; FLEURY, 2012). Estes proveitos podem ser ainda potencializados quando da associação entre a estratégia internacional e a participação no mercado de capitais, em virtude das vantagens que este também proporciona às organizações, a saber: melhor visibilidade e maior poder de negociação junto aos credores, desencadeando em menores taxas de captação e redução do custo de capital (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998).

Ainda na análise dos benefícios proporcionados pela internacionalização à firma, a estratégia implica no acesso a novos mercados e, assim, ampliam-se as suas oportunidades de crescimento (GRANT, 1987). Para o financiamento destas oportunidades, há uma demanda de capital por parte das organizações e, neste contexto, resgatam-se os pressupostos da teoria da *pecking order* (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984) que indicam haver uma hierarquia entre as diferentes fontes de financiamento adotadas pela organização, havendo preferência pela utilização dos lucros acumulados, seguida pelo endividamento e, por fim, emissão de novas ações, como formas de financiamento.

Esta ordem se sustenta na hipótese da assimetria informacional, considerando que a preferência pela retenção nos lucros se dá não só pela possibilidade de utilizá-los quando eles existem, mas também por que, pela assimetria de informações entre gestores e acionistas, o anúncio de captação de recursos tende a sinalizar aos investidores alguma informação que eles não têm, isto é, a emissão de novas dívidas sinaliza informação positiva sobre a empresa, pois julga-se haver capacidade para o pagamento das mesmas, ao passo que a emissão de novas ações tende, ao contrário, sinalizar uma informação negativa de que a empresa precisa abrir mão de parte de sua participação para se financiar (NAKAMURA et al., 2007).

A preferência pelos recursos gerados internamente reduz, portanto, a expectativa informacional dos gestores – seja positiva ou negativa – e, além disso, mediante a possibilidade de serem alocados em uma finalidade específica, contribui para a redução do fluxo de caixa livre, se tornando, portanto, um forte mitigador dos conflitos de agência.

É pertinente reiterar, portanto que, visto que as empresas brasileiras enquadram-se no caminho proposto pela teoria da *pecking order* quando procuram fontes para financiar seu crescimento (GOMES; LEAL, 2000; TERRA, 2002; LEAL; SAITO, 2003; TERRA; MATEUS, 2005), os desdobramentos positivos da internacionalização incidiriam além da criação de diferenciais, da melhora no desempenho financeiro e do surgimento de novas oportunidades de crescimento. Estes benefícios implicariam também em redução da assimetria informacional e do fluxo de caixa livre, afinal seriam mais oportunidades de crescimento a serem financiadas e, portanto, maior utilização de recursos gerados internamente. De forma resumida, ainda que, a internacionalização implique na necessidade de superação de desafios na gestão, com fins a superar o aumento dos custos, principalmente de coordenação e comunicação (FLORIANI; FLEURY, 2012), em termos de mercado (vantagens e diferenciais) e de financiamento, ela aponta para menor necessidade de monitoramento dos gestores associado a um cenário de boas expectativas de crescimento, compensando positivamente o incremento nestes custos e, tanto em nível de resultado quanto de desempenho, impactando positivamente a operação das empresas (GHOSHAL, 1987).

O aspecto positivo que estes fatores geram para as organizações, principalmente quando de sua análise no mercado de ações já é algo consolidado na análise de finanças e tendo em particular a internacionalização, objeto de estudo nesta pesquisa, como um precursor a todos eles, poder-se-ia afirmar que, quanto mais internacionalizada a empresa fosse, melhor avaliada no mercado seria, melhores oportunidades de crescimento teria e, portanto, maior a probabilidade de permanecer listada.

De outro modo, as decisões estratégicas, dentre as quais o investimento direto internacional e suas implicações, envolvem as preferências de risco e o alinhamento de interesses entre diversos grupos, principalmente gestores e acionistas, sobretudo dentro das organizações internacionais (CARPENTER; FREDRICKSON, 2001; HOSKISSON et al., 2002; FILATOCHEV; WRIGHT, 2011). Dessa forma, até mesmo na análise do crescimento da empresa internacional, existem carências relativas à melhor configuração da arquitetura interna da firma, isto é, da sua estrutura de governança, quando em contexto de expansão (BUCKELY; CARTER, 1996; 2002; 2003). Em virtude da diferença de conhecimento, interesse e apetite pelo risco entre gestores e *stakeholders*, especialmente acionistas, têm-se objetivos estratégicos diferentes entre eles (FILATOCHEV; WRIGHT, 2011) e, portanto, existe a necessidade de construir uma estrutura de governança (COASE, 1937), e um contrato que realinhe estas posições.

É fundamental que a proposta para este contrato supere a teoria da internalização e resgate os pressupostos da teoria de agência, considerando-os a fim de reorganizar as dimensões principais da GC na empresa, principalmente, pela acentuação do potencial conflito que decorre da internacionalização, em virtude da separação física entre gestores e acionistas, a qual implica na maior proximidade daqueles com a operação e assim seu acompanhamento de forma mais direta e imediata, em relação a estes, principalmente quando residentes no país sede da organização. Mesclando as duas abordagens, a adoção das práticas de governança deverá superar o simples objetivo de minimizar custos relativos à efetivação da(s) transação(ões) internacional(is) (FILATOCHEV; WRIGHT, 2011).

O investimento estrangeiro dependeria da habilidade da empresa em lidar com assimetria informacional e o potencial conflito de agência associado aos empreendimentos no exterior (FILATOCHEV; WRIGHT, 2011), dada a possibilidade de os agentes, na busca por auferir os benefícios oriundos da diversificação internacional dos negócios, optarem pela estratégia sem, contudo, considerar os custos inerentes ao processo como um todo e, consequentemente, caminharem para a redução dos ganhos e da saúde financeira dos acionistas (BAKER; JENSEN; MURPHY, 1998; DENIS; DENIS; YOSTY, 2002; FILATOCHEV; WRIGHT, 2011).

Nesse contexto, enquanto a internacionalização pode implicar em melhor desempenho da organização e o acesso ao mercado de capitais a uma melhor estrutura financeira, é pertinente que os interesses de acionistas e gestores estejam alinhados, sobretudo a fim de garantir que a empresa não seja utilizada como meio de expropriação de minoritários ou mesmo de acionistas em geral. Portanto, os mecanismos de governança tais como o conselho, o sistema de incentivo aos gestores, a estrutura de propriedade, entre outros, podem implicar diretamente na postura estratégica, nas operações e no desempenho destas empresas. No Brasil, em especial, em virtude da elevada concentração de capital e de controle e dos conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários, estes mecanismos de Governança assumem importâncias distintas do restante do mundo (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

Tem-se, deste modo, que a GC atua no aumento da proteção aos interesses dos investidores e que, por isso, o mercado valoriza as boas práticas de governança apresentando maior demanda por títulos das empresas com melhores práticas de GC e aumento significativo nos preços médios destes títulos, evidenciando assim uma relação direta entre o nível de GC da empresa e seu comportamento na bolsa no que tange a preço e liquidez (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). Aliado a isso, retoma-se a prerrogativa da teoria da internalização, conforme a qual a empresa constrói diferenciais competitivos mediante a internalização das operações

que executa de forma mais eficiente que o próprio mercado, se estrutura para uma expansão almejando os mercados internacionais e se diferencia com processos e características, de forma que os efeitos financeiros disso gerem melhor aceitação no mercado de capitais. Chega-se, portanto, a uma tendência de evolução do mercado e do acesso a ele tanto por empresas com melhores práticas de GC, quanto por companhias internacionalizadas, reduzindo a expectativa de deslistagem.

Entretanto, na discussão acerca de deslistagem há indícios fortemente relacionados aos aspectos de governança, inclusive ratificadas pelos agentes que, de alguma forma, participaram de processos de deslistagem (MILITÃO; 2012). Os principais benefícios (monitoramento sobre os gestores, alteração no controle) e desvantagens (assimetria informacional; perda de confidencialidade; legislação excessiva, exigindo divulgação de informações e redução de informalidade) citados na literatura como necessariamente observáveis ante a avaliação de uma empresa em participar ou não no mercado de capitais apontam um conflito latente entre a divulgação de informações e o custo para isso, bem como seu alinhamento com a realidade da organização.

Além disso, no que tange ao processo de internacionalização, é necessário avaliar os desafios nos quais ele implica. Estes se dão no âmbito de estratégia; estrutura; recursos humanos, além de suas próprias interações (MORAES; OLIVEIRA; KOVACS, 2006). As divergências culturais, tecnológicas e temporais (sendo estas últimas relacionadas basicamente a questões de logística), bem como a distância geográfica e a dificuldade de monitoramento dos gestores são exemplos destes obstáculos (ROQUE, 2010) e, além deles, aspectos importantes do processo de internacionalização, tais como a alta exigência de informações por parte dos decisores; a baixa frequência e a longa duração dos efeitos dessas decisões acabam ainda por favorecer o surgimento dos conflitos entre acionistas e gestores nas organizações internacionais (MICHAEL; PEARCE, 2004).

Nas empresas internacionalizadas, o controle e o monitoramento tendem, naturalmente, a uma maior complexidade e menor eficiência de forma que a assimetria informacional – potencializada pela separação geográfica – pode se tornar algo crítico (GOMES; MARTINEWSKI, 2001), aliada ao conflito de interesses que assume maior importância nos componentes do risco, do que quando observados em empresas cuja atuação se dá somente no mercado interno (BURGMAN, 1996; SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2015).

Outra dificuldade intrínseca à internacionalização é que trata-se de uma decisão tomada em um ambiente de mudanças econômicas e institucionais associadas a risco (PENG, 2000) e que, portanto, exige, da parte dos acionistas, ainda maior monitoramento dos gestores, a fim de

garantir sua não expropriação. Os gestores de diversificação internacional têm incentivos para reduzir o valor da empresa e, por isso, existe incentivo por parte dos acionistas, de instalar mecanismos de governança para evitar o comportamento gerencial oportunista (OESTERLE; RICHTA; FISH, 2013).

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

Diante do exposto, é possível verificar que a associação dos temas deslistagem e internacionalização se dá, indubitavelmente, através da governança corporativa. Mais do que isso, notam-se implicações das práticas de GC nas empresas quanto ao mercado de capitais e também à internacionalização, reforçando o vínculo entre estas temáticas. É por esse motivo, considerado que as recentes alterações no mercado financeiro brasileiro contribuíram para a disseminação da importância e da necessidade de discussão de GC (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005) que, mesmo focando em internacionalização, para o desenvolvimento do trabalho, faz-se necessário resgatar tais preceitos e relacioná-los dessa forma na análise de deslistagem.

### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo são reportadas a metodologia e as variáveis do estudo que compõem o modelo elaborado para a pesquisa, bem como a amostra, os procedimentos para a coleta dos dados e o procedimento econométrico empregado no trabalho.

#### 3.1 Seleção e adaptações ao artigo-base

A presente pesquisa se desenvolve tendo como texto base o trabalho de Pour e Lasfer (2013). A seleção deste texto se deu, pois, além de ser uma pesquisa recente, integra uma publicação bem avaliada e, principalmente, propõe uma inovação na proposta do estudo mundial de deslistagem: a qualificação e análise das diferentes motivações das empresas inglesas que encerraram sua participação no mercado de capitais ao fazê-lo. Para a dissertação, entretanto, algumas adaptações foram feitas ao modelo original dos autores, com fins ao melhor enquadramento à realidade nacional. No âmbito destes ajustes ponderaram-se as discrepâncias, principalmente no que diz respeito à origem e ao tratamento das questões de GC, visto o trabalho original ter analisado as empresas listadas em Londres, um mercado com forte proteção legal e cujos preceitos derivam de um sistema de *common law*, com maior dispersão acionária, maior atividade no mercado de capitais e melhores ferramentas de proteção aos acionistas, ao passo que, neste estudo, voltou-se para a análise das empresas brasileiras, cujo mercado de atuação é de fraca proteção legal e o sistema legal se caracteriza como *civil law*, onde a capacidade de proteção ao acionista é menor; existe maior concentração de capital nas sociedades e o mercado de capitais opera menores volumes (LA PORTA et al., 1998; BECKE; LEVINE, 2004; SCHAPIRO, 2010).

Um dos reflexos destas diferenças e das consequentes adaptações é que, enquanto Pour e Lasfer (2013) trabalharam com uma variável de controle denominada *Insider Ownership* mensurando os efeitos dos conflitos de agência, para este trabalho, a proxy foi adaptada para Concentração de Propriedade (OWN) entendendo que ela atende as expectativas do estudo sob a perspectiva da teoria de agência e que, além disso, é extremamente aplicável ao contexto nacional, quando, nesse sentido, o que se observa são empresas marcadas por grande concentração acionária (HAHN, 2005) e, consequentemente, conflitos de agência mais incidentes no âmbito de controladores e minoritários (PROCIANOY, 1996; SILVA, 2004; BELLATO; SILVEIRA; SAVOIA, 2006; SONZA; KLOECKNER, 2014). Para o cálculo desta

variável foi considerada a proporção de ações ordinárias detidas pelo principal acionista em relação ao total de ações ordinárias em circulação.

### 3.2 População e amostra de pesquisa

No artigo base, Pour e Lasfer (2013) trataram com 380 empresas que se deslistaram do mercado alternativo de investimentos de Londres (*London's Alternative Investment Market – AIM*) entre os anos de 1995 e 2009. Na seleção, foram retiradas as empresas do setor financeiro, assim como outras 69 empresas para as quais houve omissão ou perda de dados. Este é uma segunda divergência entre os cenários nos quais se desenvolveram as pesquisas, pois há, no mercado inglês, duas bolsas nas quais as empresas podem estar listadas, enquanto que, no Brasil, a negociação de ações no mercado se resume à listagem na BM&F Bovespa. Naquele país, a deslistagem da AIM pode estar relacionada ao intuito de abertura de capital na *London Stock Exchange – LSE*, pois, enquanto na primeira estão empresas mais novas, de maior risco e com maior crescimento, na segunda está o principal mercado de ações inglês, inclusive com maior nível regulatório.

Para a dissertação a população considerada foi a de empresas brasileiras, entretanto, em virtude da disponibilidade de dados econômico-financeiros, restringiu-se a mesma com a seleção daquelas que sejam ou que tenham sido listadas na BM&F Bovespa no período entre 2006 e 2014, em virtude das restrições de dados nas bases consultadas, especificamente na FDC (onde foi coletado o DOI) cujos estudos iniciam-se em 2006. Além disso, excluíram-se os setores financeiro e de seguros em virtude das diferenças contábeis e estruturais nos seus demonstrativos e consequentemente, das particularidades necessárias para sua análise.

Na seleção, foi necessário tratar tanto com empresas ativas quanto inativas. No período selecionado foram observadas 190 deslistagens e, desse montante, foram excluídas as onze empresas pertencentes aos setores financeiro e de seguros e, portanto, a amostra final contemplou de 179 empresas deslistadas. Em todos os anos foram abrangidas também as empresas listadas, configurando um painel desbalanceado com quantidade variável no total da amostra em cada um dos anos. Considerando os nove anos pesquisados, as quatorze variáveis de controle, seis variáveis de teste e o número de empresas, o total de observações seria de 16020, entretanto, em virtude dos *missing-values*, foi analisado um total de 5958 observações, das quais 2403 relativas à deslistagem.

### 3.3 Modelo de análise e variáveis de estudo

No trabalho de Pour e Lasfer (2013), as variáveis de controle – fatores ou propriedades que poderiam afetar a variável dependente, mas que através de sua manipulação deliberada, são neutralizados para que não interfiram na relação entre variável dependente e independente (KÖCHE, 1997) – são divididas em cinco categorias, que dizem respeito a: acesso a financiamento; custos de agência; assimetria informacional; visibilidade financeira e; liquidez. No primeiro grupo, encontram-se as *proxies* de alavancagem (ALAV), *market-to-book* (MB), despesas de capital (DESPCAP) e levantamento de capital (LEVCAP), a respeito das quais o racional quanto ao efeito esperado é agregado, ou seja, com base na mesma construção teórica os autores estimam o comportamento destas quatro *proxies*. Para tanto, se voltam à afirmativa de que, ao entrar no mercado de ações, as empresas aumentam seu nível de transparência e, com isso, passam a ter maior poder de barganha com bancos, o que resulta em menores restrições financeiras além da diversificação das fontes de financiamento (RITTER, 1987; PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998; BHARATH; DITTMAR, 2006). Com isso, a condição de ser listada é utilizada pelas empresas como fonte de financiamento de suas oportunidades de crescimento, ao passo que existem aquelas que se valem desse meio como fonte de reestruturação da própria alavancagem (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998). Sendo assim, tendo maior poder de barganha com as instituições financeiras, as firmas buscariam reduzir sua alavancagem e, no caso daquelas cujo intuito inicial seria o de reestruturação, o insucesso implicaria em maior tendência à deslistagem. Portanto, testando os argumentos com variáveis que contemplam a probabilidade de levantamento de capital, a alavancagem e as oportunidades de crescimento (medida pelos índices *Market-to-book* e intensidade das despesas de capital – DESPCAP), espera-se que empresas com menores oportunidades de crescimento, menor probabilidade de aporte de capital e com alta alavancagem, tendam a se deslistarem do mercado de ações.

No segundo grupo de variáveis de controle estão aquelas relacionadas aos custos de agência, quais sejam: ROA; Fluxo de Caixa Livre (FCL) e; *Insider Ownership* (IOWN), a qual foi substituída, com o emprego da *proxy* Concentração de Propriedade (OWN). Suportados pela teoria de agência os autores reforçam a questão inerente à listagem em mercado de ações, que remete ao conflito entre gestores e acionistas, porém com ênfase ao fluxo de caixa livre. Conforme Jensen (1986), emana do fluxo de caixa livre o problema que origina o conflito de agência no âmbito de dirigentes e acionistas, quando o contexto é de listagem. Empresas com fluxo de caixa livre relevante demandariam maior monitoramento dos gestores, com fins a

garantir a correta utilização dos recursos na busca pelo crescimento da empresa e, consequentemente, exporia seus acionistas a um maior risco de expropriação da riqueza. Por conseguinte, elas estariam mais propensas a operarem como firmas privadas, indicando, portanto haver relação positiva entre a deslistagem e esta variável. Ratificando este argumento, Lehn e Poulsen (1989) reportam resultados de que o fluxo de caixa livre é um fator significante na decisão de fechamento de capital. Marosi e Massoud (2007) também destacam sua significância, porém especificamente no contexto de não distribuição desse fluxo livre associado a baixo crescimento da empresa. Para Leuz, Triantis e Wang (2004), quanto maior a geração de fluxo de caixa livre, maior a probabilidade de a empresa encerrar seu capital.

A variável ROA é empregada como *proxy* de medida do crescimento da firma. Para ela, portanto, tem-se que empresas com alto crescimento tendem a superar restrições financeiras e, assim, acessar financiamentos externos de menor custo (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998; FISCHER, 2000; BHARATH; DITTMAR, 2006). Ou seja, existiria uma vantagem financeira para estas empresas em se manterem listadas e, portanto, firmas com maiores oportunidades de crescimento teriam menor tendência em se deslistarem. Outro argumento apresentado é o de que as empresas com maiores oportunidades de crescimento optariam por permanecer no mercado de capitais para levantarem mais capital (BHARATH; DITTMAR, 2006, MAROSI; MASSOUD, 2007; ASLAN; KUMAR, 2011).

Associada à questão do conflito de agência oriundo do fluxo de caixa livre, Pour e Lasfer (2013) argumentam que quanto maior for a parcela de ações da empresa em posse de seus dirigentes (*insider ownership*), maior seria sua tendência de deslistagem. A análise desta questão foi reformulada mediante a introdução da variável OWN, responsável por medir a concentração de propriedade, porém sustentando haver um efeito positivo entre ela e a probabilidade de deslistagem, visto que a alta concentração acionária potencializa os conflitos de agência na organização, ainda que em nível de controladores e minoritários (PROCIANOY, 1996; SILVA, 2004; BELLATO; SILVEIRA; SAVOIA, 2006; SONZA; KLOECKNER, 2014).

O terceiro grupo para as variáveis de controle no trabalho de Pour e Lasfer (2013) trata da assimetria informacional. São *proxies* desse grupo: Tamanho (TAM); Intangibilidade dos Ativos (INT) e; *Under-pricing* (UP).

No mercado de capitais, os investidores são menos informados a respeito do valor da firma do que os gestores, o que gera um problema de seleção adversa. Para evitarem os custos inerentes a esta questão, as empresas com maior assimetria informacional tendem a encerrarem suas cotações no mercado de capitais (BHARATH; DITTMAR, 2010). No trabalho-base, as

*proxies* de tamanho e intangibilidade dos ativos foram selecionadas como medidas da assimetria informacional. A respeito da primeira – TAM – os autores argumentam que empresas menores não são seguidas por um grande número de analistas financeiros do mercado e, consequentemente, têm maior liberdade de ação, distante das percepções de seus acionistas. Dessa forma, empresas menores tenderiam à maior assimetria de informações e, consequentemente, quanto menor for a companhia, maior a tendência dela em fechar o capital, raciocínio que é ratificado por Eid Júnior e Horng (2005); Boot, Gopalan e Thakor (2008) e Michelsen e Klein (2011). Quanto à segunda, a intangibilidade dos ativos torna mais complexo o monitoramento da firma por parte dos acionistas e, consequentemente, contribui para a assimetria informacional. Dessa forma, quanto maior a proporção de ativos intangíveis na organização, maior a sua probabilidade de deslistagem.

Ainda em relação à assimetria de informação, quanto maior o seu grau nas empresas maior é a tendência de que elas ofereçam suas ações com um desconto (*under-pricing*) sobre o seu valor real de mercado, para atrair os investidores menos informados (MICHAELY; SHAW, 1994). O emprego desta *proxy* está relacionado à forma como o mercado reage à decisão de deslistagem da empresa e, na verdade, é uma resposta dela mesma a eventuais comportamentos contrários dos investidores (POUR; LASFER, 2013). O pressuposto a seu respeito é que ela contribui para a deslistagem, se comportando conforme o nível de assimetria de informações na organização.

Dado o contexto do artigo-base, o qual avalia empresa de um mercado onde boa parte das deslistagens se dá sob a forma de migração de uma bolsa menos regulada para outra cujo acompanhamento legal é mais incisivo, entende-se a pertinência do estudo de tal aspecto. Contudo, no Brasil tal ocorrência não se repete e, este foi um dos fatores nos quais a retirada desta variável para o presente o estudo foi embasada. Considerou-se, além disso, não ter havido significância entre o *Under-pricing* e as deslistagens no estudo base; a não recorrência desta variável em outros estudos a respeito do tema e também a dificuldade de coleta dos dados que a compõem.

No quarto grupo estão as variáveis relativas à visibilidade financeira da empresa e são elas *Stock Turnover* ou volume de negócio das ações (ST); volatilidade das ações (VOL); o Beta, analisado também como uma variável do risco a nível firma; e a variável CAR, empregada como métrica dos retornos anormais médios acumulados no período de um ano antes da data de deslistagem. Mehran e Peristiani (2010) e Bharath e Dittmar (2010) apontam que a visibilidade financeira, assim como o interesse dos investidores são os aspectos principais no ciclo de vida das organizações. Para eles, a falha das firmas em atrair o interesse dos

investidores por perda de visibilidade financeira implica no aumento da volatilidade do preço da ação e, consequentemente, na maior tendência ao fechamento de capital.

A variável Beta é traduzida pela sensibilidade das ações aos movimentos gerais do mercado e, conforme os estudos de Hensler, Rutherford e Springer (1997), Jain e Kini (1999, 2000), Fama e French (2004) e Vismara, Paleari e Ritter (2012), o tempo de sobrevivência da decisão de abertura de capital das empresas decresce à medida que o risco evolui. Isto é, existe uma associação positiva entre o risco e a probabilidade de deslistagem na organização.

A variável CAR está relacionada ao comportamento do mercado ante ao fechamento de capital com objetivo de avaliar o histórico de ganhos dos acionistas. Seu embasamento está em Leuz, Triantis e Wang (2008); Marosi e Massoud (2007); Liu (2005); Sanger e Peterson (1990) e; Jenkinson e Ramadorai (2008) para os quais a deslistagem voluntária gerou retornos negativos em excesso aos acionistas implicando que há uma performance negativa das empresas antes da deslistagem e que há relação direta entre a anormalidade negativa destes retornos e a probabilidade de deslistagem.

Há uma ressalva restrita à formulação desta variável, que diz respeito à adoção do índice Ibovespa como *benchmark* para o retorno das ações. Embora o índice represente o retorno total do mercado de ações no Brasil, ele tem como objetivo indicar o desempenho médio das cotações dos títulos mais negociados e representativos do mercado e, por isso, algumas empresas da amostra utilizada neste trabalho ficaram sem o cálculo do *benchmark*.

Por fim, sobre as variáveis que tratam de liquidez – Ações Diárias Negociadas (ADN) e Volume de Negócio das ações ou *Stock Turnover* (ST) – a base do argumento é que o ganho de liquidez é um benefício adicional da listagem no mercado de ações (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998) e, portanto, um motivador na decisão de abertura do capital (BANCEL; MITTO, 2009). Dessa forma, empresas com menor liquidez são mais tendenciosas à decisão de fechar o capital (BHARATH; DITTMAR, 2010).

Para este estudo, dado que a expansão do mercado de capitais nacional se deu num contexto de estabilização macroeconômica e melhora das condições gerais do mercado, também foi proposta uma análise dos períodos de crise econômica a partir dos respectivos anos contemplados na coleta de dados da amostra, cujo intuito foi ponderar o eventual efeito das oscilações no cenário econômico (episódios de crise) ante ao movimento de deslistagem nas empresas brasileiras. Em resumo, a intenção foi avaliar se os momentos em que a economia apresenta um comportamento menos favorável são relevantes para a saída das empresas do mercado de capitais. A expectativa era uma relação negativa entre esta variável e o evento de saída do mercado de capitais, considerando, principalmente o aumento nas restrições de crédito

e financeiras às organizações derivados da crise (CARMO, 2015) e a consequente alternativa de acesso ao mercado de capitais como fonte de financiamento, conforme os pressupostos da própria teoria da *pecking order* (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984).

De posse dos dados, e feita a seleção da amostra e do período de pesquisa, a proposta dos autores foi de avaliar se as empresas consideravam o *trade-off* de custos e benefícios de ser listada no mercado de ações quando decidiam pela deslistagem voluntária e, além disso, analisar a reação do mercado ao anúncio da deslistagem. Para tanto, embora o modelo econométrico desenvolvido pelos autores não seja citado expressamente no artigo, com base nas variáveis apresentadas ao longo do estudo foi possível formulá-lo, reiterando que para tanto, conforme as respectivas menções no texto, foi feita a tradução e abreviação ao nome das variáveis:

$$DLIST = \beta_0 + \beta_1 ALAV + \beta_2 MB + \beta_3 DESPCAP + \beta_4 LEVCAP + \beta_5 ROA + \beta_6 FCL + \beta_7 IOWN + \beta_8 TAM + \beta_9 INT + \beta_{10} UP + \beta_{11} ADN + \beta_{12} ST + \beta_{13} VOL + \beta_{14} CAR + \beta_{15} BETA$$

(Modelo 1)

**Fonte:** Interpretado de Pour e Lasfer (2013)

Outra ponderação importante é de que a dissertação ateve-se na proposta de analisar o evento deslistagem, sem o intuito de trabalhar com as eventuais reações do mercado ao(s) anúncio(s), portanto, outra diferença em relação à pesquisa de Pour e Lasfer (2013). Para esta decisão, ponderou-se haver uma contribuição teórica já com o aprofundamento do evento deslistagem no Brasil, visto o mesmo ser ainda pouco explorado na literatura acadêmica.

Além disso, como oportunidade de pesquisa oriunda do próprio texto base, cita-se a ausência de variáveis que expressem o movimento de internacionalização nas empresas da amostra. Diante disso, uma das contribuições propostas para este trabalho e o diferencial apresentado nele é justamente analisar o efeito do grau de internacionalização na decisão de deslistagem do mercado de capitais brasileiro. Para tanto, propõe-se, a instituição de medidas de internacionalização como variável teste do modelo econométrico proposto as quais são representadas genericamente por INTERNAC, tal como no Modelo 2:

$$DLIST = \beta_0 + \beta_1 INTERNAC + \beta_2 ALAV + \beta_3 MB + \beta_4 DESPCAP + \beta_5 LEVCAP + \beta_6 ROA + \beta_7 FCL + \beta_8 OWN + \beta_9 TAM + \beta_{10} INT + \beta_{11} ADN + \beta_{12} ST + \beta_{13} VOL + \beta_{14} CAR + \beta_{15} BETA + ANO$$

(Modelo 2)

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

No intuito de melhor mensurar efeito do grau de internacionalização sobre a decisão de deslistagem, as *proxies* de internacionalização foram trabalhadas sob diferentes visões e em modelos econométricos separados, com diferenciação dada aos conceitos através do tratamento individual do DOI; de suas respectivas componentes: proporção de ativos que a empresa detém no exterior sobre seus ativos totais – FATA; proporção de empregados no exterior sobre a quantidade total de empregados – FETF e; exportações – FSTS; e, por fim, das medidas de dívida contratada em moeda estrangeira sobre a dívida total – DIVEXT e do percentual de importações realizadas pela empresa – IMPORT.

O racional para a criação destes diversos modelos e da adoção de suas respectivas medições de internacionalização separadamente se dá visto a sequência específica de internacionalização exigir identificar muitos eventos e relacionamentos, sob pena de, com eventual falta de especificação, a medição possivelmente levar a estimativas inconsistentes (COOK; CAMPBELL, 1979) e, além disso, o fato de o uso de um estimador de item único criar, neste contexto, o risco de que quaisquer circunstâncias incomuns distorçam a validade normal da medida, por exemplo, nos casos em que as exportações (FSTS) são o único indicador do grau de internacionalização, há o risco de que as vendas externas de uma empresa no período de estudo tenham sido artificialmente inflacionadas ou deflacionadas por algum fator conceitualmente irrelevante e, portanto, não refletindo alteração real na "verdadeira" internacionalização de uma empresa. Dessa forma, as medidas multi itens contemplam uma gama mais ampla do significado do grau de internacionalização de uma empresa e, por isso, asseguram que, ainda que as circunstâncias influenciem uma dimensão da escala da medição, não invalidem a escala do todo (SULLIVAN, 1994).

A representação esquemática dos modelos é a seguinte:

$$DLIST = \beta_0 + \beta_1 DOI + \beta_2 ALAV + \beta_3 MB + \beta_4 DESPCAP + \beta_5 LEVCAP + \beta_6 ROA + \beta_7 FCL + \beta_8 OWN + \beta_9 TAM + \beta_{10} INT + \beta_{11} ADN + \beta_{12} ST + \beta_{13} VOL + \beta_{14} CAR + \beta_{15} BETA + ANO$$

(Modelo 3)

$$DLIST = \beta_0 + \beta_1 FATA + \beta_2 ALAV + \beta_3 MB + \beta_4 DESPCAP + \beta_5 LEVCAP + \beta_6 ROA + \beta_7 FCL + \beta_8 OWN + \beta_9 TAM + \beta_{10} INT + \beta_{11} ADN + \beta_{12} ST + \beta_{13} VOL + \beta_{14} CAR + \beta_{15} BETA + ANO$$

(Modelo 4)

$$DLIST = \beta_0 + \beta_1 FETF + \beta_2 ALAV + \beta_3 MB + \beta_4 DESPCAP + \beta_5 LEVCAP + \beta_6 ROA + \beta_7 FCL + \beta_8 OWN + \beta_9 TAM + \beta_{10} INT + \beta_{11} ADN + \beta_{12} ST + \beta_{13} VOL + \beta_{14} CAR + \beta_{15} BETA + ANO$$

(Modelo 5)

$$DLIST = \beta_0 + \beta_1 FSTS + \beta_2 ALAV + \beta_3 MB + \beta_4 DESPCAP + \beta_5 LEVCAP + \beta_6 ROA + \beta_7 FCL + \beta_8 OWN + \beta_9 TAM + \beta_{10} INT + \beta_{11} ADN + \beta_{12} ST + \beta_{13} VOL + \beta_{14} CAR + \beta_{15} BETA + ANO$$

(Modelo 6)

$$DLIST = \beta_0 + \beta_1 DIVEXT + \beta_2 ALAV + \beta_3 MB + \beta_4 DESPCAP + \beta_5 LEVCAP + \beta_6 ROA + \beta_7 FCL + \beta_8 OWN + \beta_9 TAM + \beta_{10} INT + \beta_{11} ADN + \beta_{12} ST + \beta_{13} VOL + \beta_{14} CAR + \beta_{15} BETA + ANO$$

(Modelo 7)

$$DLIST = \beta_0 + \beta_1 IMPORT + \beta_2 ALAV + \beta_3 MB + \beta_4 DESPCAP + \beta_5 LEVCAP + \beta_6 ROA + \beta_7 FCL + \beta_8 OWN + \beta_9 TAM + \beta_{10} INT + \beta_{11} ADN + \beta_{12} ST + \beta_{13} VOL + \beta_{14} CAR + \beta_{15} BETA + ANO$$

(Modelo 8)

**Fonte:** Elaborados pelo autor.

Para fins de classificação destas variáveis na composição do modelo, tem-se que variável dependente, de acordo com Köche (1997), pode ser entendida como efeito, resultado, consequência ou resposta de algo que foi estimulado. Ela não é manipulada, e sim o efeito observado como resultado da manipulação da(s) variável(is) independente(s). Neste trabalho, a variável dependente é DLIST, uma *dummy* relacionada à decisão da empresa em se deslistar do mercado de capitais. Para aquelas que encerrarem suas atividades no mercado de capitais, foi atribuído o valor 1 (um), ao passo que para as que se mantiveram ativas no mercado de capitais durante o período pesquisado foi atribuído valor 0 (zero).

Ainda de acordo com Köche (1997), variáveis independentes são os fatores determinantes para que ocorra um determinado resultado. São condição para um determinado efeito ou consequência. Nesta pesquisa, a variável independente (ou de teste) refere-se ao grau de internacionalização das empresas da amostra. O intuito da introdução das variáveis DOI, FATA, FETF, FSTS, DIVEXT e IMPORT nos respectivos modelos é avaliar o efeito do nível de internacionalização das empresas na decisão de encerrarem sua participação no mercado de capitais. A esse respeito, se por um lado os pressupostos da teoria de agência, considerando que a internacionalização contribui para a separação geográfica entre gestores e acionistas e, portanto, para o aumento da assimetria informacional, gera a expectativa de uma relação positiva entre o grau de internacionalização da empresa e a decisão dela em sair do mercado de capitais, por outro, as oportunidades e os diferenciais competitivos criados para a empresa como resultante da adoção da estratégia internacional e refletindo positivamente em resultado e desempenho, apontam para um viés inverso, ou seja, que quanto maior o nível de internacionalização, menor a probabilidade de deslistagem.

A respeito do DOI, ou índice de transnacionalidade, ele consiste no grau de internacionalização das empresas em análise e foi utilizado nesse trabalho, de acordo com a metodologia desenvolvida pela UNCTAD, proposta e adotada no Ranking FDC das Multinacionais Brasileiras. Em termos de mensuração, trata-se da média aritmética de três componentes:

- Razão entre o total de ativos no exterior e os ativos totais;
- Razão entre as receitas auferidas no exterior (exportação) e as receitas totais e;
- Razão entre o total de funcionários no exterior e o total de funcionários.

O significado, forma de cálculo e resultado esperado para cada uma das variáveis está demonstrado no Quadro 2:

**Quadro 2 – Variáveis de estudo do Modelo**

(continua)

Tipo	Nome	Descrição	Fórmula/Definição	Objeto de Estudo	Sinal Esperado	Autores
DEPENDENTE	DLIST	Situação da empresa em relação ao mercado de capitais.	<i>Dummy</i> para a situação da empresa no mercado de capitais brasileiro: 1 para empresa cujo(s) registro(s) foi(ram) cancelado(s) e; 0 para empresa ativa.	Deslistagem	Objeto da pesquisa.	
TESTE	DOI	Proxy de internacionalização da empresa	Média (Exportações/Venda Total + Ativos Externos/Ativo Total + Mão de obra externa/ Mão de obra Total)	Internacionalização	(+-)	(+): Teoria de Agência (JENSEN; MECKLING, 1976); Myers e Majluf (1984); Baker, Jensen e Murphy (1988); Carpenter e Fredrickson (2001); Hoskisson e outros (2002); Denis, Denis, Yost (2002); Filatochev e Wright (2011).
	FATA	Ativos no exterior	Ativos Externos/Ativo Total	Internacionalização	(+-)	
	FETF	Empregados no exterior	Funcionários Externos/Total de Funcionários	Internacionalização	(+-)	
	FSTS	Exportações	Exportações/Venda Total	Internacionalização	(+-)	
	DIVEXT	Dívidas em moeda estrangeira	Dívida de CP e LP em moeda estrangeira/Passivo Total	Internacionalização	(+-)	
	IMPORT	Importação	Fornecedores Estrangeiros/Fornecedores Total	Internacionalização	(+-)	
CONTROLE	ALAV	Alavancagem	Passivo Oneroso/Ativo Total	Acesso/Levantamento de Capitais	(+)	Ritter (1987); Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bharath e Dittmar (2006); Pour e Lasfer (2013).
MB	Market-to-Book	Valor de Mercado do Patrimônio Líquido/Valor contábil do Patrimônio Líquido	Acesso/Levantamento de Capitais	(-)	Ritter (1987); Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bharath e Dittmar (2006); Pour e Lasfer (2013).	
DESPCAP	Despesas de Capital	Despesas de Capital/Total de Vendas	Acesso/Levantamento de Capitais	(+-)	Ritter (1987); Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bharath e Dittmar (2006); Pour e Lasfer (2013).	
LEVCAP	Levantamento de Capital	<i>Dummy</i> para se houve levantamento de capital na empresa: 1 em caso afirmativo e 0 se o contrário.	Acesso/Levantamento de Capitais	(-)	Ritter (1987); Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bharath e Dittmar (2006); Pour e Lasfer (2013).	
ROA	Rentabilidade dos ativos	EBIT/Total de Ativos	Conflitos de Agência (Fluxo de Caixa Livre)	(-)	Pagano, Panetta e Zingales (1998); Fischer (2000); Bharath e Dittmar (2006); Marosi e Massoud (2007); Aslan e Kumar (2011).	

(continuação)

Tipo	Nome	Descrição	Fórmula/Definição	Objeto de Estudo	Sinal Esperado	Autores
FCL	Fluxo de Caixa Livre	Fluxo de Caixa Livre/Total de Ativos	Conflitos de Agência (Fluxo de Caixa Livre)	(+)	Jensen (1986); Lehn e Poulsen (1989); Leuz, Triantis e Wang (2004); Marosi e Massoud (2007).	
OWN	Concentração de Propriedade	Quantidade de ações ordinárias em posse do principal acionista/Total de ações ordinárias em circulação	Conflitos de Agência (Fluxo de Caixa Livre)	(+)	Prochanoy (1996); Silva (2004); Bellato, Silveira e Savoia (2006); Sonza e Kloeckner (2014).	
TAM	Tamanho	$\log$ Valor de Mercado do Patrimônio Líquido	Conflitos de Agência (Assimetria de Informações)	(-)	Eid Júnior e Horng (2005); Pour e Lasfer (2013).	
INT	Intangibilidade dos ativos	Ativos Intangíveis Totais/Total de Ativos	Conflitos de Agência (Assimetria de Informações)	(+)	Pour e Lasfer (2013).	
ADN	Ações Diárias Negociadas	$\ln$ Quantidade de Ações Negociadas nos últimos 12 meses	Liquidez	(-)	Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bancel e Mitto (2009); Bharath e Dittmar (2010).	
ST	Volume de Negócio das ações ( <i>Stock Turnover</i> )	Volume/Total de ações em circulação	Liquidez / Visibilidade Financeira	(-)	Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bancel e Mitto (2009); Bharath e Dittmar (2010).	
VOL	Volatilidade das ações	Desvio padrão do retorno anual das ações	Visibilidade Financeira	(+)	Mehran e Peristiani (2010); Bharath e Dittmar (2010).	
CAR	Retorno anual médio acumulado do último ano da deslistagem	$(\text{Retorno da ação} - \text{Retorno Ibovespa})/\text{Retorno Ibovespa}$	Visibilidade Financeira	(-)	Sanger e Peterson (1990); Liu (2005); Marosi e Massoud (2007); Jenkinson e Ramadorai (2008); Leuz, Triantis e Wang (2008); Pour e Lasfer (2013).	
BETA	Beta	Sensibilidade das ações aos movimentos gerais do mercado	Risco / Visibilidade Financeira	(+)	Hensler, Rutherford e Springer (1997); Jain e Kini (1999, 2000); Fama e French (2004) e Vismara, Paleari e Ritter (2012).	
ANO	Período (ano) da deslistagem	Ano de ocorrência da deslistagem.	Crise	(-)	Teoria da Pecking Order (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984); Carmo (2015).	

Fonte: Elaborado pelo autor.

O procedimento econométrico desta pesquisa foi definido com base no que se observa, tanto no estudo-base, quanto em demais estudos da literatura de fechamento de capital. Conforme evidenciado no Quadro 3, as pesquisas, sejam a nível internacional ou mesmo no mercado brasileiro, concentram-se na utilização do modelo *logit*, tendo como variável dependente a *dummy* de deslistagem.

**Quadro 3 – Metodologia no estudo de deslistagens**

Autores	Amostra	Metodologia
Schultz (1993)	Estados Unidos. IPOs de 1986-1988	Logit/Probit
Seguin e Smoller (1997)	Estados Unidos. 1974-1988	Logit/Probit
Eid Júnior e Horng (2005)	Brasil. 103 deslistagens voluntárias. 2000 a 2005.	Logit
Bradley e outros (2006)	Estados Unidos. 1990-1998	Logit/Probit
Demers e Joos (2007)	Estados Unidos. Novas questões do mercado, alta tecnologia e novas ações. 1980-2000	Logit/Probit
Kooli e Meknassi (2007)	Estados Unidos. Novas questões do mercado. 1985-2005	Logit Multinomial e Análise AFT de Sobrevida
Bhattacharya, Demers e Joos (2010)	Estados Unidos. Internet, alta tecnologia e NASDAQ. 1982-2000	Logit
Pour e Lasfer (2013)	Reino Unido. Empresas deslistadas da AIM entre 1995-2009.	Logit

**Fonte:** Adaptado de Espenlaub, Khurshed e Mohamed (2012, p.434).

A regressão logística é especificamente elaborada para prever a possibilidade de ocorrência de determinado evento o que traduz-se no modelo com a probabilidade da observação estar codificada como 1 (*dummy*). A variável dependente tem apenas os valores 0 e 1 e, consequentemente, o valor previsto (probabilidade) deve se limitar a este intervalo. Este enquadramento é feito com base na forma gráfica da curva logística (formato de “S”), de modo que, em níveis muito baixos da variável dependente, a probabilidade se aproxima de 0, embora nunca atinja tal valor. De modo análogo, à medida que a variável dependente aumenta, os valores previstos crescem para acima da curva, mas nunca atingem o patamar em 1. Através desta regressão, os valores das variáveis independentes permitem estimar a probabilidade para a observação e, consequentemente, avaliar a precisão preditiva do modelo. Este tipo de análise tem como vantagem, o fato de que apenas é necessário saber se o evento ocorreu ou não, para que seja definido um valor (dicotômico) para a variável dependente (HAIR et al., 2009).

Para a aplicação do modelo, os *outliers* foram tratados em *software* específico mediante emprego da técnica de *winsorização* entre o 1º e o 99º percentil, com a finalidade de aproximar os extremos, a fim de diminuir as distorções.

### 3.4 Coleta de dados

Uma das fontes para a coleta das informações que compuseram a base de dados de Pour e Lasfer (2013) foi o site da bolsa de valores de Londres (LSE), no qual os pesquisadores levantaram os motivos da deslistagem das empresas, classificando-as em voluntárias (deslistadas a pedido próprio); transferidas para o mercado principal; por incorporação (*takeovers* – quando a empresa deslistada assume o controle de uma firma privada e, consequentemente, altera sua razão social e também se torna uma companhia privada) e; deslistagens regulatórias (casos em que a firma é obrigada a sair do mercado de capitais, por não atendimento os requerimentos legais do país). Também no site da LSE foram coletadas as informações relativas ao subsequente aporte de capital nos anos posteriores ao início das operações na bolsa.

A data de anúncio da deslistagem foi obtida pelos autores no portal [investigate.co.uk](http://investigate.co.uk) e, para os dados não disponíveis, houve coleta manual da informação no banco de dados Factiva. As informações financeiras foram coletadas na base de dados *Thomson One Banker*; os dados do mercado de ações (preços diários, retornos, capitalização, e *market-to-book*) foram coletados no *DataStream*. Além disso, foram consultados manualmente os prospectos na data-base *Perfect Filings* para levantamento das informações de tempo decorrido desde o IPO, dados financeiros, de governança e também de desempenho no mercado de ações.

No desenvolvimento desta pesquisa, também foram utilizados dados secundários coletados de acordo com as variáveis analisadas, sendo que a variável dependente foi coletada diretamente no site da BM&F Bovespa, mediante publicação própria da lista de empresas com cotações canceladas incluindo, além da data de abertura do capital, o motivo e a data do cancelamento. Reiterando que, na base disponibilizada pela BM&F Bovespa aplicou-se o filtro de datas – 2006 a 2014. As variáveis de controle do risco firma, bem como a concentração acionária e os demais dados de mercado, foram coletadas no site do Economática.

Para a coleta das variáveis relacionadas à internacionalização foram utilizadas fontes diferentes dados seus respectivos conteúdos. O DOI, a proporção de ativos e funcionários no exterior, bem como o percentual das exportações foram coletados nos estudos de internacionalização de empresas (Ranking das multinacionais) elaborados pela FDC; já as variáveis relativas à importação e dívida em moeda estrangeira foram coletadas no Economática.

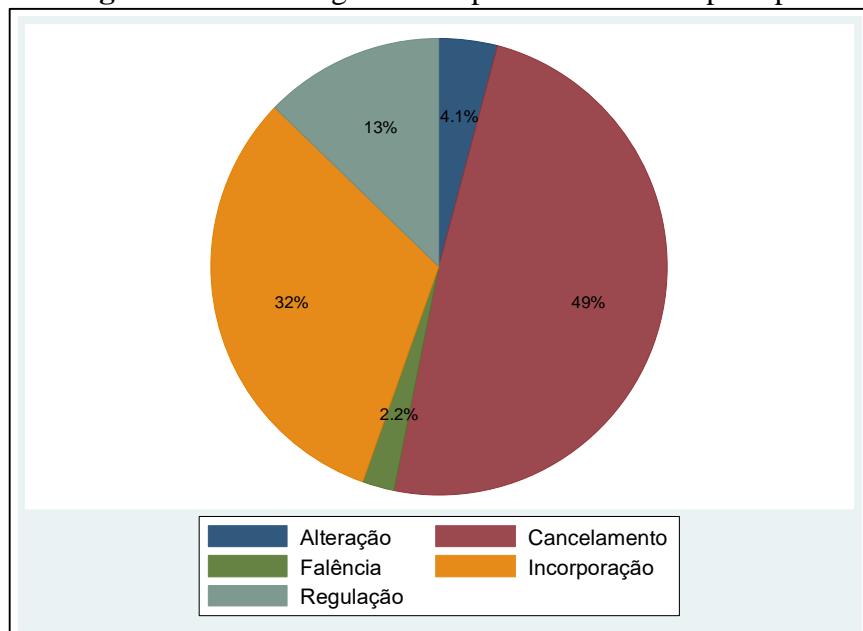
Para fins de enquadramento de determinado ano a um período de crise, recorreu-se a uma literatura base em que houvesse esta classificação. Dentre os anos pesquisados neste trabalho,

2008 e 2009 são destacadamente associados à crise do *subprime* americano (PEIXOTO, 2012; FREGUETE; FUNCHAL, 2012; CARMO, 2015) em que as instituições financeiras do mercado imobiliário americano, imprudentemente, ofertaram empréstimos com baixas taxas a mutuários sem credibilidade, lastro ou garantias e, de forma agravante, os títulos oriundos destas operações foram comercializados no mercado financeiro subclassificado (*subprime*), e tomados por garantia nas negociações de créditos interbancários (MIZEN, 2008; LAL, 2010). Além disso, em virtude do cenário político e econômico de 2014, com retomada da inflação, retração econômica e instabilidade política (ano eleitoral) amplamente noticiadas no mercado nacional, tal exercício também foi enquadrado como um período de crise.

## 4 APRESENTAÇÃO DOS DADOS E ANÁLISE DE RESULTADOS

Para fins de apresentação dos resultados, inicialmente procurou-se apresentar, de forma descritiva, as características das empresas da amostra. A respeito de sua situação no mercado de capitais, observou-se que 59,67% das empresas da amostra estavam ativas, isto é, do total pesquisado, as empresas deslistadas totalizavam 40,33%. Quanto aos motivos pelos quais se classificam a deslistagem das empresas da BM&F Bovespa, conforme apresentado na Figura 3, há predominância (49%) do cancelamento, o qual se refere à saída voluntária e, em segundo lugar, as incorporações (32%). As razões menos frequentes são por motivo de falência (2,2%).

**Figura 3 – Porcentagem de empresas deslistadas por tipo**



**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Quanto às demais variáveis descritivas, na Tabela 1 observam-se as medidas de máximo, mínimo, média, desvio padrão e quantidade de observações de cada uma no nível firma.

**Tabela 1 – Estatística descritiva dos dados**

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

**Notas. Variáveis:** DOI – *Degree of Internationalization*; FATA – Ativos no Exterior; FETF – Empregados no Exterior; FSTS – Exportações; DIVEXT – Dívidas em Moeda Estrangeira; IMPORT – Importação; ALAV – Alavancagem; MB – Market-to-Book; DESPCAP – Despesas de Capital; LEVCAP – Levantamento de Capital; ROA – Rentabilidade dos Ativos; FCL – Fluxo de Caixa Livre; OWN – Concentração de Propriedade; TAM – Tamanho; INT – Intangibilidade dos Ativos; ADN – Ações Diárias Negociadas; ST – Volume de Negócios das Ações (*Stock Turnover*); VOL – Volatilidade das Ações; CAR – Retorno anormal médio acumulado do último ano da deslistagem; BETA – Beta.

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Mediante a apresentação destes dados, é possível inferir alguns pontos de análise sobre o comportamento das empresas nacionais e a sua decisão de deslistagem. O ROA médio negativo, isto é, o retorno que as empresas brasileiras têm sobre os ativos alocados em suas respectivas operações (a *proxy* foi tratada neste trabalho como medida do crescimento da empresa, justamente neste contexto) ser, em média, negativo, evidenciando uma dificuldade financeira da empresa até mesmo para executar a sua operação, associado ao fato de praticamente metade das deslistagens do país acontecer por motivações internas das empresas, expõe, por exemplo, a relevância dos custos inerentes ao processo de abertura de capital (e de manutenção do mesmo), os quais tanto *ex-ante* (auditoria de contas, aspectos de governança, contratação de assessoria financeira, custos de emissão dos títulos) quanto *ex-post* (monitoramento de gestores, divulgação de informações, departamento de relação com investidores, etc.) extrapolam a condição de apenas um ponto negativo do processo, e passam a refletir nos resultados da operação, contribuindo com maior veemência para a saída do mercado de capitais, dada a dificuldade de atingir resultados positivos no exercício das próprias atividades operacionais.

Outra variável cuja ressalva é pertinente é a Alavancagem, observada com média de 30,40%, sendo o mínimo 0 e o máximo de 380,68. Este resultado ratifica a dependência do capital de terceiros como um ponto essencial à interpretação do mercado de capitais no Brasil e, quando analisado em conjunto às variáveis LEVCAP e DESPCAP que dizem respeito ao levantamento de capital próprio nas organizações, cuja média é baixa (0,3), enfatiza que, no mercado brasileiro, o financiamento da operação se dá, principalmente por capital de terceiros, com a maior incidência de contratação de passivos do que aporte de capital, corroborando com os pressupostos da teoria da *Pecking Order*.

É oportuno destacar ainda um DOI médio de 0,009, apontando para um baixo nível de internacionalização das empresas da amostra. Para esta variável, o valor máximo foi de 0,616, lembrando que ela varia no intervalo de 0 a 1. No grupo das variáveis cujo objeto de estudo é a internacionalização, a maior média refere-se à importação – 0,066 – seguida pela dívida em moeda estrangeira – 0,062. A partir do exame destes dados, considerando que uma das variáveis mais relevantes de internacionalização está relacionada ao endividamento das empresas, primeiro reiteram-se as questões do financiamento de terceiros destacado aqui pela dívida em moeda estrangeira e, em segundo lugar, ressaltam-se aspectos extensivos do próprio mercado brasileiro, tais como a dependência de importações.

Na variável OWN, que mede a concentração de propriedade, os resultados confirmam a ocorrência de altos níveis de concentração, conforme registros da literatura (LA PORTA et al., 1997, 1998; BECKE; LEVINE, 2004; LANZANA, 2004; HAHN, 2005; SCHAPIRO, 2010; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; MOKHTAR; MELLETT, 2013): para as empresas da amostra, o acionista principal detém, em média, cerca de 80,24% das ações ordinárias. O mínimo registrado nessa variável foi de 21,75%.

Ainda nas análises descritivas, o teste-t foi executado a fim de identificar se houve diferença significativa entre o grupo das empresas listadas e deslistadas, com base nas variáveis de internacionalização. Os resultados, expressos na Tabela 2, indicam que a média do grau de internacionalização (DOI) das empresas listadas (2%) é consideravelmente maior do que o das empresas deslistadas (0,09%) e o mesmo também acontece em relação à média da proporção de ativos no exterior (FATA), sendo que as empresas listadas em média têm 1,63% do total de seus ativos alocados no exterior, ao passo que nas deslistadas o número é de apenas 0,06%. Para a variável FETF, a análise é similar, indicando que também há mais empregados no exterior – 1,58% – quando a empresa é listada, do que quando não – 0,01% e, analogamente, o mesmo é verificado quando analisada a variável FSTS, que trata das exportações: enquanto as empresas deslistadas exportam, em média 6,31% de sua receita total, as deslistadas o fazem na

ordem de 1,0%. Outra análise factível a partir destes dados é que, como o p-valor é 0.0000, pode-se afirmar que estas médias de internacionalização encontradas para as empresas listadas e deslistadas são significativas, ou seja, as empresas deslistadas são em média menos internacionalizadas que as empresas listadas.

Para a análise desta evidência, é pertinente relacionar a internacionalização à listagem em mercado acionário através das oportunidades de crescimento, ponderada pelas fontes de financiamento utilizadas e também por alguns aspectos de agência. A internacionalização (mediante a superação dos custos envolvidos) viabiliza formas de expansão às empresas (GRANT, 1987) a ponto de haver uma redução do fluxo de caixa livre, justamente alocando recursos para financiar estas novas oportunidades. Na condição de listadas, além das empresas dispor de outra fonte de financiamento, na medida em que há menos recursos disponíveis para a utilização exclusiva dos gestores (fluxo de caixa livre), os agentes do mercado a avaliariam melhor, portanto, existindo maior sustentação para que elas permaneçam listadas. Em aderência às variáveis empregadas no modelo, verifica-se que as empresas, em média, têm um *Market-to-Book* (MB) e a intensidade de despesas de capital (DESPCAP) – variáveis que medem a oportunidade de crescimento e o levantamento de capital – positivo.

Em resumo, tem-se por um lado que a internacionalização confere oportunidades de crescimento à empresa e que, por outro, a vantagem financeira da empresa enquanto listada legitima sua opção por permanecer no mercado de capitais para levantamento de capital.

**Tabela 2** – Teste de diferença entre os grupos de empresas em relação às medidas de internacionalização

		N	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão	[95% Intervalo de Confiança]	p-valor
<b>DOI</b>	<b>Listadas</b>	1530	.0218246	.0020689	.0809237	.0177665	.0258827
	<b>Deslistadas</b>	2075	.0008631	.0004130	.0188144	.0000531	.0016731 0.0000
	<b>Diff</b>		.0209615	.0018404		.0173532	.0245698
<b>FATA</b>	<b>Listadas</b>	1463	.0162649	.0020584	.0787305	.0122272	.0203025
	<b>Deslistadas</b>	2075	.0006227	.0003967	.0180692	-.0001553	.0014006 0.0000
	<b>Diff</b>		.0156422	.0017917		.0121294	.019155
<b>FETF</b>	<b>Listadas</b>	1461	.0158354	.0019338	.0739139	.0120422	.0196286
	<b>Deslistadas</b>	2075	.0001253	.0000887	.0040382	-.0000486	.0002992 0.0000
	<b>Diff</b>		.0157101	.0016260		.0125222	.018898
<b>FSTS</b>	<b>Listadas</b>	1857	.0631109	.0036024	.1552376	.0560458	.0701761
	<b>Deslistadas</b>	2170	.0099945	.0014401	.0670829	.0071704	.0128185 0.0000
	<b>Diff</b>		.0531165	.0036781		.0459054	.0603276
<b>DIVEXT</b>	<b>Listadas</b>	1388	.0640778	.0034734	.1294036	.0572642	.0708914
	<b>Deslistadas</b>	164	.0531098	.0098570	.1262317	.0336458	.0725737 0.3036
	<b>Diff</b>		.0109681	.0106578		-.0099371	.0318733
<b>IMPORT</b>	<b>Listadas</b>	1305	.0665364	.0049701	.1795443	.0567861	.0762867
	<b>Deslistadas</b>	139	.0638129	.0138559	.1633587	.0364156	.0912103 0.8636
	<b>Diff</b>		.0027234	.0158867		-.0284402	.0338871

**Notas. Variáveis:** DOI – *Degree of Internationalization*; FATA – Ativos no Exterior; FETF – Empregados no Exterior; FSTS – Exportações; DIVEXT – Dívidas em Moeda Estrangeira; IMPORT – Importação.

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Para as variáveis Dívida em Moeda Estrangeira (DIVEXT) e Importação (IMPORT), a diferença encontrada nas médias foi menor. Para as empresas listadas, o percentual de obrigações em moeda estrangeira é de 6,41% e a importação média de 6,65% enquanto que, nas companhias deslistadas, as respectivas variáveis têm médias de 5,31% e 6,38%. Mediante os p-valores encontrados, afirma-se ainda que estas variáveis não diferenciam estatisticamente as empresas listadas daquelas deslistadas. Ou seja, não é possível afirmar que as empresas listadas possuem mais dívida em moeda estrangeira ou importam mais que as empresas deslistadas. Novamente é possível inferir alguns pontos de análise a esse respeito, sobretudo no que tange à dependência de capital de terceiros das empresas nacionais a ponto de, independente de sua condição no mercado de capitais, recorrentemente acionarem fontes internacionais de

captação financeira, ainda que em baixa proporção e, além disso, ao fato de ainda serem empresas demandantes de insumos importados.

Por fim, no que tange à análise descritiva dos resultados, verificou-se também a correlação entre as variáveis do modelo, a fim de identificar a possível existência de problemas de multicolinearidade, decorrentes de uma eventual forte associação entre as variáveis. Os resultados estão apresentados na Tabela 3 e, a partir deles, verificou-se, como esperado, alta correlação entre as variáveis de internacionalização, inclusive com significância a um nível de 10%. Em todos os casos a associação entre estas variáveis é positiva de forma a, por exemplo, ratificar a relação entre DOI e as variáveis utilizadas para o seu cálculo (exportações, ativos e funcionários), indicando que, quanto maior o nível destas, maior será aquele. Com relação às demais associações, a interpretação é análoga e, em virtude disso, para que a análise não ficasse comprometida, as variáveis que medem internacionalização foram tratadas individualmente nos seus respectivos modelos.

Quanto aos demais valores, as variáveis DESPCAP e OWN que medem, respectivamente, despesas de capital e concentração de propriedade para as quais há uma relação negativa com as *proxies* de internacionalização, todas as demais apresentaram associação positiva entre si e as medidas de internacionalização. É oportuno analisar assim que, sobretudo pelo grau de significância encontrado, tem-se que, quanto maior o grau de internacionalização das empresas (independente da forma de medida do mesmo), menor tende a ser a concentração de ações ordinárias. Além disso, ainda que em nível de significância de 10% haja associação negativa na correlação entre os valores investidos na organização via capital e as exportações, a relação foi verificada no sentido negativo ante a todas as *proxies* de internacionalização.

Especificamente em relação às variáveis VOL e INT, que medem, respectivamente, a volatilidade das ações e a intangibilidade dos ativos, os resultados da matriz apontam que a primeira tende a diminuir conforme se elevam os níveis das exportações e importações, ao passo que, a segunda, varia negativamente mediante incremento nas exportações e na dívida em moeda estrangeira. Apesar de a relação ser indicada nesse sentido, não houve significância na correlação entre estas variáveis.

Para todas as demais variáveis, a correlação com as medidas de internacionalização foi positiva.

Tendo como base a significância e o resultado da correlação encontrados na associação entre ROA e Fluxo de Caixa Livre, ainda destaca-se aqui que, conforme esperado, quanto maior a rentabilidade da empresa sobre os seus ativos, maior o fluxo de caixa livre. Esta é uma evidência importante para a análise das questões de agência: a necessidade de alocar

corretamente os recursos no financiamento das demandas organizacionais de forma que, as empresas mais rentáveis, não sejam cenário da expropriação dos acionistas por parte daqueles que gerem estes recursos.

O patamar das correlações encontradas foi entendido como aceitável, não comprometendo a qualidade dos modelos.

**Tabela 3** – Matriz de correlação das variáveis independentes

	DOI	FATA	FETF	FSTS	DIVEXT	IMPORT	ALAV	MB	DESPCAP	ROA	FCL	OWN
DOI	1.0000											
FATA	0.8995*	1.0000										
FETF	0.8938*	0.7966*	1.0000									
FSTS	0.8471*	0.7852*	0.7098*	1.0000								
DIVEXT	0.3558*	0.2489*	0.1772*	0.5198*	1.0000							
IMPORT	0.2761*	0.2126*	0.1468*	0.2559*	0.4535*	1.0000						
ALAV	0.0352	0.0162	0.0247	0.0423*	0.1092*	0.0422	1.0000					
MB	0.0307	0.0181	0.0364	0.0183	0.0057	0.0056	-0.0827*	1.0000				
DESPCAP	-0.0401	-0.0317	-0.0305	-0.0516*	-0.0030	0.0262	-0.0087	0.0201	1.0000			
ROA	0.0357	0.0282	0.0283	0.0495*	0.0871*	0.0475	0.0570*	0.1587*	-0.0585*	1.0000		
FCL	0.0360	0.0295	0.0299	0.0514*	0.0876*	0.0512	0.0015	0.1225*	-0.0939*	0.9502*	1.0000	
OWN	-0.1366*	-0.1158*	-0.1108*	-0.0655*	-0.1349*	-0.1684*	-0.0055	-0.1312*	-0.0448*	-0.1323*	-0.1358*	1.0000
TAM	0.2770*	0.2510*	0.2266*	0.2516*	0.2009*	0.0481	-0.2168*	0.3071*	0.0590*	0.1877*	0.1668*	-0.1957*
INT	0.0481*	0.0495*	0.0503*	-0.0351	0.0598*	-0.0282	-0.0082	0.0644*	-0.0072	0.0898*	0.0883*	-0.1269*
ADN	0.2683*	0.2361*	0.2111*	0.2015*	0.1820*	0.1074*	0.0186	0.1597*	0.0329	0.0955*	0.0619*	-0.4754*
ST	0.1832*	0.1753*	0.1629*	0.1599*	0.1091*	0.0494	-0.0319	0.1994*	0.0802*	0.0878*	0.0927*	-0.4623*
VOL	0.0193	0.0157	0.0527*	-0.0209	-0.0221	0.0806*	-0.0176	-0.0101	0.0672*	-0.0185	-0.0293	-0.0761*
CAR	0.0312	0.0183	-0.0185	0.0414	0.0982*	0.0834*	0.0088	0.0570*	-0.0457*	0.0210	0.0322	-0.0643*
BETA	0.1715*	0.1962*	0.1844*	0.1347*	-0.0139	0.0076	0.0254	-0.0179	0.0780*	-0.0306	-0.0568*	-0.2176*
	TAM	INT	ADN	ST	VOL	CAR	BETA					
TAM	1.0000											
INT	0.2864*	1.0000										
ADN	0.5734*	0.2184*	1.0000									
ST	0.4059*	0.1149*	0.5003*	1.0000								
VOL	-0.0252	-0.0153	0.0187	0.1065*	1.0000							
CAR	0.0929*	0.0525*	0.0469*	0.0488*	-0.0215	1.0000						
BETA	0.2355*	-0.0675*	0.5049*	0.3313*	0.1295*	-0.0474*	1.0000					

\* p&lt;0.10

**Notas. Variáveis:** DOI – *Degree of Internationalization*; FATA – Ativos no Exterior; FETF – Empregados no Exterior; FSTS – Exportações; DIVEXT – Dívidas em Moeda Estrangeira; IMPORT – Importação; ALAV – Alavancagem; MB – Market-to-Book; DESPCAP – Despesas de Capital; LEVCAP – Levantamento de Capital; ROA – Rentabilidade dos Ativos; FCL – Fluxo de Caixa Livre; OWN – Concentração de Propriedade; TAM – Tamanho; INT – Intangibilidade dos Ativos; ADN – Ações Diárias Negociadas; ST – Volume de Negócios das Ações (*Stock Turnover*); VOL – Volatilidade das Ações; CAR – Retorno anormal médio acumulado do último ano da deslistagem; BETA – Beta.

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

No que diz respeito à análise econométrica dos dados, a regressão *logit* apresentou os resultados expressos na Tabela 4. Para a sua elaboração, conforme mencionado anteriormente, foram criados seis modelos distintos, nomeados de Modelos 3 a 8 e sendo que, em cada um deles foi alocada uma variável de internacionalização, mantendo-se, em todos, as mesmas variáveis de controle.

**Tabela 4 – Resultado das regressões *logit***

	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
DOI	-4.97**					
FATA		-8.71**				
FETF			-45.66**			
FSTS				-2.84***		
DIVEXT					-5.05***	
IMPORT						0.47
ALAV	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01***	0.01*
MB	0.08**	0.08**	0.09**	0.08**	0.09	0.10*
DESPCAP	-0.42	-0.42	-0.41	-0.44	-0.58	-0.63
LEVCAP	-0.43	-0.40	-0.32	-0.30	-0.44	-0.36
ROA	-0.57	-0.57	-0.58	-0.65	-2.18**	-0.63
FCL	0.24	0.24	0.26	0.19	-0.05	-1.46
OWN	0.02***	0.02***	0.02***	0.02***	0.01	0.02
TAM	0.01	0.01	0.05	-0.17	0.44	0.20
INT	0.95	0.87	0.88	1.26*	0.54	0.40
ADN	-0.21**	-0.17*	-0.17	-0.10	-0.26*	-0.24
ST	-0.00	-0.00	-0.01	-0.00	0.00	0.01
VOL	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03
CAR	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01
BETA	0.49	0.45	0.52	0.12	-0.34	-0.35
2006						
2007	0.09	-0.14	0.12	-0.37		
2008	-0.45	-0.63	-0.50	-0.96**		
2009	-0.56	-0.74	-0.63	-1.18**		
2010	-1.01*	-1.15*	-1.11*	-1.43***		
2011	-1.66**	-1.65**	-1.64**	-1.85***	-0.13	-0.49
2012	-1.80***	-1.83***	-1.80**	-2.14***	-0.65	-1.03*
2013	-1.82**	-1.88**	-1.88**	-2.26***	-0.82	-1.26**
2014	-3.61***	-3.79***	-3.80***	-3.59***	-2.05**	-2.13**
Constante	-0.25	-0.38	-0.89	0.62	-3.75	-2.85
N	685	625	621	873	680	704
pseudo R <sup>2</sup>	0.197	0.187	0.213	0.169	0.169	0.157

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

**Notas. Variáveis:** DOI – *Degree of Internationalization*; FATA – Ativos no Exterior; FETF – Empregados no Exterior; FSTS – Exportações; DIVEXT – Dívidas em Moeda Estrangeira; IMPORT – Importação; ALAV – Alavancagem; MB – Market-to-Book; DESPCAP – Despesas de Capital; LEVCAP – Levantamento de Capital; ROA – Rentabilidade dos Ativos; FCL – Fluxo de Caixa Livre; OWN – Concentração de Propriedade; TAM – Tamanho; INT – Intangibilidade dos Ativos; ADN – Ações Diárias Negociadas; ST – Volume de Negócios das Ações (*Stock Turnover*); VOL – Volatilidade das Ações; CAR – Retorno anormal médio acumulado do último ano da deslistagem; BETA – Beta.

**Efeitos Marginais:** A probabilidade de deslistagem decresce em uma unidade, conforme aumento de 4,97 unidades no DOI; 8,71 nos ativos estrangeiros; 45,66 na quantidade de funcionários alocados no exterior; 2,84 unidades de medida de exportação e 5,05 unidades de dívida/obrigações contraídas em moeda estrangeira.

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Os resultados encontrados para as variáveis grau de internacionalização (DOI); quantidade de ativos no exterior (FATA); número de empregados no exterior (FETF); exportações (FSTS) e; montante de obrigações em moeda estrangeira (DIVEXT) apontam haver uma relação estatisticamente significativa e negativa entre internacionalização e deslistagem, isto é, quanto mais internacionalizada a empresa for (seja pelo DOI, por ativos, funcionários, exportações ou obrigações contratadas), menor é a probabilidade de ela se deslistar do mercado de ações. Do grupo das variáveis teste, apenas para a Importação (IMPORT) não foi encontrada significância estatística na relação com a deslistagem. Para as demais o grau de significância foi de 5% - DOI, Exportações e Obrigações em Moeda Estrangeira – e de 10% - Ativos e Empregados no exterior.

Mediante tais resultados, verifica-se aderência ao racional teórico contido na formulação das teorias da internalização (COASE, 1937) e da Pecking Order (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984) cujos pressupostos determinam, respectivamente, que o processo de internacionalização da empresa é inerente ao seu crescimento com fins a proporcioná-la conhecimentos e recursos exclusivos, traduzidos em diferenciais estratégicos e que tais organizações, preferencialmente, utilizam-se de seus lucros acumulados como fonte de financiamento do processo e das oportunidades decorrentes, reduzindo, assim, o eventual conflito de agência oriundo do fluxo de caixa livre e mitigando a assimetria informacional entre gestores e acionistas, num contexto em que notadamente há concentração de propriedade e, portanto, minoritários possivelmente não tão atuantes.

Foi com base nestes preceitos que construiu-se a hipótese H<sub>1</sub>, inferindo que, em virtude dos benefícios advindos da internacionalização e dos consequentes diferenciais que poderiam ser desenvolvidos pela organização dado o acesso ao mercado internacional, quanto maior fosse o nível de internacionalização da companhia, menor a tendência dela se deslistar. Nota-se, portanto, que os resultados indicam a existência de uma relação negativa entre o nível de internacionalização da empresa e sua probabilidade de deslistagem, ratificando tal hipótese.

A análise da hipótese H<sub>2</sub> e de seus preceitos permite ainda uma forma complementar de validação de tais resultados. A proposta de uma relação positiva entre o nível de internacionalização da empresa e a probabilidade da mesma em optar pela saída do mercado de capitais se deu, nesta hipótese, com base no acirramento dos conflitos de agência oriundos tanto da separação geográfica entre acionistas e gestores, a qual implica em aumento da assimetria informacional, quanto do potencial conflito de interesses associado principalmente aos diferentes apetites por risco. Há de se considerar, entretanto, que, conforme evidenciam os próprios resultados da pesquisa, no cenário brasileiro o acionista não participa da organização

como investidor ou como minoritário isolado, mas que, na média nacional, ele detém o controle acionário da organização com 80% do total das ações ordinárias. Diante deste cenário, o controle nas mãos dos acionistas lhes confere importância no caráter estratégico da empresa tanto para fins de decisão quanto para monitoramento, e, portanto, minimiza a tendência de expropriação deste acionista, ainda que com separação geográfica e com divergência de interesses no que tange a risco, visto o mesmo ser controlador da empresa.

Para atestar tais efeitos, recorreu-se à análise dos resultados encontrados também nas variáveis de controle, sendo que, de forma majoritária, identificou-se nos modelos construídos, relação positiva e estatisticamente significante para as variáveis MB e OWN, ao passo que, para a variável ADN, a relação foi negativa, mas também com significância estatística.

Para a proxy *Market-to-Book* os resultados apontam que, a um nível de significância de 10% (Modelos 3 a 6) e de 5% (Modelo 8), quanto maior o valor de mercado da companhia em relação ao seu valor contábil, maior a probabilidade de fechamento do capital, contrariando o que se esperava para tal variável e, portanto, divergindo de Ritter (1987); Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bharath e Dittmar (2006) e Pour e Lasfer (2013). Ainda que diferente dos estudos preliminares, dado o contexto de GC no Brasil e a relevância da concentração acionária em posse dos acionistas principais nas empresas do país, infere-se haver respaldo nesta tendência, pois, os controladores poderiam optar pelo fechamento do capital, a fim de restringirem para si os benefícios oriundos do melhor desempenho conferido pela internacionalização às empresas e o seu consequente reflexo no valor de mercado.

Em linha com este raciocínio, para a variável OWN, que mede a concentração de propriedade, encontrou-se em quatro dos seis modelos, relação positiva e estatisticamente significante a nível de 1% com a deslistagem indicando que, quanto maior a quantidade de ações ordinárias em posse do acionista controlador em relação ao total, maior a probabilidade de a empresa encerrar sua participação no mercado de capitais. A respeito destes resultados, é pertinente destacar não só que a alta concentração acionária é comum no mercado nacional, mas que, conforme a teoria da *pecking order* e sua empregabilidade no contexto brasileiro, considerando os resultados da estratégia de internacionalização, a tendência é que haja menor fluxo de caixa livre. Isto posto, ressalva-se que os custos para manter(em) acionista(s) controlador(es) seriam, portanto, menores do que os custos de monitoramento dos gestores, implicando assim em um cenário em que a alta concentração também teria um aspecto favorável à empresa (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000).

Para a variável Tamanho (TAM) os resultados apontam, ao contrário do que se esperava, que quanto maior a organização (medida pelo logaritmo do valor de mercado do Patrimônio

Líquido) maior a probabilidade de fechamento do capital. Apenas no modelo em que a variável teste trabalha o nível de exportações foi encontrado resultado negativo. No embasamento do artigo-base – Pour e Lasfer (2013) – menciona-se que as empresas maiores são acompanhadas mais de perto pelo mercado e, consequentemente, a probabilidade de haver assimetria informacional nessas organizações seria menor, contribuindo para queda na probabilidade de fechamento do capital (EID JÚNIOR; HORNG, 2005; BOOT; GOPALAN; THAKOR, 2008; MICHELSSEN; KLEIN, 2011). Ponderando ser um dos benefícios de acesso ao mercado de capitais a redução das restrições de crédito, seja ela oriunda da maior transparência à qual as empresas cotadas no mercado acionário estão sujeitas ou mesmo pela alternativa nas fontes de captação e, dado que o tamanho da empresa está relacionado a maiores garantias aos credores e consequentemente menores restrições a crédito (PEREIRA, 2013) ao menos por esta vantagem, a manutenção das ações listadas no mercado deixa de ser interessante para as empresas.

Com relação à liquidez das ações, a variável que trata este conceito – ADN –, medindo a quantidade ( $\ln$ ) de ações diárias negociadas nos últimos 12 meses também apontou estar em conformidade com os estudos preliminares que indicam ser esta liquidez outra das vantagens da listagem no mercado acionário (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998) e, assim, estar negativamente associada à deslistagem, ou seja, empresas com menor liquidez têm maior tendência a fechar o capital (BHARATH; DITTMAR, 2010). Para esta variável a significância encontrada foi a nível de 5% no modelo que tratou o DOI como variável-teste e de 10% quando analisadas as proporções de ativos no exterior, dívida em moeda estrangeira. A partir da análise desta variável, resgata-se a relevância do mercado de capitais no contexto nacional, sobretudo como fonte de recursos financeiros, reiterando que, quanto mais líquida a ação no mercado, melhor a sua circulação e mais fácil da empresa emissora conseguir se financiar a partir da emissão ou negociação destes títulos, o que justifica, portanto, a menor tendência em se deslistar, ou seja, em se desvincilar desta fonte de financiamento.

Por sua vez, as variáveis ROA e Alavancagem (ALAV), são estatisticamente significantes, respectivamente a níveis de 5% e 1%, no Modelo 7, para o qual a variável de internacionalização é o volume de obrigações contraídos no exterior, além de ALAV ser significante a 10% no Modelo 8, trabalhado sobre a variável teste importações. Além disso, a variável INT, que mede a intangibilidade dos ativos também apresentou significância de 10%, porém no Modelo 6, cuja variável teste foi o percentual de exportações.

O sinal encontrado para Alavancagem é positivo, em linha com os resultados de Ritter (1987); Pagano, Panetta e Zingales (1998); Bharath e Dittmar (2006) e Pour e Lasfer (2013),

indicando que, quanto mais alavancada a empresa for, maior sua tendência à deslistagem. Na análise do resultado, considera-se novamente os benefícios do mercado de ações no que tange a acesso a fontes de captação, bem como maior poder de barganha com credores, cuja implicação seria na redução da alavancagem da firma, dessa forma, mesmo sendo cotada, se não conseguir usufruir destas vantagens a empresa tenderia mais fortemente a se deslistar.

Em relação ao ROA, o resultado é negativo, em linha com Pagano, Panetta e Zingales (1998); Fischer (2000); Bharath e Dittmar (2006); Marosi e Massoud (2007); Aslan e Kumar (2011), ou seja, quanto maior o ritmo de crescimento da empresa, menor a tendência dela em se deslistar. Interpretando este resultado, reitera-se, o fato de que tal variável foi empregada como *proxy* de medida do crescimento da firma e, dessa forma, quanto maior ele for, menor tendem a ser suas restrições financeiras (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998; FISCHER, 2000; BHARATH; DITTMAR, 2006) e, assim a listagem no mercado de ações, conferiria à firma benefícios que inclusive suportariam seu crescimento, mediante levantamento de mais capital (BHARATH; DITTMAR, 2006, MAROSI; MASSOUD, 2007; ASLAN; KUMAR, 2011).

Por fim, o sinal encontrado para a variável INT foi positivo, indicando que, quanto mais intangíveis forem os ativos da empresa (ou a sua proporção em relação ao total), maior a tendência dela em se deslistar. Este resultado é aderente àquilo que se encontrou no embasamento da adoção desta variável (POUR; LASFER, 2013), e reitera aspectos de agência relevantes no contexto nacional. Considerando que o emprego desta *proxy* se deu a fim de mensurar a assimetria informacional e que, quanto maior a intangibilidade dos ativos, mais difícil se torna seu monitoramento por parte dos acionistas e, portanto, maior a assimetria informacional, as empresas tenderiam a encerrar suas cotações no mercado acionário evitando custos ainda maiores, no que tange à questão deste acompanhamento (BHARATH; DITTMAR, 2010).

No Quadro 4, apresentado abaixo, estão expostas as principais características tratadas nesta pesquisa, bem como na de Pour e Lasfer (2013). O intuito de elaboração do mesmo é sumarizar os resultados, contemplando as adaptações que foram feitas, bem como as eventuais discrepâncias, analisando em que medida elas se deram.

Como principal discrepância, destaca-se os resultados da *proxy* MB, para a qual o resultado foi positivo em Pour e Lasfer (2013), mas negativo nesta pesquisa. Reiteramos, a esse respeito, as diferenças no âmbito de GC entre os países pesquisados e também a já comentada concentração acionária, de modo que a valorização da empresa entre sua cotação no mercado e seu valor contábil pode ser um incentivo para os controladores optarem pela deslistagem.

**Quadro 4 – Comparação de resultados da pesquisa atual e Pour e Lasfer (2013)**

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

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

**Notas. Variáveis:** DOI – *Degree of Internationalization*; FATA – Ativos no Exterior; FETF – Empregados no Exterior; FSTS – Exportações; DIVEXT – Dívidas em Moeda Estrangeira; IMPORT – Importação; ALAV – Alavancagem; MB – Market-to-Book; DESPCAP – Despesas de Capital; LEVCAP – Levantamento de Capital; ROA – Rentabilidade dos Ativos; FCL – Fluxo de Caixa Livre; OWN – Concentração de Propriedade; IOWN – *Insider Ownership*; TAM – Tamanho; INT – Intangibilidade dos Ativos; UP – *Under-pricing*; ADN – Ações Diárias Negociadas; ST – Volume de Negócios das Ações (*Stock Turnover*); VOL – Volatilidade das Ações; CAR – Retorno anormal médio acumulado do último ano da deslistagem; BETA – Beta; ANO – período de 2006 a 2014, inserido para análise da significância em períodos de crise.

(1) – Grupo de variável teste do modelo desta pesquisa. Estas informações não foram tratadas na pesquisa de Pour e Lasfer (2013);

(2) – Entre o modelo desenvolvido por Pour e Lasfer (2013) e o desta pesquisa, houve substituição nestas variáveis. A variável IOWN foi utilizada por Pour e Lasfer (2013), mas foi alterada para OWN nesta pesquisa, com fins a melhor adaptá-la à realidade do mercado nacional, com alta concentração acionária;

(3) – Variável presente em Pour e Lasfer (2013), porém retirada na pesquisa atual, visto não haver o intuito, aqui, de avaliar a percepção do mercado quanto ao anúncio de deslistagem.

(4) – Os anos de 2006 e 2014 foram tratados nesta pesquisa para avaliar o efeito dos períodos de crise na decisão de delistagem.

– Variáveis para as quais não houve significância estatística nos respectivos estudos.

<sup>a</sup> – Resultado encontrado nos modelos 7 e 8;

<sup>b</sup> – Resultado encontrado no modelo 7;

<sup>c</sup> – Resultado encontrado no modelo 6;

<sup>d</sup> – Resultado encontrado nos modelos 3, 4 e 7.

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Na proposta de análise dos períodos de crise, é interessante analisar os resultados tanto sob a ótica das crises internacionais ocorridas no período pesquisado (crise do *subprime* americano em 2008-2009), quanto de suas consequências no cenário nacional ou mesmo ocorrências particulares do país, como o cenário observado em 2014. A esse respeito, nota-se que os anos da crise econômica mundial não apresentaram significância estatística no evento de deslistagem de empresas brasileiras. Há de se considerar, entretanto que, em decorrência desta crise, houve uma crise de liquidez financeira no mercado norte-americano a qual impactou, sobretudo, os bancos e se arrastou para outros países do mundo, dentre os quais o Brasil. Desta forma, o período foi marcado por retenções financeiras por parte das instituições bancárias e consequente aumento das restrições financeiras no que diz respeito a captações e financiamentos. Infere-se, portanto, que a presença no mercado de ações se tornou, assim, mais relevante na estrutura de financiamento das empresas nacionais e, por isso, a opção por se deslistar não tenha significância direta neste período.

Outro ponto importante é que, neste intervalo (2008-2009) quando mediu-se a internacionalização das empresas brasileiras segundo seu nível de exportações, houve significância a 5% para o período de crise. Novamente um dado coerente com a realidade, visto que o cenário internacional estava em restrição, comprometendo a performance e os resultados das exportações e, assim, possivelmente, onerando de forma relevante a estrutura de custos (inclusive os de se manter listada) nas organizações. Apenas o ano de 2007 não foi estatisticamente significante no contexto desta análise.

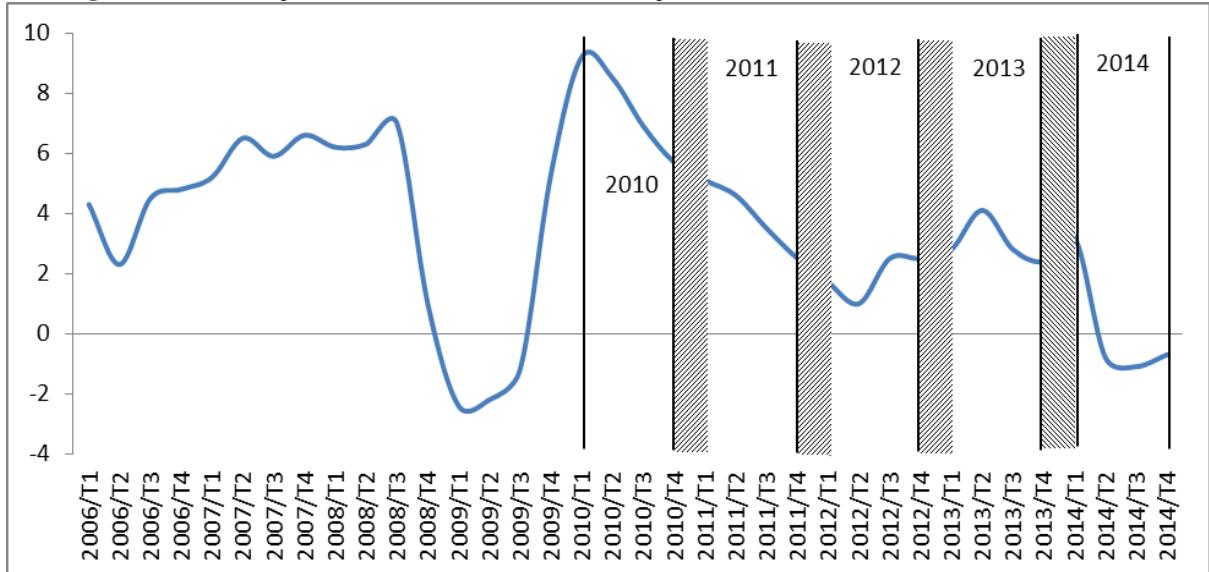
Notadamente, os anos para os quais há significância estatística mais recorrente no evento deslistagem são 2011, 2012, 2013 e 2014. Apesar de os três primeiros não estarem diretamente relacionados a períodos de crise, foram anos em que, conforme dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, o desempenho da economia esteve, embora com crescimento, aquém, do observado principalmente no ano de 2010. Enquanto em 2010 o Brasil cresceu 7,5%, nos anos subsequentes as taxas foram, respectivamente, 2,7%; 1% e; 2,3%. Inclusive pelo momento externo, caracterizado pela recuperação dos mercados, o Brasil não conseguiu manter seu ritmo de crescimento e, novamente sob a análise dos custos para uma empresa se manter listada, principalmente considerando eventuais investimentos realizados nos períodos de maior expansão econômica, a saída do mercado de ações ficou favorecida.

Para o ano de 2014, os dados do cenário nacional, sobretudo em virtude dos aspectos políticos, também não foram favoráveis e, neste caso sim, há a caracterização de uma crise nacional refletida na significância estatística do ano em todos os modelos. Na Figura 4 é apresentada a variação percentual do PIB no trimestre em relação ao mesmo trimestre do ano

anterior (com base nos dados do IBGE), a partir do qual verifica-se que, desde o primeiro trimestre de 2010, os resultados da economia brasileira não apresentaram crescimento expressivo a ponto de superar o marco obtido no início daquele ano e, especialmente em 2014, houve até mesmo variações negativas, indicando encolhimento da economia.

Para fins de análise, embora o contexto tenha sido propício à procura de fontes alternativas de financiamento como o próprio mercado de capitais, novamente faz-se necessário ressaltar os custos de listagem. No cenário de retração econômica observado desde o ano de 2010, o comportamento comum das empresas foi a revisão de gastos e, para aquelas que, provavelmente não mais usufruíam de vantagens relevantes no mercado de capitais, a eliminação dos custos intrínsecos a esta posição pode ter sido decisiva.

**Figura 4** – Variação trimestral do PIB em relação ao mesmo trimestre do ano anterior



**Fonte:** IBGE [2016]. Grifos do autor.

Para as demais variáveis de controle não foi encontrada significância estatística.

Com relação aos efeitos marginais das variáveis, ressaltam-se principalmente aqueles relativos às variáveis de internacionalização, a partir dos quais nota-se ser a proporção de funcionários no exterior sobre o total de funcionários a variável que, com a menor alteração, afeta mais a decisão de deslistagem (maior efeito marginal), reduzindo-a.

Finalmente, propôs-se ainda a medida de assertividade dos modelos construídos, no intuito de avaliar a precisão dos mesmos quando da classificação das empresas em listadas e deslistadas. Como resultado, os modelos, em geral, apresentaram assertividade superior a 84%.

Para fins de aderência, testou-se a robustez dos resultados através das regressões *probit* dos modelos 3 a 8 (Tabela 5). Os modelos *probit* se baseiam em perspectivas de escolhas

normais, enquanto que, para a regressões *logit* pressupõe-se uma distribuição logística (não-normal) dos erros estatísticos dos determinantes. Apesar disso, na prática não há razões concretas para a preferência de um deles em detrimento ao outro (GUJARATI; PORTER, 2011).

Apesar dos principais resultados das regressões *logit* e *probit* terem sido convergentes, um ponto que divergiu entre os dois tipos de regressão é o resultado encontrado para a variável tamanho (TAM). Para esta *proxy*, os resultados variam de forma mais expressiva na regressão *probit*, indicando que, em alguns modelos a relação entre ela e deslistagem foi positiva, mas em outros, negativa. Mesmo não havendo significância estatística em qualquer dos modelos, é oportuna a análise dos sinais no seguinte sentido: nos modelos cuja variável-teste é o DOI, a proporção de ativos no exterior e as exportações, quanto maior o tamanho das empresas, menor a probabilidade delas optarem pela saída do mercado de capitais. A esse respeito, a evidência é comum à regressão *logit* e, portanto, os pontos de análise também são semelhantes. Entretanto, embora a associação positiva entre TAM (medida pelo logaritmo do valor de mercado do Patrimônio Líquido) e a deslistagem, indicando que quanto maior a organização maior a probabilidade de fechamento do capital seja o contrário do que se esperava, houve evidência neste sentido nos modelos cuja variável-teste foi a proporção de funcionários no exterior; a dívida em moeda estrangeira; e as importações. A esse respeito, é pertinente destacar o aumento da complexidade da gestão de empresas conforme aumenta o seu tamanho, o que pode contribuir para a assimetria informacional e, consequentemente, para o acirramento do conflito de agência (KLAPPER; LOVE, 2004).

**Tabela 5** – Resultado das regressões *probit*

	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
DOI	-2.70**					
FATA		-4.75**				
FETF			-25.66**			
FSTS				1.47***		
DIVEXT					-2.52**	
IMPORT						0.18
ALAV	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00**	0.00
MB	0.04**	0.05**	0.05**	0.05**	0.05	0.05*
DESPCAP	-0.25	-0.25	-0.25	-0.26	-0.32	-0.35
LEVCAP	-0.24	-0.22	-0.19	-0.14	-0.24	-0.19
ROA	-0.38	-0.37	-0.37	-0.42	-1.28**	-0.40
FCL	0.14	0.13	0.14	0.11	-0.04	-0.74
OWN	0.01***	0.01***	0.01**	0.01***	0.00	0.01
TAM	-0.01	-0.01	0.01	-0.11	0.22	0.08
INT	0.68	0.63	0.65	0.83**	0.44	0.37
ADN	-0.12**	-0.10*	-0.10	-0.06	-0.14*	-0.12*
ST	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00
VOL	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02
CAR	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01
BETA	0.25	0.23	0.26	0.04	-0.19	-0.21
2006						
2007	0.08	-0.07	0.07	-0.22		
2008	-0.23	-0.35	-0.28	-0.54**		
2009	-0.31	-0.42	-0.37	-0.69**		
2010	-0.57	-0.68*	-0.67*	-0.83*		
2011	-0.92**	-0.94**	-0.95**	-1.05***	-0.09	-0.26
2012	-1.00**	-1.04***	-1.04***	-1.23***	-0.36	-0.53*
2013	-0.97**	-1.03**	-1.05**	-1.26***	-0.41	-0.62**
2014	-1.80***	-1.91***	-1.93***	-1.91***	-0.93**	-1.00***
Constante	0.04	-0.05	-0.28	0.52	-1.86	-1.15
N	685	625	621	873	680	704
pseudo R <sup>2</sup>	0.197	0.187	0.213	0.172	0.175	0.157

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

**Notas. Variáveis:** DOI – *Degree of Internationalization*; FATA – Ativos no Exterior; FETF – Empregados no Exterior; FSTS – Exportações; DIVEXT – Dívidas em Moeda Estrangeira; IMPORT – Importação; ALAV – Alavancagem; MB – Market-to-Book; DESPCAP – Despesas de Capital; LEVCAP – Levantamento de Capital; ROA – Rentabilidade dos Ativos; FCL – Fluxo de Caixa Livre; OWN – Concentração de Propriedade; TAM – Tamanho; INT – Intangibilidade dos Ativos; ADN – Ações Diárias Negociadas; ST – Volume de Negócios das Ações (*Stock Turnover*); VOL – Volatilidade das Ações; CAR – Retorno anormal médio acumulado do último ano da deslistagem; BETA – Beta.

**Efeitos Marginais:** A probabilidade de deslistagem decresce em uma unidade, conforme aumento de 2,70 unidades no DOI; 4,75 nos ativos estrangeiros; 25,66 na quantidade de funcionários alocados no exterior; 1,47 unidades de medida de exportação e 2,52 unidades de dívida/obrigações contraídas em moeda estrangeira.

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Observou-se que, em geral, os resultados das regressões *probit*, não tiveram alterações relevantes ante aqueles obtidos através das regressões *logit*: permaneceu a significância negativa entre as variáveis de internacionalização (exceto Importação) e a deslistagem e a assertividade das classificações também foi superior a de 84% em todos os modelos.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proposta desenvolvida na estruturação dessa pesquisa foi analisar a deslistagem no mercado brasileiro, tratando não só as rotineiras questões de GC presentes na literatura e envoltas ao tema, mas com o diferencial de englobar variáveis de internacionalização, avaliando o seu efeito sobre a decisão das empresas nacionais em saírem do mercado de capitais.

A vinculação do tema internacionalização ao evento deslistagem foi considerada propícia para o desenvolvimento do trabalho, visto a incidência e a notoriedade de tais fatos no cenário nacional nos últimos anos e, sobretudo, a influência dos mesmos em aspectos de governança, ou mesmo econômico-financeiros das instituições.

Como base para o desenvolvimento deste estudo, adaptou-se o modelo econométrico desenvolvido por Pour e Lasfer (2013). Neste artigo-base, os autores aprofundam no estudo da deslistagem no mercado inglês, a fim de identificar as motivações das empresas daquele país em encerrarem sua participação no mercado de capitais e, além disso, avaliam também algumas das reações do mercado ao fato. Dentre as adaptações realizadas, introduziram-se variáveis relacionadas à internacionalização, as quais contemplaram em modelos tratados individualmente: o grau de internacionalização (DOI); a proporção de ativos no exterior sobre o total de ativos da empresa (FATA); a quantidade de empregados alocados no estrangeiro em relação ao total de empregados da empresa (FETF); as exportações (FSTS); o volume de obrigações financeiras contratadas com bancos sobre o total do passivo da empresa (DIVEXT); e o total de importações (IMPORT).

No contexto específico dos aspectos de GC no Brasil, no qual nota-se alta concentração acionária (LANZANA, 2004; HAHN, 2005; MOKHTAR; MELLETT, 2013) a variável original que trata da parcela de ações da empresa em posse de seus dirigentes – *insider ownership* (IOWN) – foi substituída pela concentração acionária em nome do acionista controlador (OWN).

No que tange a resultados preliminares, observou-se 40% de deslistagens na amostra total, sendo que destas, praticamente a metade (49%) tem como causa o cancelamento voluntário. Especificamente a respeito das medidas de internacionalização, é possível diferenciar empresas listadas e deslistadas quando medidas pelo DOI, FATA (ativos), FETF (funcionários), e FSTS (exportações). Percebe-se, através dos resultados encontrados, que o nível de internacionalização das empresas listadas é maior do aquelas que não mais atuam no mercado de capitais. Entretanto, estes dados evidenciam ainda um baixo patamar de internacionalização das empresas brasileiras, por qualquer que seja a medida empregada. Para as *proxies* de dívida

em moeda estrangeira e importações, a diferença entre os dois grupos da amostra não é relevante do ponto de vista estatístico. Tal resultado pode ser analisado recorrendo a algumas da características gerais da empresas brasileiras, tais como a alta dependência de importações e do capital de terceiros, chegando, neste caso, até mesmo a fontes estrangeiras para o seu financiamento.

Quanto ao alinhamento proposto aos objetivos da pesquisa, em resposta ao objetivo geral, os dados encontrados para as *proxies* DOI, FATA, FETF, FSTS e DIVEXT apontam a existência de uma relação estatisticamente significante e negativa entre o grau de internacionalização e a deslistagem. Isto indica que quanto maior o grau de internacionalização das empresas, menor a probabilidade dela em se deslistar. O sinal negativo obtido nos resultados, indica que o sentido no qual se dá a relação entre o grau de internacionalização e a probabilidade de deslistagem nas empresas brasileiras confirma a hipótese  $H_1$  do estudo, que considera haver uma relação negativa entre o nível de internacionalização da empresa e sua probabilidade de deslistagem, em virtude dos benefícios que a envolvente internacional confere às empresas e ao fato de tais vantagens poderem chegar a se tornar diferenciais destas organizações (teoria da internalização), implicando na condução das práticas de GC.

Ou seja, o acesso a novos mercados, os diferenciais estratégicos e as oportunidades de crescimento decorrentes da internacionalização são refletidos em uma empresa que se financia preferencialmente pela retenção dos resultados acumulados com a própria operação (teoria da *pecking order*) e, consequentemente, é melhor avaliada pelo mercado (*proxy* MB), tendendo-se, assim, a continuar sua listagem na bolsa. Especificamente quanto às formas de financiamento, embora a literatura aponte aderência da hierarquia proposta pela teoria da *pecking order*, o que se observa na análise das variáveis de controle é um alto patamar de alavancagem das organizações, concomitante a movimentações de levantamento e investimento de capital próprio praticamente inexpressivas: as despesas de Capital (DESPCAP) médias são de 39%; o levantamento de capital (LEVCAP) médio é de 30%, enquanto o índice de alavancagem se aproxima de 30.

De outra feita, a não afirmação do postulado de  $H_2$  permite relacionar um importante mecanismo de agência – concentração de propriedade – à análise. A formulação da hipótese  $H_2$  se deu, considerando que a expansão internacional poderia acirrar o(s) potencial(is) conflito(s) de agência, isto porque contribui para a separação geográfica entre gestores e acionistas e para a assimetria informacional, na medida em que coloca num mesmo contexto de investimento e risco, ainda que com diferentes apetites para tal. Todavia, os resultados preliminares da pesquisa confirmaram a alta concentração acionária característica de países como o Brasil, regidos por

um sistema de lei civil e com sistemas de GC menos desenvolvidos. Isto posto, é pertinente considerar que, com 80% de participação (resultado da concentração acionária média em posse do acionista controlador), este acionista estaria fortemente envolvido no dia a dia da empresa e teria papel decisório na estratégia da mesma, dificultando, portanto, a possibilidade de expropriação ou assimetria informacional.

Em resposta ao proposto no âmbito do objetivo específico, a análise dos resultados encontrados para as variáveis de controle ratifica a importância dos aspectos de GC no estudo da deslistagem, mesmo com o advento das variáveis de internacionalização nos modelos econométricos. Isto porque, considerando que as empresas mais internacionalizadas tendem, por um lado, a terem melhor desempenho (FLORIANI; FLEURY, 2012) e serem maiores (GRIPSRUD, 1990; MARKWALD; PUGA, 2002; HONÓRIO, 2009), mas, por outro, estarem sujeitas a um maior risco (PENG, 2000), no Brasil, onde a concentração acionária é elevada, ainda que a variável internacionalização esteja negativamente relacionada à deslistagem, isto é, a internacionalização contribui para a continuidade da listagem no mercado acionário, estes benefícios conferidos à organização podem indicar, antagonicamente, maior probabilidade de fechamento do capital. Em linhas gerais, infere-se que, mesmo a internacionalização contribuindo para a manutenção da empresa na condição de listada, em virtude dos benefícios que a empresa absorve, os acionistas controladores podem se inclinar para a sua retenção, fechando o capital das organizações. Dados que justificam a construção desse raciocínio são os resultados das variáveis *Market-to-Book* (MB) e Concentração de propriedade (OWN), os quais se relacionam positivamente com a probabilidade de deslistagem, ou seja, quanto maior o valor de mercado da empresa em relação ao seu patrimônio líquido e quanto maior a concentração acionária em posse do acionista controlador, maiores as chances dela se deslistar.

A respeito dos eventuais conflitos de agência e do consequente acirramento deles em virtude do acesso a mercados internacionais, considera-se novamente a particularidade do Brasil, em que há alta concentração acionária nas empresas listadas e, dessa forma, estima-se que os efeitos deste conflito não se acirrem diretamente com a internacionalização, isto porque, o acionista não participa das organizações compondo o quadro de minoritários, pelo contrário, em muitas das vezes, ele é o controlador e, portanto, a empresa se internacionaliza, melhora em desempenho, e garante a ele maiores ganhos, ainda que na condição de listada.

Por fim, retomando aos resultados das variáveis de controle, destaca-se a relação negativa e estatisticamente significante observada para a variável ADN em três dos modelos analisados, indicando que quanto maior a quantidade de ações negociadas no mercado, menor a chance de deslistagem da empresa, em linha os resultados preliminares que embasaram a inclusão da

variável na pesquisa (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998; BANCEL; MITTO, 2009; BHARATH; DITTMAR, 2010). O racional para tal movimento pode estar atrelado, tanto à possibilidade constante de captação de recursos como forma de a empresa se financiar no mercado, quanto ao fato de o alto volume de negociações tornar determinada ação atraente no mercado e, consequentemente, o seu preço se elevar, ficando mais oneroso para a companhia adquirir seus próprios papéis.

Em relação à análise proposta para os períodos de crise, os resultados dos anos de 2008 e 2009 não terem significância na maioria dos modelos também é um ponto interessante e aponta para o fato de o mercado de capitais ter sido uma alternativa de captação financeira, quando, por consequências da crise internacional do *subprime* norte-americano, o que se via nos bancos era restrição de crédito e no mercado queda de liquidez. De maneira complementar, é oportuno destacar que, especificamente no modelo 6, cuja variável teste eram as exportações (FSTS) houve significância estatística no sentido de contribuir com a decisão de deslistagem. Indícios que sinalizam o racional destes resultados são novamente os impactos da crise econômica da época, com altas restrições financeiras nos mercados internacionais, possivelmente, afetando o resultado das exportações brasileiras.

Para os anos de 2010 a 2013, por sua vez, houve significância estatística e, tal resultado pode ser visto como um indicador do *trade-off* no qual se viram as empresas brasileiras dado que o adverso desempenho da economia nacional passou a exigir delas maior rigor orçamentário e, consequentemente, revisão de custos e despesas. A significância estatística encontrada para o ano de 2014 também ressalva aspectos importantes do mercado nacional quando, porém por outros fatores, as restrições na economia (resultado do impacto na atividade econômica, com encolhimento da mesma em dois trimestres consecutivos no ano, conforme apresentado na Figura 4), fizeram o período relevante na decisão das empresas em se deslistarem. Possivelmente, no cenário de controle orçamentário intrínseco nestes anos, os custos *ex-post* além de relevantes passaram a ser contestados pelas empresas.

Outra análise pertinente a partir dos custos de listagem surge, não pelos períodos analisados, mas pelos resultados da variável ROA, cuja média da amostra foi negativa em -27,5%, indicando que, na média, as empresas sequer retornam os valores investidos em seus ativos. Para tais resultados, ainda que a listagem no mercado de capitais seja positiva como fonte de captação financeira, passa a ser contestada e demanda avaliação minuciosa, sobretudo, dos custos *ex-ante*, isto é, investimentos necessários para as empresas que desejam acessar o mercado de capitais e ainda, sequer, desfrutam dos benefícios dele.

Em suma, o que se observou a partir desta pesquisa quanto ao cenário de deslistagem nas empresas brasileiras é que o fato de a internacionalização reduzir a chance da saída do mercado de capitais tem relação a diversos aspectos da organização, tanto na esfera de GC quanto econômica e financeira. Isto porque, comumente há um acionista com participação relevante no controle da empresa e, por isso, os benefícios advindos da estratégia internacional lhe são interessantes, mas, em momentos de restrição financeira, os custos, sobretudo aqueles de se manter listado também são decisivos e, para tais acionistas pode não ser mais interessante manter a negociação das ações da empresa no mercado.

Na condução da pesquisa, teve-se que lidar com algumas limitações, as quais precisam ser consideradas e dizem respeito, principalmente, à falta de informações atualizadas das empresas que se deslistaram o que compromete inclusive as percepções acerca dos resultados da decisão de saída do mercado em outros aspectos, tais como financeiros, econômicos, etc. Outra limitação está relacionada à base de dados e diz respeito, basicamente, à possibilidade da grande quantidade de *missing values* tanto nas variáveis de controle (como foi o caso da variável OWN, por exemplo) quanto das variáveis-teste, especialmente o DOI, já calculado com restrições de tempo (2006 a 2014). Por fim, a incipienteza de estudos no tema central da pesquisa – deslistagem – também é um limitador. Nesse sentido cabe considerar que a escassez de pesquisas, principalmente, no contexto brasileiro, é algo relevante, sobretudo na busca de variáveis que embasem e contextualizem a motivação e as consequências da deslistagem no país, bem como a relação que ela tenha com aspectos de GC, dadas as especificidades do cenário nacional. Agregando-se a isso a preocupação de se lidar com variáveis de internacionalização, este trabalho pode ser visto como precursor no tratamento conjunto destes temas.

Em linha ao exposto, há uma demanda por mais pesquisas no intuito de consolidar estes resultados e teorias e, para tanto, sugerem-se trabalhos futuros desenvolvidos mediante a superação destas limitações, quais sejam, principalmente, maior acesso a dados das empresas deslistadas, sobretudo no período pós-fechamento do capital e o tratamento da deslistagem por tipos (contemplando as razões do fechamento de capital).

## REFERÊNCIAS

- ACHLEITNER, A-K.; BETZER, A.; GOERGEN, M; HINTERRAMSKOGLER, B. Private equity acquisitions of continental European firms: the impact of ownership and control on the likelihood of being taken private. **European Financial Management**, Malden, versão on-line, set 2010.
- ALVES, L. C.; GONÇALVES, F. V.; PEIXOTO, F. M. Risco e transparência no Brasil: um estudo sobre o gerenciamento de resultados. **Revista Brasileira de Administração Científica**, Aquidabã, v. 5, n. 3, p. 203-221, jul - dez 2014.
- ANDRADE, G. A. R. Estudo econométrico dos efeitos da migração para OIGC: índice de ações com governança corporativa diferenciada da Bovespa. **Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, São Paulo, v. 3, n. 1, p. 39-53, jan - jun 2008.
- ANDRADE, A. M. F.; GALINA, S. V. R. Efeitos da Internacionalização sobre o Desempenho de Multinacionais de Economias em Desenvolvimento. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 17, n. 2, p. 239-262, abr 2013.
- ASLAN, H.; KUMAR, P. Lemons and cherries? Growth opportunities and market temptations in going public and private. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 46, n. 2, p. 489-526, abr 2011.
- AUTIO, E.; SAPIENZA, H. J.; ALMEIDA, J. G. Effects of age of entry, knowledge intensity, and imitability on the international growth. **Academy of Management Journal**, Champaign, v. 43, n. 5, p. 909-924, out 2000.
- BAKER, G. P.; JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J.; Compensation and incentives: compensation vs. theory. **Journal of Finance**, Nova York, v. 43, n. 3, p. 593-616, jul 1988.
- BANCEL, F.; MITTO, U. Why european firms go public? **European Financial Management**, Malden, v. 15, n. 4, p. 844-884, maio 2009.
- BARCLAY, M.; SMITH, C. Corporate payout policy: cash dividends versus open market repurchases. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 22, n. 1, p. 61-82, out 1988.
- BARNEY, J. Firm Resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, Stillwater, v. 17, n. 1, p. 99-120, mar 1991.
- BEBCHUK, L. A.; KRAAKMAN, R.; TRIANTIS, G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. In: MORCK, R. K. **Concentrated corporate ownership**. Chicago: University of Chicago Press, 2000. p. 295-318.
- BECK, T.; LEVINE, R. Legal Institutions and Financial Development. **Working Paper**, 2004.
- BELLATO, L. L. N; SILVEIRA, A. D. M; SAVOIA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In:

ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais eletrônicos...** Salvador: ANPAD, 2006. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-2274.pdf>>. Acesso em: 19 set.2014.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property.** New York: Macmillan, 1932.

BEUREN, I. M.; KLANN, R. C. Análise dos reflexos das divergências entre IFRS e US GAAP na evidenciação contábil de empresas inglesas listadas na LSE. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8., 2008, São Paulo. **Anais...** 2008. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos82008/68.pdf>>. Acesso em: 19 set.2014.

BHARATH, S.T., DITTMAR, A.K. To be or Not to be (Public). **Working Paper**, 2006.

\_\_\_\_\_. Why do firms use private equity to opt out of public markets? **The Review of Financial Studies**, Cary, v. 23, n. 5, p. 1771–1818, maio 2010.

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

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Novo Mercado**. 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>>. Acesso em: 04 jan.2016

BOMFIM, L. P. M.; SANTOS, C. M.; PIMENTA JUNIOR, T. Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções. **Revista de Administração – R. Adm.**, São Paulo, v. 42, n. 4, p. 524-534, out – dez 2007.

BOOT, A. W. A.; GOPALAN, R.; THAKOR, A. V. The entrepreneur's choice between private and public ownership. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 61, n. 2, p. 803-836, abr 2006.

\_\_\_\_\_. Market liquidity, investor participation, and managerial autonomy: why do firms go private? **The Journal of Finance**, Nova York, v. 63, n. 4, p. 2013-2059, ago 2008.

BORINI, F. M.; RIBEIRO, F. C. F.; COELHO, F. P.; PROENÇA, E. R. O prisma da internacionalização: um estudo de caso. **Revista de Administração FACES Journal**, Belo Horizonte, v.5, n.3, p.42-55, set – dez 2006.

BORTOLON, P. M.; DA SILVA JUNIOR, A. Fatores determinantes para o fechamento do capital de companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças – R. Cont. Fin.**, São Paulo, v. 26, n. 68, p. 140-153, mai – ago 2015.

BOUCLY, Q.; SRAER, D.; THESMAR, D. Growth LBOs, **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 102, n. 2, p. 432-453, nov 2011.

BRADLEY, D.; COONEY, J.; DOLVIN, S.; JORDAN, B. Penny stock IPOs. **Financial Management**, Tampa, v. 35, n. 1, p. 5-29, mar 2006.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. **Administração Financeira: teoria e prática**. São Paulo: Thomson, 2006.

BROCKMAN, P.; CHUNG, D. Managerial timing and corporate liability: evidence from actual share repurchases. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 61, n. 3, p. 417-448, set 2001.

BUCKLEY, P. J.; STRANGE, R. The governance of the multinational enterprise: insights from internalization theory. **Journal of Management Studies**, Oxford, v. 48, n. 2, p. 460-470, mar 2011.

BURGMAN, T. A. An empirical examination of multinational corporate capital structure. **Journal of International Business Studies**, Columbia, v. 27, n. 3, p. 553-570, jul – set 1996.

BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J.; SMITH, A. J. What determines corporate transparency? **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 42, n. 2, p. 207-252, maio 2004.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Economic Policy Review**, Nova York, v. 9, n. 1, p. 65-87, abr 2003.

CAPAR, N.; KOTABE, M. The relationship between international diversification and performance in service firms. **Journal of International Business Studies**, Columbia, v. 34, n. 4, p. 345-355, jul 2003.

CARMO, C. R. S. Mercado brasileiro de crédito: um estudo sobre seus determinantes e possíveis impactos de variáveis externas, dentre elas, a crise econômica de 2008-2009. **Revista Científica Linkania Master**, s.l., v. 1, n. 10, p. 13-38, 2015.

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

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

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

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

CHANCHARAT, N.; KRISHNAMURTI, C.; TIAN G. 2012. Board structure and survival of New Economy IPO firms. **Corporate Governance: an international review**, Malden, v. 20, n. 2, p. 144-163, mar 2012.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia. **Working Bank Policy Research Paper**, n. 2088, 2000.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J; LANG, L. The separation of ownership and control in east Asia corporations. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 58, n. 1-2, p. 81-112, 2000.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, dez 2002.

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

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**, 2002. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc)>. Acesso em: 27 mar. 2015.

COOK, T. D.; CAMPBELL, D. T. **Quasi-experimentation**: design and analysis issues in field settings. Boston: Houghton Mifflin. 1979.

CORE, J. E; HOLTHAUSEN, R. W; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 51, n. 3, p. 371-406, mar 1999.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade de governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – R. Cont. Fin.**, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 45-63, jan – abr 2011.

CROCI, E; DEL GIUDICE, A. Delistings, controlling shareholders and firm performance in Europe. **European Financial Management**, Malden, v. 20, n. 2, p. 374-405, mar 2014.

DE PAULA, G. M. Governança corporativa no Brasil e México: estrutura patrimonial, práticas e políticas públicas. In: CEPAL, x, 2003, Santiago do Chile. *Anais...* 2003.

DEMERS, E.; JOOS, P. IPO Failure risk. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 45, n. 2, p. 333-371, maio 2007.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, dez 1985.

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

DESTEFANIS, S.; SENA, V. Patterns of corporate governance and technical efficiency in Italian manufacturing. **Managerial and Decision Economics**, Chichester, v. 28, n. 1, p. 27-40, jan 2007.

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

EID JÚNIOR, W.; HORNG, W. J. A saída – Uma análise da deslistagem na Bovespa. **Working Paper**, Jun, 2005. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/15553?show=full>>. Acesso em: 4 jul.2015.

ESPENLAUB, S.; KHURSHED, A; MOHAMED, A. IPO survival in a reputational market, **Journal of Business Finance and Accounting**, Oxford, v. 39, n. 3-4, p. 427-463, abr – maio 2012.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. New Lists: fundamentals and survival rates. **Working Paper Series**, 2004.

FILATOTCHEV, I.; WRIGHT, M. Agency perspectives on corporate governance of multinational enterprises. **Journal of Management Studies**, Oxford, v. 48, n. 2, p. 471-486, mar 2011.

FINKELSTEIN S.; HAMBRICK, D. C. Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 10, n. 2, p. 121-134, mar – abr 1989.

FISCHER, C. Why do companies go public? Empirical evidence from Germany's Neuer Market. **Working Paper**, 2000.

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

FOLEY, C. F.; GREENWOOD, R. The evolution of corporate ownership after IPO: the impact of investor protection. **The Review of Financial Studies**, Cary, v. 23, n. 3, p. 1231-1260, mar 2010.

FREGUETE, L. M.; FUNCHAL, B. A prática de responsabilidade social corporativa e o desempenho financeiro de empresas em épocas de crise. In: Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (ANPCONT), 6, 2012, Florianópolis. *Anais...* 2012.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL. **Ranking FDC das Multinacionais Brasileira 2014**: a força da marca Brasil na criação de valor internacional. Fundação Dom Cabral. [S.l]. Disponível em:  
<[http://www.fdc.org.br/blogepacodialogo/Documents/ranking\\_fdc\\_multinacionais\\_brasileira\\_s2014.pdf](http://www.fdc.org.br/blogepacodialogo/Documents/ranking_fdc_multinacionais_brasileira_s2014.pdf)>. Acesso em: 07 set. 2015.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL. **Ranking FDC das Multinacionais Brasileira 2015**: a capacidade de adaptação cultural das empresas brasileiras no mundo. Fundação Dom Cabral. [S.l]. Disponível em: <[https://www.fdc.org.br/blogespacodialogo/Documents/2015/ranking\\_fdc\\_multinacionais\\_br\\_asileiras2015.pdf](https://www.fdc.org.br/blogespacodialogo/Documents/2015/ranking_fdc_multinacionais_br_asileiras2015.pdf)>. Acesso em: 05 jan. 2016.

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

GERAKOS, J.; LANG, M.; MAFFET M. Listing choices and self-regulation: the experience of the AIM. **Working Paper**, 2011.

GERINGER, J. M.; BEAMISH, P. W.; DACOSTA, R. C. Diversification strategy and internationalization: implications for MNE performance. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 10, n. 2, p. 109-119, mar – abr 1989.

GHOSHAL, S. Global strategy: An organizing framework. **Strategic management journal**, Sussex, v. 8, n. 5, p. 425-440, set – out 1987.

GOMES, G.; LEAL, R. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores. In: **Finanças Corporativas**. São Paulo: Atlas, 2000, p.42-57.

GOMES, J. S.; MARTINEWSKI, A. L. Contabilidade de gestão em empresas internacionalizadas: algumas evidências de empresas brasileiras. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 12, n. 1, p. 9-30, abr 2001.

GOMES, L.; RAMASWAMY, K. An empirical examination of the form of the relationship between multinationality and performance. **Journal of International Business Studies**, Columbia, v. 30, n. 1, p. 173-187, 1999.

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

GRINBLATT; M.; TITTMAN, S. **Financial Markets and Corporate Strategy**. 2.ed. Nova York: McGraw-Hill, 2002.

GRIPSRUD, G. The determinants of export decisions and attitudes to a distant market: Norwegian fishery exports to Japan. **Journal of International Business Studies**, Columbia, v. 21, n. 3, p. 469-485, 1990.

GUIMARÃES, T. M.; MARQUES, T. A.; PEIXOTO, F. M. A Concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. In: SBFIn, 14, 2014, Recife. *Anais...* 2014.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica-5**. São Paulo: Mc Graw Hill, 2011.

HAHN, A. V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na BOVESPA. In: Simpósio FUCAPE de Produção Científica, 3, 2005, Vitória. *Anais...* 2005.

HAIR, J. F.; BLACK, B.; BABYN, B.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise Multivariada de Dados**. São Paulo: Bookman, 2009.

HANSEN, J. Ø.; ÖQVIST, F. Why Do US-Listed Chinese Firms Go Private? **Working Paper**, 2013.

HENSLER, D.; RUTHERFORD R.; SPRINGER, T. The survival of initial public offerings in the aftermarket, **Journal of Financial Research**, Tempe, v. 20, n. 1, p. 93–110, 1997.

HITT, M. A.; HOSKISSON, R. E.; KIM, H. International diversification: effects on innovation and firm performance in product-diversified firms. **Academy of Management journal**, Champaign, v. 40, n. 4, p. 767-798, ago 1997.

HONÓRIO, L.C. Determinantes organizacionais e estratégicos do grau de internacionalização de empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 162-175, abr – jun 2009.

HOSKISSON, R. E.; HITT, M. A.; JOHNSON, R. A.; GROSSMAN, W. Conflicting voices: the effects of ownership heterogeneity and internal governance on corporate strategy. **Academy of Management Journal**, Champaign, v. 45, n. 4, p. 697-716, ago 2002.

IBGE. Diretoria de Pesquisas Coordenação de Contas Nacionais. **Produto Interno Bruto Variação em Volume Taxa Trimestral**. [2016]. (Séries Históricas e Estatísticas). Disponível em: <<http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?vcodigo=ST12>>. Acesso em: 4 abr.2016.

IKENBERRY, D.; LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading. National Bureau of Economic Research, **Working Paper**, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **IBGC**, 2010. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 28 mar. 2015.

JAGANNATHAN, M.; STEPHENS, C. P.; WEISBACH, M. S. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 57, n. 3, p. 355-384, set 2000.

JAIN, B. A.; KINI, O. The life cycle of initial public offerings, **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 26, n. 9-10, p. 1281–1307, nov – dez 1999.

\_\_\_\_\_. Does the presence of venture capitalists improve the survival profile of IPO firms? **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 27, n. 9-10, p. 1139–1183, nov – dez 2000.

JENKINSON, T.; RAMADORAI, T. Does one size fit all? The consequences of switching markets with different regulatory standards. **Working Paper**, 2008.

JENSEN, M. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, Nashville, v. 76, n. 2, p. 323-329, maio 1986.

\_\_\_\_\_. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, Nova York, v. 48, n. 3, p. 831-880, jul 1993.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 3, n. 4, p. 305-360, out 1976.

JENSEN, M.; MURPHY, K. J. Performance pay and top management incentives. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 98, n. 2, p. 225-264, abr 1990.

JOHANSON, J.; VAHLNE, J. E. The internationalization process of the firm – A model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of International Business Studies**, Columbia, v. 8, n.1, p. 23-32, 1977.

KAPLAN, S. N. Management buyouts: evidence on taxes as a source of value. **Journal of Finance**, Nova York, v. 44, n. 3, p. 611-632, jul 1989.

KHAN, H. U. R.; VILANOVA, L.; HASSAIRI, S. A. Effects of private equity investment on the decisions of European companies to go private: an empirical study. **International Journal of Management**, Odisha, v. 28, n. 2, p. 493-508, jun 2011.

KIESCHNICK Jr., R. L. Free cash flow and stockholder gains in going private transactions revisited. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 25, n. 1-2, p. 187-202, jan – mar 1998.

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 10, n. 5, p. 703–728, nov 2004.

KOOLI, M.; MEKNASSI, S. The survival profile of U.S. IPO issuers: 1985-2005. **Journal of Wealth Management**, Nova York, v. 10, n. 2, p. 105-119, 2007.

KÖCHE, J.C. **Fundamentos de metodologia científica: teoria da ciência e prática da pesquisa**. 14. ed. Petrópolis: Vozes, 1997.

KWOK, C. C. Y.; REEB, D. M. Internationalization and firm risk: An upstream-downstream hypothesis. **Journal of International Business Studies**, Columbia, v.31, n. 4, p. 611-629, out – dez 2000.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, Nova York, v. 54, n. 2, p. 471-517, abr 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, Nova York, v.52, n.3, p.1131-1150, jul 1997.

\_\_\_\_\_. Law and finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dez 1998.

- \_\_\_\_\_. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, Lausanne, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.
- LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, Nova York, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, jun 2002.
- LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. Anomalous price behavior around repurchase tender offers. **Journal of Finance**, Nova York, v. 45, n. 2, p. 455-477, jun 1990.
- LAL, D. Great Crash of 2008: Causes and Consequences, The. **Cato Journal**, Washington, v. 30, n. 2, p.265-277, 2010.
- LAMBA, A.; RAMSAY, I. **Share Buy-Backs**: an empirical investigation. Melbourne: Centre of Corporate Law and Securities Regulation, Universidade de Melbourne, 2000.
- LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 161 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- LAPYDA, I. Durkheim e a crise financeira: reflexões sobre anomia e a relação entre economia e sociedade. **Plural - Revista do Programa de Pós-Graduação em Sociologia da USP**, São Paulo, v. 17, n. 1, p. 35-58, 2010.
- LASFER, M. A. The market valuation of share repurchases in Europe. **Working Paper**, 2002.
- LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças Corporativas no Brasil. **RAE Eletrônica**, São Paulo, v. 2, n. 2, p. 1-15, jul – dez 2003.
- LEÃO, A. S. B. **Determinantes da governança corporativa no Brasil**. 2010. 80 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia e Finanças, Ibmec, Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração e Economia, Rio de Janeiro, 2010.
- LEHN, K.; POULSEN, A. Free cash flow and stockholders gains in going private transactions. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 44, n. 3, p. 771-787, jul 1989.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 69, n. 3, p. 505-527, set 2003.
- LEUZ, C.; TRIANTIS, A.; WANG, T. Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. **Working Paper Series**, 2004.
- \_\_\_\_\_. Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistration. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 45, n. 2, p. 181-208, ago 2008.
- LIU, S. The impact of voluntary foreign delistings: an empirical analysis. **Journal of Emerging Markets**, Nova York, v. 10, p. 22-39, 2005.

LIU, S.; STOWE, J. D.; HUNG, K. Why US firms delist from the Tokyo stock exchange: An empirical analysis. **International Review of Economics & Finance**, Greenwich, v. 24, p. 62-70, out 2012.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, Edição Comemorativa, p.65-79, set 2006.

MALIK, M. N.; XINPING, X; SHABBIR, R. Corporate Governance and Involuntary Delisting: Empirical evidence from China. **International Journal of Economics and Finance**, Toronto, v. 6, n. 6, p. 247, jun 2014.

MAN, W. Y. Involuntary delisting from singapore exchange and the efficacy of the exit offer requirement. **Company and Securities Law Journal**, Sydney, p.222-227, ago 2014.

MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R; OLIVEIRA, M. C. Determinantes das práticas de governança corporativa: Um estudo nas empresas registradas na CVM. **Advances in Scientific and Applied Accounting – ASAA**, São Paulo, v. 8, n. 3, p. 374-395, set – dez 2015.

MARKWALD, R.; PUGA, F. Focando a Política de Promoção de Exportações. In: PINHEIRO, A. C.; MARKWALD, R.; PEREIRA, L V. **O desafio das exportações**. 1 ed. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social, 2002. p. 97-154.

MAROSI, A.; MASSOUD, N. Why do firms go dark? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 42, n. 2, p. 421-442, jun 2007.

MARTINEZ, I.; SERVE, S. The delisting decision: the case of buyout offer with squeeze-out (BOSO). **International Review of Law and Economics**, Nova York, v. 31, n. 4, p. 229–239, dez 2011.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 52, n. 1, p. 24-39, jan – fev 2012.

MEHRAN, H.; PERISTIANI, S. Financial visibility and the decision to go private. **The Review of Financial Studies**, Cary, v. 23, n. 2, p. 519-547, fev 2010.

MICHAEL, S. C.; PEARCE, J. Choosing constraints as a third solution to agency. **Journal of Management Studies**, Oxford, v. 41, n. 7, p. 1171-1197, nov 2004.

MICHAELY, R.; SHAWM W. H. The pricing of initial public offerings: tests of adverse selection and signaling theories. **The Review of Financial Studies**, Cary, v. 7, n. 2, p. 279-319, abr 1994.

MICHELSEN, M.; KLEIN, C. “Privacy please!”: the public to private decision in Germany. **Review of Managerial Science**, s.l., v. 5, n. 1, p.49-85, mar 2011.

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

MILLER, D. A.; FRANKENTHALER, M. J. Securities registration: delisting/deregistration of securities under the Securities Exchange Act of 1934. **Working Paper**, 2003.

MILLER, J.; McCONNELL, J. Open-market share repurchase programs and bid-ask spreads on the NYSE: Implications for corporate payout policy. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, Seattle, v. 30, n. 3, p. 365-382, set 1995.

MIZEN, P. The credit crunch of 2007 – 2008: a discussion of the background, market reaction, and policy responses. **Federal Reserve bank of St Louis Review**, St. Louis, v. 90, n. 5, p.531-567, set – out 2008.

MOKHTAR, E. S.; MELLETT, H. Competition, corporate governance, ownership structure and risk reporting. **Managerial Auditing Journal**, Bradford, v. 28, n. 9, p. 838-865, 2013.

MONEZI, M. Como estimular a abertura de capital. **Revista Jus Navigandi**, Teresina, n. 397, ago 2004. Disponível em: <[www1.jus.com.br/doutrina/texto.asp?id=5549](http://www1.jus.com.br/doutrina/texto.asp?id=5549)>. Acesso em: 12 jan. 2016.

MORAES, W. F. A.; OLIVEIRA, B. R. B.; KOVACS, E. P. Teorias de internacionalização e aplicação em países emergentes: uma análise crítica. **Internext – Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM**, São Paulo, v. 1, n. 1, p. 203-220, 2006.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 20, p. 293-315, jan – mar 1988.

MORCK, R.; STANGELAND, D.; YEUNG, B. Inherited wealth, corporate control and economic growth: The Canadian disease. **Working Paper**, 1998.

MYERS, S. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, Nova York, v. 39, n. 3, p. 575-592, jul 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 13, n. 2, p. 187-221, jun 1984.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; FILHO, A. F. C.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro – Análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 18, n. 44, p. 72-85, maio – ago 2007.

NOBREGA, M.; LOYOLA, G.; GUEDES FILHO, E. M.; PASQUAL, D. **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil.** São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo, 2000.

OESTERLE, M.; RICHTA, H. N.; FISH, J. H. The influence of ownership structure on internationalization. **International Business Review**, s.l., v. 22, n. 1, p. 187-201, fev 2013.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2003. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br>>. Acesso em: 05 jan. 2016.

PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why companies go public? An empirical analysis. **Journal of Finance**, Nova York, v. 53, n. 1, p. 27-64, fev 1998.

PEIXOTO, F. M. **Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise**. 2012. 216 f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.

PENG, M. W. **Business strategies in transition economies**. Thousand Oaks: Sage Publications Inc., 2000. 159 p.

PEREIRA, V. S. **Ensaios sobre os efeitos da internacionalização na estrutura de capital e estrutura de propriedade de multinacionais latino-americanas**. 2013. 135 f. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2013.

PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C.; LUCA, M. M. M; OLIVEIRA, O. V.; ARAGÃO, L. A.; SENA, A. M. C. Motivações para a adoção de práticas de governança corporativa segundo diretores de relações com investidores. **Base – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, São Leopoldo v. 9, n. 3, p. 1-15, jul – set 2012.

POUR, E. K.; LASFER, M. Why do companies delist voluntarily from the stock market? **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 37, n. 12, p. 4850-4860, dez 2013.

PROCIANOY, J. L. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. **RAUSP-Revista de Administração**, São Paulo, v. 31, n. 2, p. 7-18, abr – jun 1996.

RENNEBOOG, L.; SIMONS, T.; WRIGHT, M. Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 13, n. 4, p. 591-628, set 2007.

RITTER, R.J. The costs of going public. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 19, n. 2, p. 269–281, dez 1987.

ROQUE, L. Comércio Internacional: um estudo das principais dificuldades encontradas pelas empresas brasileiras no comércio exterior. **Revista Conteúdo**, Capivari, v. 1, n. 3, p. 20-30, 2010.

RUIGROK, W.; WAGNER, H. Internationalization and performance: an organizational learning perspective. **MIR: Management International Review**, Wiesbaden, v. 43, n. 1, p. 63-83, jan – mar 2003.

SAITO, R.; PADILHA, M. T. C. Por que as empresas fecham capital no Brasil? In: SBFIn, 15, 2015, São Paulo. *Anais...* 2015.

SANGER, G. C.; PETERSON, J. D. An empirical analysis of common stock delistings. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 25, n. 2, p. 261-272, jun 1990.

SANTOS, J. G. C.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Internacionalização de empresas e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting – ASAA**, São Paulo, v. 8, n. 3, p. 300-319, 2015.

SCHAPIRO, M. G. Repensando a relação entre Estado, direito e desenvolvimento: Os limites do paradigma *rule of law* e a relevância das alternativas institucionais. **Revista Direito GV**, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 213-252, jan – jun 2010.

SCHULTZ, P. Unit initial public offerings. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 34, n. 2, p. 199-229, out 1993.

SEGUIN, P.; SMOLLER, M. Share price and morality: an empirical evaluation of newly listed NASDAQ Stocks. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 45, n. 3, p. 333-363, set 1997.

SERRANO, A. Involuntary delisting in New York and Toronto. **Working paper**, 2010.

SERVE, S.; MARTINEZ, I.; DJAMA, C.. Delisting and corporate governance: A review and research agenda. **Disponível em SSRN 2220770**, 2012.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun 1997.

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

SILVA, A. M. Por que as empresas abrem seu capital? **Cadernos Discentes COOPEAD**, Rio de Janeiro, n. 3, p. 5-17, 2000.

SIQUEIRA, C. A. J. **Fechamento de capital: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010.

SIRQUEIRA, A. B.; KALATZIS, A. E. G.; TOLEDO, F. M. B. Boas práticas de governança corporativa e otimização de portfólio: uma análise comparativa. **Revista Economia**, Brasília, v. 7, n. 3, p. 521-544, set – dez 2007.

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

SOUZA, J. A. S.; COSTA, W. B. da; ALMEIDA, J. E. F de; BORTOLON, P. M. Determinantes e Consequências do Fechamento de Capital nas Práticas de Gerenciamento de

Resultados. **Revista Evidenciação Contábil e Finanças – RECFIN**, João Pessoa, v. 1, n. 1, p. 38-57, 2013.

STEINBERG, H. **A Dimensão Humana da Governança Corporativa**: pessoas criam as melhores e piores práticas. São Paulo: Editora Gente, 2003.

STEPHENS, C.; WEISBACH, M. Actual share reacquisitions in Open-Market repurchase programs. **Journal of Finance**, Nova York, v. 53, n. 1, p. 313-334, fev 1998.

SULLIVAN, D. Measuring the degree of internationalization of a firm. **Journal of International Business Studies**, Columbia, v. 25, n. 2, p. 325-342, abr – jun 1994.

TERRA, P. An empirical investigation on the determinants of capital structure in Latin America. In: ENANPAD, 26, 2002, Salvador. *Anais...* 2002.

TERRA, P; MATEUS, C. The joint determination of capital structure and debt maturity: empirical evidence from Latin America and Eastern Europe. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 5, 2005, São Paulo. *Anais...* 2005.

TIHANYI, L.; HOSKISSON, R. E.; JOHNSON, R. A.; WAN, W. P. Technological competence and international diversification: the role of managerial incentives. **Management International Review**, Wiesbaden, v. 49, n. 4, p. 409-431, set 2009.

TOLEDO FILHO, J. R.; SILVA, M.; SANTOS, F. T. Evidenciação de Práticas de Programas de Remuneração por Ações pelas Companhias Listadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. **Revista de Contabilidade da UFBA**, Salvador, v. 3, n. 1, p. 5-19, jan – abr 2009.

TREMBLAY, M, CHÈNEVERT, D. Rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des cadres supérieurs: une étude internationale. **Working Paper**, 2004.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development (2013). Global Value Chains: Investment and Trade for Development. **World Investment Report 2013**, Genebra, 2013.

VERMAELEN, T. Common Stock Repurchases and Market Signaling. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 9, n. 2, p. 139-183, jun 1981.

\_\_\_\_\_. Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, Seattle, v. 19, n. 2, p. 163-181, jun 1984.

VISMARA, S.; PALEARI, S.; RITTER, J. R. Europe's second markets for small companies. **European Financial Management**, Malden, v. 18, n. 3, p. 352-388, jun 2012.

WEIR, C.; LAING, D.; WRIGHT, M. Incentive effects, monitoring mechanisms and the market for corporate control: An analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 32, n. 5-6, p. 909-943, jun 2005.

WEIR, C; WRIGHT, M; SCHOLES, L. Public-to-private buy-outs, distress costs and private equity, **Applied Financial Economics**, Londres, v. 18, n. 10, p. 801–819, jun 2008.

WONG, S. Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform (Integrated Version). In: **Private Sector Opinion, Global Corporate Governance Forum**, p.10-32, 2009.

ZHANG, X.; MAHENTHIRAN, S.; HE HUANG, H. Governance and earnings management implications of the Chinese delisting regulation. **Nankai Business Review International**, Tianjin, v. 3, n. 2, p. 108-127, 2012.