

## Deslistagem voluntária e desempenho econômico: evidências para empresas brasileiras

*Voluntary delisting and economic performance: evidence for brazilian companies*

Vinicius Rocha Cedro<sup>1</sup>, Luciana Carvalho<sup>2</sup>,  
Edson Carlos Cordeiro Júnior<sup>3</sup> e Eduardo Giarola<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Universidade Federal de Uberlândia, Brasil, Mestrado em Administração, e-mail: [viniciusrochacedro@gmail.com](mailto:viniciusrochacedro@gmail.com)

<sup>2</sup> Universidade Federal de Uberlândia, Brasil, Doutorado em Economia, e-mail: [lu\\_carvalho@hotmail.com](mailto:lu_carvalho@hotmail.com)

<sup>3</sup> Universidade Federal de Uberlândia, Brasil, Mestrado em Administração, e-mail: [edsoncarloscjr@gmail.com](mailto:edsoncarloscjr@gmail.com)

<sup>4</sup> Universidade Federal de Uberlândia, Brasil, Doutorado em Economia, e-mail: [eduardog@ufu.br](mailto:eduardog@ufu.br)

Recebido em: 14/04/2021 - Revisado em: 10/04/2022 - Aprovado em: 20/06/2022 - Disponível em: 01/07/2022

### Resumo

Este artigo tem como objetivo verificar se existe relação significativa entre o desempenho econômico e a decisão pela deslistagem das empresas presentes na B3. Para compreender este fenômeno se utilizará a metodologia quantitativa, sobre métrica prevista no modelo logit (modelo logístico) em que é possível fazer uma análise mais apurada quando existe-se uma variável binária (onde no caso a empresa pode se deslistar voluntariamente ou involuntariamente). Foi realizado o teste t para a análise das médias obtidas entre as empresas que permaneceram listadas e as empresas que fecharam capital, teste para autocorrelação e teste para analisar a heterocedasticidade (quando a variância dos resultados não é constante). Através da análise dos resultados percebeu-se que as empresas que se encontram deslistadas são organizações menores, apresentam um menor crescimento em relação às vendas, possuem menor taxa de endividamento, menor taxa de investimento, tem um menor índice de liquidez de suas ações. No que se refere ao índice de desempenho os resultados revelaram que uma relação significativa e negativa Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (Ebitida) e deslistagem.

**Palavras Chaves:** Deslistagem voluntária. Desempenho econômico.

### Abstract

This article has as main objective to verify if there is a significant relationship between economic performance and the decision to delist. of the companies present at B3. To understand this phenomenon, the quantitative methodology will be used, based on the metrics provided for in the logit model (logistic model), in which it is possible to make a

more accurate analysis when there is a binary variable (where in the case the company can voluntarily or involuntarily). The t test was performed to analyze the averages obtained between the companies that remained listed and the companies that went public, a test for autocorrelation and a test to analyze heteroscedasticity (when the variance of the results is not constant). Through the analysis of the results it was noticed that the companies that are listed are smaller organizations, present a lower growth in relation to sales, have a lower debt rate, a lower investment rate, and have a lower liquidity index of their shares. As far as the performance index is concerned, the results revealed that a significant and negative Ebitida ratio (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) and delisting.

**Keywords:** Voluntary delisting. Economic performance.

---

## 1. INTRODUÇÃO

A decisão de listagem de uma empresa na bolsa de valores bem como a decisão de deslistagem ocorrem através de uma análise dos custos e benefícios no cenário em que a empresa se encontra. Desta forma, a decisão de deslistagem ocorre quando os benefícios ofertados pela listagem são inferiores aos seus custos, enquanto as empresas que permanecem listadas avaliam que esses benefícios ainda superam seus custos e é favorável à empresa continuar participando da bolsa de valores (SARLO NETO *et al.*, 2005; MILITÃO, 2012; SANTOS; PEREIRA; PENEDO, 2020).

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

Em detrimento dos benefícios da listagem das empresas, também há o lado dos custos necessários para se manter com condições de ser uma companhia aberta, assim, tem-se o fornecimento de informações por parte da empresa, uma perda na informalidade e submissão ao monitoramento dos investidores, além de se ter diversos custos com sua estruturação interna, dentre outros (POUR; LASFER, 2013).

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

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

No Brasil, apesar do avanço das práticas de Governança Corporativa, observou-se um aumento da quantidade de deslistagens na BM&FBovespa no período de 2006 a 2014

totalizando 190 deslistagens, que podem ser justificadas por fatores que possivelmente reduziram os efeitos dos mecanismos relativos a Governança Corporativa (SANTOS, 2016). Também cabe ressaltar, que os problemas de agência já foram sinalizados pela literatura como elementos responsáveis pela saída das companhias do mercado acionário (MEHRAN; PERISTIANI, 2010; BHARATH; DITTAMAR, 2010; POUR; LASFER, 2013; BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015b; SAITO; PADILHA, 2015).

Neste contexto, objetivo do trabalho é investigar a relação entre o desempenho econômico e o processo de deslistagem voluntária de companhias de capital aberto listadas na B3.

A amostra compreendeu todas as companhias listadas na B3, com exceção das empresas financeiras, seguradoras e fundos. Foi realizada análise descritiva de uma sub-amostra das empresas que passaram pelo processo de deslistagem voluntária no período de 2012 a 2017. O período amostra de 2012 a 2017 foi selecionado devido a disponibilidade de dados e o aumento substancial do número de deslistagens.

No caso do Brasil, mesmo estudos mais recentes ainda não existe um consenso sobre os fatores motivadores da propensão a deslistagem. Assim, este trabalho pretende contribuir para temática investigando a relação da deslistagem voluntária com o desempenho econômico das empresas.

O artigo está dividido em cinco sessões. Após a introdução, tem-se o referencial teórico, e terceira, evidencia a metodologia adotada no estudo, com a descrição dos procedimentos metodológicos, a composição da amostra, as variáveis e os modelos de análise. Em seguida, são analisados os resultados. Por último, discute-se as aplicações, limitações e considerações da pesquisa.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Deslistagem: conceitos e prática**

Para Kang (2017) as empresas listadas possuem vários acionistas e para fechar o seu capital devem entrar em acordos com todos eles. Segundo os autores é um processo burocrático e complicado que depende da resolução de vários conflitos de interesses entre acionistas, minoritário ou majoritários.

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

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

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

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

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

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

Croci e Giudice (2014), em um estudo para a Europa, identificaram que várias empresas de capital aberto foram deslistadas em anos que antecederam as crises financeiras de 2007-2009 e 2010-2011 e identificaram que as turbulências financeiras tendem a elevar o número de empresas deslistadas. Além disso, a estrutura de governança no qual existe uma concentração acionária também facilita que as empresas sejam deslistadas.

No Brasil, existem dois tipos de Sociedade Anônimas, as de capital fechado e as de capital aberto, estas últimas recebem esta definição por terem suas ações negociadas no mercado de ações sua atuação são reguladas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e tem um número indeterminado de acionistas (MILITÃO, 2012).

## **2.2. Fechamento de capital e o desempenho.**

O motivo mais comumente mencionado para o fechamento voluntário é a desvalorização das ações. Se a administração acredita que o valor real de uma empresa excede o valor de mercado, eles podem decidir cancelar a lista voluntariamente (KANG, 2017).

Faccio e Lang (2002) explicam que há uma relação peculiar entre o fechamento de capital e o desempenho da firma, segundo eles os acionistas controladores possuem informações quanto a lucratividade futura da empresa, por esse motivo eles teriam interesse pela deslistagem. Seria pensamento contrário ao de Degeorge, e Zeckhauser (1993) que estabelecem que a abertura de capital ocorre quando os acionistas percebem que a empresa terá um período de queda. Há uma relação legal, ainda que não moralmente aceita entre a tomada de decisão dos acionistas pela abertura e fechamento de capital diante do desempenho da firma. (CROCI; GIUDICE, 2014).

Para Bharath e Dittmar (2010) os *insiders* bem informados usariam informações privilegiadas para decidir sobre o fechamento de capital de empresas antes de períodos de bom desempenho e assim evitaria compartilhar os lucros torando-os ainda maiores.

Croci e Giudice (2014), em um estudo para empresas europeias, investigaram o papel dos acionistas controladores em decisões de deslistagem. Os resultados identificaram que os acionistas minoritários ganham retornos menores quando o acionista controlador torna a empresa aberta. No entanto, após a deslistagem, a empresas não melhoram seu desempenho e portanto, não aumentaram os ganhos para os acionistas. Esta estabilidade fora percebida ao analisar o Retorno sobre Ativos (ROA) da empresa antes e depois da deslistagem, este índice de rentabilidade ao contrário do que se imaginava permanece significativamente pior nos próximos 3 anos após o fechamento de capital. Nota-se uma divergência teórica sobre a relação entre o desempenho da firma e a decisão pelo fechamento de capital.

Kang (2017) em pesquisa realizada em empresas da Coreia do Sul encontram resultados que comprovam as hipóteses de Faccio e Lang (2002), as empresas com maior crescimento tende a fechar capital com mais frequências, os autores acrescenta que a liquidez das empresas deslistadas também é maior do que a liquidez das empresas que permanecem em lista. Ao contrário desse entendimento

### **2.3. Evidências sobre deslistagem no Brasil**

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

De acordo com evidências, no Brasil, os principais cancelamentos involuntários ocorrem principalmente pela deterioração dos resultados da companhia, onde acaba sendo comum casos em que as empresas faltam com suas obrigações perante o órgão regulador durante um longo período, assim, tornando-se difícil a obtenção de relatórios e informações



financeiras para uma análise. Também pode-se observar que as características do mercado de capitais brasileiro é pouco desenvolvido e contém uma elevada concentração de seu controle acionário (SARLO NETO *et al.*, 2005; NÓBREGA *et al.*, 2000), assim, pode-se observar que um dos principais fatores de influência corporativa está relacionada nas decisões sobre concentração de propriedade e controle, onde se tem um maior destaque na parte decisória sobre a manutenção da companhia no mercado de capitais ou pela deslistagem.

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

Realizando uma análise comparativa entre o ano do fechamento com o ano antecedente, Padilha (2014) analisou 119 empresas que se deslistaram dentre os anos de 1999 a 2013 e foi possível perceber que uma maior participação dos controladores, baixa rentabilidade (ROA), baixo nível de pagamento de dividendos, menor tamanho (em relação aos ativos) maior fluxo de caixa dentre as empresas que se deslistaram e uma menor alavancagem financeira são os principais motivos para que haja o desligamento das empresas na B3.

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

Desta forma, através das análises de Bortolon e Silva Junior (2015b) e Padilha (2014) existem pontos semelhantes que descrevem a relação do Brasil perante o processo de optar pela deslistagem na B3, onde ambos concordam que as organizações que se desligaram apresentavam uma maior concentração de participação dos controladores e maior geração de caixa.

Em estudo mais recente, Santos, Pereira e Penedo (2020) analisaram a relação entre internacionalização e deslistagem para uma amostra de empresas brasileiras. Como resultados, encontrou-se significância negativa entre o grau de internacionalização e a deslistagem, atestando a hipótese que há diferenciais oriundos da internacionalização que reduzem a probabilidade de deslistagem. Aspectos particulares da governança corporativa no país, entre os quais a alta concentração acionária, também apresentaram resultados significativos.

Na mesma linha, Cordeiro Júnior, Peixoto e Carvalho (2020) investigaram se as estruturas piramidais de controle impactam na probabilidade de deslistagem no Brasil. A amostra do estudo envolveu todas as empresas listadas na B3 no período de 2012 a 2017, período em que foram registradas 153 deslistagens voluntárias no país. Os resultados revelaram uma relação negativa entre deslistagem e tamanho da firma e entre deslistagem e liquidez da ação. Entretanto, não houve resultados significativos entre deslistagem e estrutura de propriedade e controle para as firmas brasileiras.

Note-se que mesmo em estudos mais recentes ainda não existe um consenso sobre os fatores motivadores da propensão a deslistagem. Assim, este trabalho pretende contribuir

para temática investigando a relação da deslistagem voluntária com o desempenho econômico das empresas.

### **3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

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

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

#### **3.1. Base de dados**

Como amostragem, utilizou-se todas as companhias listadas na B3 com exceção de empresas que havia particularidades em suas estruturas de capital (empresas financeiras, fundos e seguradoras) (HEALY; WAHLEN, 1999). O período estudado compreende-se de 2012 a 2017, onde realizou-se através de uma análise descritiva de uma subamostra as empresas que passaram pelo processo de deslistagem de forma voluntária. De acordo com a Bortolon e Silva Júnior (2015a) no ano de 2012 houve um aumento considerável no número de deslistagens, e por isso foi selecionado como início do período da amostra.

Foram criados dois subgrupos dentro do período investigado (2012 a 2017), onde o primeiro possui empresas que continuaram listadas no período e o segundo era composto pelas empresas que se deslistaram. Houve 216 cancelamentos de registro dentro do período que foram utilizados para se formar o grupo “deslistagem”. Excluiu-se 41 “cancelamentos de ofício”, 20 cancelamentos por “elisão para incorporação”, 1 cancelamento por “elisão para liquidação” e 1 cancelamento para “Incorporação”, onde totalizam 63 deslistagens involuntárias e deixando por fim somente as deslistagens voluntárias, as quais totalizam 153 casos para serem analisados.

#### **3.2. Descrição das variáveis**

No Quadro 1 estão presentes todas as variáveis selecionadas para a pesquisa. Nas variáveis independentes, tem-se uma variável binária onde é atribuído o valor igual a 1 para todas aquelas empresas que se deslistaram de forma voluntária e 0 para o valor das restantes de acordo com o artigo 47 da IN 480/2009 da CVM.

**Quadro 1: Descrição das variáveis do estudo.**

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

**Fonte: Elaborado pelos autores.**

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

$$Prob (Deslistagem_i = 1) = a_i + b_1Tamanho_i + b_2Cresvendas_i + b_3Endivid_i + b_4VariaçãoInvest_i + b_5LiquidezAção_i$$

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

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



**Tabela 1 - Estatística Descritiva**

Empresas mantidas				Empresas deslistadas				Test t	
Variável	Obs	Média	Min.	Max.	Obs	Média	Min.	Max.	
Deslistagem	4122	0	0	0	370	1	1	1	
Ebitida	2208	-0,0426	-2,85	0,37	119	0,0712	-2,85	0,37	2,2553
CresVendas	2376	6,422	-72	102	113	2	-72	102	1,5668
Endividamento	2854	97,59	0,75	934,2	152	78,06	0,75	934,2	1,4707
Varição Invest.	2205	16,09	-362,3	688,4	105	-12,202	-362,3	654,7	1,7487
Liquidez da ação	3186	0,0709	0	0,9	341	0,0122	0	0,77	4,6121
Tamanho	2853	13,52	4,09	17,69	158	12,94	4,09	17,69	0,004

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

**Fonte: Elaborado pelos autores.**

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

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

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

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

**Tabela 2 - As determinantes da deslistagem voluntária**

Variáveis:	(1)	(2)
CrescVendas	-0,087 (0,105)	
Ebitida		-0,004 (0,020)**
Endividamento	-0,004 (0,009)	-0,0301 (0,041)
Varição Invest.	0,001 (0,007)	0,0041 (0,003)
Liquidez da ação	-4,062 (6,063)	-8,3595** (4,043)
Tamanho	-2,999 (1,704)**	-1,444 (4,809)**
<b>Observações</b>	<b>1642</b>	<b>1642</b>
<b>R – square</b>	<b>0,573</b>	<b>0,5622</b>

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

**Fonte: Elaborado pelos autores.**

No que se refere a variável de desempenho crescimento da receita, nota-se que não houve resultado significativo para nenhuma no modelo 1. Sendo assim, conclui-se que a variação na receita não afetou a deslistagem voluntária. Esses resultados corroboram com autores como Michelsen e Klein (2011), Pour e Lasfer (2012) e Bortolon e Silva Júnior (2015a).

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

No modelo 2 a variável liquidez da ação apresentou um resultado negativo. Desta forma, conclui-se que empresas com maior liquidez de suas ações tem menor probabilidade de deslistagem. Esses resultados se aproximam dos Bortolon e Silva Junior (2015b) e Cordeiro Júnior, Peixoto e Carvalho (2020), que mostraram que quanto menos líquidas, maior é a probabilidade de deslistagem.

Como padrão no modelo 1 e 2 os resultados sugerem que empresas maiores apresentam menor propensão de deslistagem. Chaplinsky e Ramchand (2012) e Cordeiro Júnior, Peixoto e Carvalho (2020) explicam que em decorrência da necessidade de capital para financiar seu crescimento e, por conseguinte, permanência ou não na bolsa de valores.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

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

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

Quanto a variável de crescimento de desempenho da receita apresenta no modelo 1 da tabela 2 percebe-se que não houve resultados significativos, desta forma pode-se concluir que a variação na receita das organizações não afetou no processo de deslistagem, assim

como já apontado pelos autores Michelsen e Klein (2011), Pour e Lasfer (2013) e Bortolon e Silva Júnior (2015a).

Como limitações do estudo, houve dificuldade em equalizar o período adequado para obtenção da amostra. Pois amostra com períodos menores sofrem pela falta de robustez estatística e amostras com maiores apresentam interferências macroeconômicas. Sugere-se adotar técnicas estatísticas alternativas que trabalhem que permitam análise robusta em pequena quantidade de dados. Ainda como sugestões para pesquisas futuras, recomenda-se que estudo semelhante seja desenvolvido em diferentes países, de preferência que possam ser comparados mercado de capitais de países desenvolvidos e países em desenvolvimento.

## REFERÊNCIAS

BHARATH, Sreedhar T.; DITTMAR, Amy K. Why do firms use private equity to opt out of public markets? **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 5, p. 1771-1818, 2010.

BORTOLON, Patricia Maria; SILVA JUNIOR, Annor. Deslistagem de companhias brasileiras listadas na bolsa de valores: evidências empíricas sobre a Governança Corporativa. **Brazilian Business Review**, p. 97, 2015a.

BORTOLON, Patricia Maria; SILVA JUNIOR, Annor da. Fatores determinantes para o fechamento do capital de companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 140-153, 2015b.

CHAPLINSKY, Susan; RAMCHAND, Latha. What drives delistings of foreign firms from US Exchanges? **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 22, n. 5, p. 1126-1148, 2012.

CARVALHO, Antônio Gledson. Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. **Revista Econômica do Nordeste**, v. 33, n. 4, p. 694-715, 2002.

CROCI, Ettore; GIUDICE, Alfonso Del. Delistings, controlling shareholders and firm performance in Europe. **European Financial Management**, v. 20, n. 2, p. 374-405, 2014.

CORDEIRO JÚNIOR, Edson Carlos; PEIXOTO, Fernanda Maciel; CARVALHO, Luciana. Determinantes da deslistagem no Brasil: a estrutura de propriedade e controle influencia o fechamento de capital das firmas? **Gestão E Sociedade**, v. 14, n. 40, p. 3899-3922, 2020.

DEGEORGE, Francois; ZECKHAUSER, Richard. The reverse LBO decision and firm performance: Theory and evidence. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 4, p. 1323-1348, 1993.

EID JÚNIOR, William; HORNG, Wang Jiang. A Saída: Uma análise da deslistagem na Bovespa. **FGV Repositório Digital**, 2005.

ENGEL, Ellen; HAYES, Rachel M.; WANG, Xue. The Sarbanes–Oxley Act and firms’ going-private decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 44, n. 1-2, p. 116-145, 2007.

- FACCIO, Mara; LANG, Larry HP. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of financial economics**, v. 65, n. 3, p. 365-395, 2002.
- HAIL, Luzi; LEUZ, Christian. International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter? **Journal of accounting research**, v. 44, n. 3, p. 485-531, 2006.
- HAIR, Joseph F. *et al.* **Análise multivariada de dados**. Porto Alegre: Bookman Editora, 2009.
- HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
- KANG, Sun Min. Voluntary delisting in korea: Causes and impact on company performance. **Journal of Applied Business Research (JABR)**, v. 33, n. 2, p. 391-408, 2017.
- LEUZ, Christian; TRIANTIS, Alexander; WANG, Tracy Yue. Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2-3, p. 181-208, 2008.
- MARTINEZ, Isabelle; SERVE, Stéphanie. The delisting decision: The case of buyout offer with squeeze-out (BOSO). **International Review of Law and Economics**, v. 31, n. 4, p. 228-239, 2011.
- MEHRAN, Hamid; PERISTIANI, Stavros. Financial visibility and the decision to go private. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 2, p. 519-547, 2010.
- MICHELSEN, Marc; KLEIN, Christian. "Privacy please!" The public to private decision in Germany. **Review of Managerial Science**. v. 5, p. 49-85, 2011.
- MILITÃO, Francisco GSA. **Fechamento voluntário de capital e o investidor minoritário na opinião dos profissionais de mercado**. Dissertação de Mestrado Profissional, Fundação Pedro Leopoldo, Minas Gerais, Brasil, 2012.
- NÓBREGA, M. da *et al.* O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. **Publicações Bovespa**. São Paulo, maio, 2000.
- PADILHA, Marco Tulio Clivati. **Por que as empresas fecham o capital no Brasil?** Dissertação de Mestrado (Escola de Administração de Empresas), São Paulo: FGV, 2014.
- POUR, Eilnaz Kashefi; LASFER, Meziane. Why do companies delist voluntarily from the stock market? **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 12, p. 4850-4860, 2013.
- SANTOS, Murilo Alves; PEREIRA, Vinicius Silva; PENEDO, Antonio Sergio Torres. Internacionalização e o Fechamento de Capital de Empresas: Um Estudo sobre a Deslistagem no Mercado Brasileiro. **Revista Ciências Administrativas**, v. 26, n. 2, 2020.
- SAITO, Richard; PADILHA, Marco Tulio Clivati. Por que as empresas fecham o capital no Brasil? **Brazilian Review of Finance**, v. 13, n. 2, p. 200-250, 2015.

SARLO NETO, Alfredo *et al.* O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 37, p. 46-58, 2005.