

Fechamento de Capital das Firms: uma discussão teórico-empírica**Firms going private: a theoretical-empirical discussion**

Gustavo Henrique Dias Souza¹
Larissa Queiroz de Melo²

104

Resumo: As empresas são agentes de mercado movidos por decisões estratégicas, dentre as quais se destacam as escolhas com relação ao financiamento e controle dessas firmas. Manter o capital aberto ou fechado é uma decisão que tem sido destacada nos últimos anos pela literatura. Neste sentido, este estudo visa apresentar os principais argumentos teóricos desenvolvidos para explicar as características e motivações deste fenômeno. Além disso, são apresentados os principais direcionamentos com relação às duas principais formas que essas transações ocorrem: as aquisições alavancadas e as aquisições pela gestão. Por fim, apresentam-se evidências empíricas que identificaram e estudaram essas operações. O estudo busca contribuir com a literatura a partir da apresentação de um ensaio teórico-empírico com relação às decisões da firma com relação ao fechamento de capital.

Palavras-chave: Mercado de Ações. Fechamento de Capital. Deslistagem.

Abstract: Companies are market agents driven by strategic decisions, among which the choices regarding financing and control of these firms stand out. Keeping the capital public or private is a decision that has been highlighted in recent years by the literature. In this sense, this study aims to present the main theoretical arguments developed to explain the characteristics and motivations of this phenomenon. In addition, the main directions are presented in relation to the two main ways in which these transactions occur: leveraged buyouts and management buyouts. Finally, empirical evidence that identified and studied these operations is presented. The study seeks to contribute to the literature by presenting a theoretical-empirical essay on the firm's decisions regarding the delisting.

¹ Doutorando em Controladoria e Contabilidade pela UFMG. Mestre em Controladoria e Contabilidade pela UFMG. Bacharel em Ciências Contábeis pela UFV. E-mail: gustavohediso@gmail.com

² Mestra em Controladoria e Contabilidade pela UFMG Bacharel em Ciências Contábeis pela UFESlarissa.queiroz@live.com

Recebido em 13/07/2023

Aprovado em: 08/08/2023

Sistema de Avaliação: *Double Blind Review*



Keywords: Stock Market. Capital Closing. Delisting.

1 INTRODUÇÃO

A abertura de capital de uma firma e a consequente negociação de suas ações em um mercado de ações pode ser considerado como um importante estágio no ciclo de vida organizacional. Além disso, o mercado de capitais é considerado como uma fonte para as firmas em termos de captação de recursos para o financiamento de seus projetos. Assim, em algum momento a firma pode optar, portanto, por abrir seu capital em bolsa, assim como pode optar pelo fechamento desse capital, retirando as ações de negociação.

O fechamento de capital das firmas representa uma situação na qual uma empresa terá seu capital, antes disponibilizado para negociação no mercado, parcialmente ou integralmente fechado. Este fechamento pode ser dividido entre fechamento voluntário e involuntário. Morresi (2018a) destaca que o fechamento voluntário é consequência de escolhas gerenciais ou estratégicas da firma e o involuntário ocorre quando a firma é obrigada a se retirar de uma bolsa de valores, geralmente devido ao não cumprimento de algum requisito obrigatório para listagem ou em casos em que a firma entra em processo de liquidação ou falência.

Neste ensaio, busca-se abordar principalmente a decisão voluntária de retirada da empresa e dos títulos do mercado de ações. Dessa forma, propõe-se neste estudo a elencar abordagens teóricas que tratam das motivações para que este fenômeno de fechamento ocorra, ou seja, busca-se, de alguma forma, entender: Quando e por que as empresas de capital aberto devem decidir fechar o capital?

Estudos anteriores propuseram diferentes explicações sobre as motivações para as firmas fecharem o capital ou sobre as desvantagens em continuarem sendo negociadas em bolsa de valores, como com relação a: problemas de agência que envolvem o fluxo de caixa livre da firma (JENSEN, 1986); governança corporativa (LEHN; POULSEN, 1989); aumento de custos que envolvem exigências de divulgação como a Lei *Sarbanes-Oxley* (ENGEL; HAYES; WANG, 2007; GLEASON; PAYNE; WIGGENHORN, 2007); subvalorização dos títulos em bolsa (MAUPIN; BIDWELL; ORTEGREN, 1984); dentre outros.

Apesar da motivação e independente dela, essa decisão de fechamento de capital das firmas é uma decisão que compete aos acionistas e gestão da firma em elencar as possíveis vantagens e desvantagens dessa transação, avaliando, portanto, suas razões e efeitos (FIDANZA; MORRESI; PEZZI, 2018). Dentre as várias formas de fechar o capital, destacam-se principalmente as aquisições alavancadas ou *leveraged buyouts* (LBOs) e as aquisições pela

gestão ou *management buyouts* (MBOs), as quais, de forma geral, se mantêm populares desde a década de 1980 (MATOS, 2001; DASILAS; GROSE, 2018; MORRESI, 2018).

Fidanza (2018) destaca que, principalmente a partir do final dos anos 1990, a literatura empírica deu maior atenção a essas decisões de fechamento de capital das firmas. Isso ocorre devido ao movimento histórico de aumento das transações de “deslistagem” em bolsa. Gao, Ritter e Zhongyan (2013) e Grullon, Larkin e Michaely (2015) trazem evidências de que, nos Estados Unidos a tendência de redução do número de firmas de capital aberto teria iniciado no ano de 1996. Já Doidge, Karolyi e Stulz (2013) apresentam a redução do número de ofertas públicas acompanhada pelo aumento de transações de fechamento de capital das firmas. Martinez e Serve (2017) estudaram o fechamento em 42 países e encontraram predominância das transações de fechamento nos Estados Unidos, no Reino Unido e na Europa. Assim, ressalta-se a relevância de compreender esse fenômeno e suas motivações e principais argumentos teóricos desenvolvidos na tentativa de explicá-lo.

Dessa forma, este estudo objetiva analisar as principais razões para o fechamento de capital das firmas a partir de modelos teóricos. Adicionalmente, destacam-se as principais formas pelas quais esse fenômeno acontece, ressaltando as LBOs e as MBOs. Por fim, são elencadas evidências empíricas que tratam da decisão de fechamento de capital das empresas.

2 MODELOS TEÓRICOS DE FECHAMENTO DE CAPITAL

Transações de fechamento de capital ou transações chamadas *public-to-private* (capital aberto para fechado) são operações que descrevem situações em que uma entidade que possuía capital aberto passa a ter seu capital fechado parcial ou integralmente. A partir desse conceito, Morresi (2018a) destaca que o conceito de fechamento de capital estaria ligado a dois principais atributos: a propriedade aberta é substituída, o que implica em mudança do controle corporativo; e que após a transação, as ações da firma passarão a não ser mais negociadas de forma pública.

A partir dessas conceituações, teorias foram desenvolvidas na tentativa de explicar as motivações por trás do fechamento de capital das firmas. Bharath e Dittmar (2010) destacam que a abordagem mais direta para a identificação das motivações implícitas parte de dois pontos básicos.

O primeiro é a análise da relação custo-benefício que é realizada quando a empresa vai abrir o capital, sendo que será vantajoso abrir o capital se as vantagens em ter os títulos negociados publicamente em um mercado de capitais forem superiores aos custos, caso

contrário a firma optaria por manter o capital fechado. Acontece que essa análise pode e deve ser realizada mesmo após o momento de listagem na bolsa, para que haja um acompanhamento desse *trade-off* entre ônus e bônus de ser uma empresa de capital aberto (BHARATH; DITTMAR, 2010). Nessas análises posteriores, se for identificado que os custos superam os benefícios de manter o capital aberto, a firma deixaria o mercado de ações, fechando o capital.

O segundo ponto seria a abordagem de reversão dos custos e benefícios da abertura de capital, uma vez que, segundo os autores (BARATH; DITTMAR, 2010), pode-se basear em teorias que direcionam as motivações para abrir o capital podem sugerir compreensões sobre o fechamento de capital. Assim, ao reverter muitas das previsões das teorias de abertura de capital, pode-se determinar os fatores que influenciam as decisões de uma firma em manter o capital aberto ou fechado (MORRESI, 2018a), apesar de essas reversões não limitarem a possibilidade de que ocorram outras motivações para a firma fechar o capital.

A partir disso, as razões teóricas sobre o fechamento de capital serão classificadas a seguir com base nas forças do mercado que vão desencadear essa decisão, levando-se em conta que essas forças podem, ou não, ser resultantes da reversão de um fator determinante para a empresa abrir o capital.

Uma das abordagens a ser tratada é sobre as teorias que são ligadas ou baseadas em processos informacionais ou de assimetrias de informação entre gerentes e investidores, os quais afetariam os custos e benefícios de uma empresa de capital aberto, motivando-a a fechar o capital. Esse processo ocorre principalmente devido ao fato de os gestores possuírem melhores informações sobre a firma e sobre suas perspectivas futuras do que outros agentes. A partir dessa assimetria, os investidores seriam levados a buscar informações, com um determinado nível de custo de obtenção, que pode ser caro o suficiente para desestimular o esforço para conseguir informações e fazer uma melhor avaliação. Dessa forma, sem informações, um investidor pode optar por não realizar transações no mercado de ações, o que traria consequências para o processo de avaliação das firmas e para a liquidez dos títulos. Assim, surgem algumas vertentes sobre esses processos informacionais (MORRESI, 2018a).

A primeira delas seria a chamada Seleção Adversa, que possui escopo teórico desenvolvido principalmente pelos estudos de Akerlof (1970) e Leland e Pyle (1977), que trataram da falta de informações no mercado como fator impeditivo para um bom desempenho neste mercado. Essa seleção adversa surge da ideia de que existe no mercado projetos de qualidades diferentes, projetos bons (G - *good*) e ruins (B - *bad*), e que, apesar de os gestores terem a avaliação correta desses projetos, a informação disponível no mercado não permite que

os investidores diferenciem esses projetos, fazendo com que o mercado reflita uma espécie de média dos projetos. Assim, segundo os autores, Akerlof (1970) e Leland e Pyle (1977), essa média faz com que as empresas não tenham uma avaliação correta dos seus projetos, o que, por sua vez, levaria consequências para as firmas, de modo a desestimular as compras de ações de firmas do tipo B e reduzir a qualidade ou avaliação de firmas do tipo G. A esse fenômeno dá-se o nome de seleção adversa. Logo, considerando este contexto, firmas de capital fechado não devem ter impactos significativos decorrentes desta seleção adversa, uma vez que as circunstâncias de uma firma fechada poderiam inclusive levar a redução de custos de seleção adversa (MORRESI, 2018a).

Outra vertente seria a de custos de produção de informações, que é explicada por Chemmanur e Fulghieri (1999), em que os autores desenvolvem um modelo de decisão entre manter o capital fechado ou de abrir o capital. A partir da identificação das diferenças entre as firmas de capital aberto e de capital fechado, o modelo direciona-se a este *trade-off*. Assim, seguindo as ideias de Chemmanur e Fulghieri (1999), tem-se que a venda de ações a um único grande acionista faria com que o custo de produção de informações fosse minimizado, o que levaria a um aumento do custo de capital. Em contrapartida o levantamento de recursos via ações mais pulverizadas levaria a um menor controle desses investidores com relação ao empreendimento, já que as ações são precificadas com base na competitividade do mercado, mas isso poderia gerar aumento nas informações produzidas, fazendo com que haja um custo maior para essa produção. Nesse sentido, Chemmanur e Fulghieri (1999) destacam que uma empresa deveria continuar listada em bolsa se os benefícios que advém dessa diversificação dos investidores e da consequente ausência de poder de negociação superarem os custos com a maior produção de informação. Outro ponto importante que poderia explicar a decisão de fechamento de capital sob a vertente do custo de produção de informações seria o fenômeno, explicado por Ibbotson e Jaffe (1975) e Ritter (1984), chamado de “*hot market*” que são momentos de economia aquecida. Chemmanur e Fulghieri (1999) explicam que esses momentos de economia em aquecimento podem gerar choques de produtividade no mercado, o que aumentaria o valor de firmas com projetos do tipo G, sendo vantajoso abrir o capital, mas isso, possivelmente, aumentaria a parcela de investidores informados, gerando aumentos nos custos de produção de informação, tornando mais vantajoso permanecer com o capital fechado.

Subrahmanyam e Titman (1999) contribuem com as proposições de Chemmanur e Fulghieri (1999) e modificam a estrutura desse processo de informação a partir da suposição de que existe um novo componente relacionado aos retornos futuros dos ativos e das futuras

oportunidades de uma firma. Segundo os autores, esse novo componente representa a possibilidade de obtenção de informações por sorte ou acaso sem que os investidores incorram em custos para isso. Nesse sentido, o modelo de Subrahmanyam e Titman (1999) não se diferencia do modelo de Chemmanur e Fulghieri (1999), mas considera uma nova estrutura informacional que pode afetar a decisão de abrir ou manter o capital fechado.

Assim, além das proposições de Chemmanur e Fulghieri (1999) e Subrahmanyam e Titman (1999) sobre custos de aquisição de informações por investidores, o modelo proposto por Yosha (1995) traz contribuições a partir de uma abordagem de valor da confidencialidade. Segundo o autor, quando uma firma tem informações sigilosas ou que possam prejudicar seu valor, a melhor escolha seria permanecer com capital fechado (YOSHA, 1995). O autor defende essa ideia considerando que se a firma tiver capital fechado a informação sigilosa deveria ser confiada a apenas um único fornecedor de recursos.

Outra vertente com relação ao fechamento de capital das firmas ligada ao processo informacional diz respeito ao reconhecimento do investidor, proposta por Merton (1987) em um ensaio teórico em que o autor reflete sobre o equilíbrio do mercado de capitais considerando informações incompletas. Segundo o autor, o nível de conhecimento das ações de uma empresa e a manutenção dessas ações por vários acionistas seria uma variável que possui potencial para influenciar o valor das firmas. Merton (1987) demonstra que em equilíbrio quanto mais informações os investidores possuem, menor será o retorno esperado por eles, o que indica que, *ceteris paribus*, os retornos esperados em empresas mais conhecidas tendem a ser menores. Assim, a partir das proposições de Merton (1987) é possível concluir que firmas menos conhecidas possuem maiores custos de capital, o que as motivaria o fechamento de capital. Além disso, outra implicação do modelo é a relação entre a estrutura de propriedade e o fechamento de capital, sendo que as firmas com estrutura de propriedade concentrada são mais propensas a fechar o capital, de acordo com o modelo de Merton (1987).

Além das razões teóricas voltados para a informação, ainda existem razões ligadas a política de investimento das firmas. A política de investimentos de uma empresa se refere às estratégias que serão utilizadas pela gestão de uma firma sobre a alocação de recursos captados, e é esperado que após abrir o capital as firmas utilizem recursos para o financiamento de novos investimentos (MORRESI, 2018a). Dessa forma, surgem duas principais conclusões sobre as políticas de investimento e a decisão de fechamento de capital das firmas, e, segundo Morresi (2018a), tudo mais constante, há maior probabilidade de fechamento de capital em uma firma:

a) que possui ativos menos produtivos; e a) com ativos que estejam poucos expostos a riscos não sistemáticos.

Já as motivações baseadas em acesso ao capital estão ligadas ao conceito de restrição financeira. Empresas financeiramente restritas são empresas que possuem gastos de investimentos que dependem, de certa forma, da disponibilidade de fundos internos, ou seja, têm maior sensibilidade financeira a fluxos de caixa gerados internamente, o qual seria reduzido a partir de aprimoramento de capital externo e de redução de custos causados pela abertura de capital (FAZZARI; HUBBARD; PETERSEN, 1988, MORRESI, 2018a). Dessa forma, as implicações de uma restrição financeira seriam diretas na escolha de uma firma fechar o capital quanto mais irrestrita financeiramente ela fosse, isso porque a restrição financeira das firmas tende a se acentuar com o fechamento de capital (MORRESI, 2018a).

Outro aspecto importante é a liquidez, que diz respeito à negociação dos títulos com rapidez e baixo custo. Amihud e Mendelson (1986) iniciaram a discussão sobre a liquidez dos títulos e seu retorno esperado e valor, e defenderam que o objetivo dos investidores seria maximizar o valor presente dos fluxos de caixa esperados por títulos, principalmente a partir da diferença de custos de liquidez e de seus respectivos horizontes temporais. Posteriormente, Merton (1987) discutiu que a liquidez de uma firma poderia ser maximizada principalmente a partir da inserção de investidores individuais ou investidores de liquidez, os quais não possuem informações privadas sobre a firma, o que poderia levar a preço mais alto das ações. Amihud e Mendelson (1988) e Diamond e Verrecchia (1991) sugeriam que outra variável que poderia interferir na liquidez dos títulos seria a divulgação voluntária, o que poderia ser obtido com o aumento da transparência (BARTH; KONCHITCHKI; LANDSMAN, 2013) e melhorias nos processos de comunicação com analistas (BRENNAN; SUBRAHMANYAM 1995; COLLER; YOHN, 1997; ROULSTONE 2003). Dessa forma, o aumento da liquidez melhoraria o comportamento ou desempenho do mercado de ações, trazendo reduções em termos de custos de capital o que poderia levar ao aumento dos níveis de investimentos com retornos que superem o custo do capital (MORRESI, 2018a), e o contrário também seria verdade, e, portanto, uma menor liquidez no mercado levaria a aumentos no custo de capital e desestimularia novos investimentos além de ser uma motivação para o fechamento de capital das firmas. Assim, decisões estratégicas podem ser tomadas quanto a essa decisão de fechamento de capital das firmas a partir de sua liquidez, sendo necessário avaliar se a perda de liquidez é grande o suficiente de modo a exceder os ganhos que se teria em manter as ações negociadas em um mercado de ações.

Existem ainda motivações sobre capital fechado das firmas com relação a governança corporativa e considerações sobre o controle. Zingales (1995) iniciou as discussões sobre as influências do controle corporativo sobre as decisões de abrir ou fechar o capital. Segundo o autor, essa escolha permeia pelo objetivo de otimização de estrutura de propriedade da empresa e visando a maximização de resultados. O modelo de Zingales (1995) se baseia em um jogo com três agentes, o proprietário inicial da firma, os acionistas externos – em caso de abertura de capital –, e o adversário, o qual buscará comprar a firma e obter o controle. Nesse sentido, em momentos de quebra de mercados acionários e da confiança nesse mercado poderia levar a grandes volumes de fechamento de capital, principalmente pela transferência de controle por meio de fusões e aquisições, o que ocorreria de forma acentuada em períodos de desaceleração econômica (*cold market*) (BRAU; FRANCIS; KOHERS, 2003) e também em períodos de contração no setor (MITCHELL; MULHERIN, 1996). Já com relação a governança corporativa, Morresi (2018a) destaca que em países com menor qualidade de governança corporativa, com pouca proteção dada a acionistas minoritários e benefícios privados de controle maiores é provável que ocorra mais transações de fechamento de capital.

Destaca-se ainda que muitos modelos teóricos focam em como obter liquidez e com a concentração de controle de uma firma privada poderiam ser atingidos de uma forma mais eficiente. Boot, Gopalan e Thakor (2008) se propõem a unificar algumas dessas abordagens e constroem uma estrutura que aborda a liquidez, as informações sobre o controle e a participação do investidor. O modelo dos autores mostra quais condições favorecem a operação de deixar de ser uma firma de capital fechado. Assim, Boot, Gopalan e Thakor (2008) destacam que uma maior participação dos investidores no mercado faria com que a propriedade considerando o capital aberto seria mais atraente, uma vez que a maior participação de investidores faria com que houvesse mais investidores com maiores níveis de responsabilidade, o que dependeria da autonomia da gestão e geraria reflexos no valor esperado dos benefícios para os gestores. Dessa forma, o modelo proposto por Boot, Gopalan e Thakor (2008) abrange diversos aspectos importantes com relação à decisão de fechamento de capital das firmas.

É possível ainda observar a modificação em requisitos de listagem em bolsa como uma das motivações para as firmas fecharem o capital. Dentre as ações exógenas que podem afetar a decisão de uma firma sobre fechar o capital existe a modificação dos requisitos para uma empresa ser listada em bolsa, o que pode afetar os benefícios dessa listagem. Essas mudanças de requerimentos podem estar relacionadas a diversos fatores, como questões de auditoria, de taxas da bolsa, de flutuações mínimas, divulgação de informações contábeis, nível mínimo de

capitalização de mercado, dentre outras (MORRESI, 2018a). Bushee e Leuz (2005), Leuz (2007), Engel, Hayes e Wang (2007) e Kamar, Karaca-Mandic e Talley (2009) analisaram os custos e benefícios de reestruturações desses requisitos e suas influências sobre as decisões de fechamento de capital das firmas, sob o pressuposto de que deveria haver um maior número de firmas fechando o capital, *ceteris paribus*, se essas reformas excedessem os benefícios de se manter listada em bolsa.

Outro modelo que sugere motivações para o fechamento de capital é o proposto por Stein (1989), no qual o autor descreve o fenômeno de “*stock market myopia*” ou miopia do mercado de ações, o qual acontece em mercados caracterizados por assimetria informacional, e que mesmo com supostos gerentes perfeitamente racionais, o comportamento míope ocorreria. Segundo Stein (1989) esse efeito acontece quando a gestão da firma decide atender às expectativas do mercado em termos de retornos de curto prazo em detrimento da maximização do valor da firma no longo prazo. Dessa forma, a principal implicação desse efeito está no próprio desvio da gestão na criação de valor de longo prazo, o que traria consequências e levaria os executivos a fecharem o capital das firmas (STEIN, 1989), de forma a evitar a pressão do mercado de ações sobre os resultados de curto prazo.

O fechamento de capital também pode ser utilizado como uma defesa de aquisição das firmas. Essa estratégia visaria garantir a manutenção do cargo da gerência, e, dessa forma, fechar o capital seria uma defesa em última instância contra uma possível aquisição hostil, quando um comprador desejar conquistar ou preservar o controle de uma firma (LOWENSTEIN, 1985; SHLEIFER; VISHNY, 1988), impossibilitando um comprador de obter o controle da firma.

Dessa forma, foram descritos anteriormente fatores que podem motivar o fechamento de capital das firmas, que estão, de alguma forma, ligados também à decisão de abertura de capital. Além disso, as transações podem se dividir a partir de dois critérios distintos, resultando em categorias específicas. Os critérios que diferenciariam o processo de fechamento de capital seriam: a identidade do investidor que está tornando a empresa como privada; e o recurso utilizado para financiar a transação (MORRESI, 2018a).

Nesse sentido, o fechamento de capital ocorre com maior frequência a partir de duas principais formas. Considerando os recursos que vão financiar a operação, é comum que as ofertas sejam feitas por aquisições alavancadas ou *leveraged buyout* (LBO), ou seja, com recursos financiados por dívidas (MATOS, 2001). Por outro lado, ao se considerar a identidade do investidor, é comum que a transação seja realizada por um conjunto pequeno de investidores

que compõem a gestão da empresa adquirida, operação à qual se atribui o nome de *management buyout* (MBO). Ambas as modalidades de fechamento de capital serão tratadas a seguir.

A partir da década de 1960, começaram a surgir novas formas de organizações, com menos acionistas em mercado de capital aberto, nenhuma ação listada e negociada em bolsa, uso de dívida como principal fonte de capital, grandes instituições e empresários como principais agentes e compradores no mercado (JENSEN, 1989). A partir do estudo clássico de Michael Jensen (1989), dúvidas sobre o desenvolvimento do mercado foram levantadas, principalmente nos Estados Unidos. Segundo o autor a má conduta no mercado teria desencadeado, principalmente nos anos 1980, uma transformação das organizações, o que fez com que se tornasse importante discutir e estudar essas novas organizações, e dentre elas principalmente debater sobre uma das características mais comum nessas organizações, o *leveraged buyout* (LBO) ou aquisição alavancada.

Fidanza, Morresi e Pezzi (2018) destacam essas aquisições alavancadas como o método mais comum e mais importante para uma firma alcançar o fechamento de capital. Sob essa perspectiva, de acordo com Ahern e Weston (2007), os ganhos a partir da LBO seriam os mesmos de qualquer outro processo de fusão ou aquisição, como a diversificação, redução de riscos, menor custo de empréstimos e melhor capacidade de endividamento, ganhos de eficiência, dentre outros. Já segundo Masulis e Thomas (2009), as LBOs criam valor pois aprimoram a governança corporativa das firmas, levando a redução de custos de agência, uma vez que com a emissão da dívida, a gestão seria obrigada a despende os fluxos de caixa para seu pagamento, ao invés de alocar os recursos em investimentos que não apresentassem resultados positivos.

Morresi (2018b) destaca os benefícios fiscais que são obtidos por meio das transações de LBOs. Segundo o autor, empréstimos com proteção fiscal aumentariam o valor da transação, o que tornaria os juros dos novos empréstimos como benefícios a partir de sua dedutibilidade em termos fiscais. Vale ressaltar, que esses benefícios fiscais dependeriam do sistema tributário ao qual as firmas estão sujeitas, podendo gerar riqueza em LBOs.

Ainda com relação às LBOs, Matos (2001) destaca essa aquisição como um processo que envolve quatro etapas. A primeira etapa se refere ao levantamento de fundos pela firma, contraindo dívidas e apostando seus ativos como contraprestação em garantia. Na segunda fase ocorre a efetivação do processo de aquisição, com a compra das ações no mercado. A terceira etapa corresponde a implementação de mudanças na gestão da firma, com vistas a melhorar a eficiência da firma, sendo este uma das mais importantes justificativas para os recursos

utilizados na aquisição. Na quarta e última etapa é a fase em que os investidores podem optar pela reversão do LBO, de forma a abrir o capital da firma novamente, fazendo uma nova oferta de ações. Muscarella e Vetsuypens (1990) discutem esse fenômeno de reversão de LBOs e argumentam que essas estratégias ocorrem com o fato de algumas empresas se tornarem privadas com LBOs apenas com o intuito de abrir o capital novamente em um tempo posterior.

No contexto de um mercado de ações com informações assimétricas entre os gestores e os acionistas da firma, os gestores podem tentar se aproveitar da sua posição de benefício informacional e da subvalorização da firma. Essa estratégia é tipicamente buscada em *management buyouts* (MBOs) ou aquisições pela gestão. A partir dessa estratégia e dos modelos teóricos de Ross (1977), Leland e Pyle (1977) e Heinkel (1982) têm-se a ideia de que os gerentes são melhores informados do que os investidores externos sobre o valor intrínseco da firma. O trabalho de Schadler e Karns (1990) aponta esses conflitos de interesses entre os gestores que participam do processo de MBOs, tratando esses conflitos a partir da vertente de justiça, indicando critérios de eficiência e de imparcialidade que possam ser cumpridos nesse processo.

Elitzur, Halpern, Kieschnick e Rotenberg (1998) propõem que em muitos casos as MBOs ocorrem quando os gestores já possuem participações acionárias na firma antes da aquisição e estruturam essas transações a fim de aumentar sua participação. A partir disso, os autores desenvolvem um modelo sobre as decisões de um gestor, elencando os elementos principais para o modelo e explicando como o gestor opera na estruturação da compra e como essa estrutura influencia os esforços desse gestor no período pós aquisição.

Dessa forma, Elitzur *et al.* (1998) formalizam os argumentos do modelo ressaltando que uma MBO só ocorrerá se, após atendidas as restrições elencadas no estudo, a maximização da riqueza do gestor na firma com capital fechado for maior do que considerando sua riqueza no caso da firma com capital aberto. Elitzur *et al.* (1998) formalizam, então, a partir de uma série de modelos, o problema estratégico da gestão das firmas e explicam como um gerente pode tomar as decisões que envolvem a transação de uma MBO. De forma mais específica, os autores abordam a modelagem do processo de maximização da riqueza de um gestor considerando a firma de capital fechado, além de modelar a riqueza dos acionistas externos no período pós MBO. O modelo é desenvolvido considerando ainda a riqueza em um contexto de gestão de custos e da divisão do esforço da gestão entre a firma e outros empreendimentos. Assim, Elitzur *et al.* (1998) sugerem que o gestor terá possibilidades de melhor aproveitar seus esforços no futuro, o que, por sua vez, seria capaz de explicar o crescimento no desempenho no período pós aquisição.

Matos (2001) sintetiza o modelo de Elitzur *et al.* (1998), formalizando a conclusão a partir da riqueza esperada dos gestores e considerando também a riqueza e interesse dos acionistas externos, ou *outsiders*, destacando então, que a MBO deve ocorrer se: $\max w^{pr} \geq \max w^{pu}$, ou seja, se a maximização da riqueza da gestão for maior para a firma fechada do que aberta.

Dessa forma, neste item foi destacado e fornecido um resumo sobre os principais modelos teóricos sobre a transação de fechamento de capital das firmas. Destacou-se algumas das principais motivações para que essa operação ocorra e ainda os principais aspectos referentes à aquisição alavancada ou *leveraged buyout* e sobre a aquisição pela gestão ou *management buyout*.

3 FUNDAMENTOS EMPÍRICOS

Nesta seção são apresentadas evidências empíricas relacionadas ao fenômeno de fechamento de capital que, de acordo com Martinez e Serve (2017), tem sido pouco explorado na literatura corporativa comparativamente ao fenômeno reverso, isto é, de abertura de capital.

Considerando as particularidades institucionais presentes no Reino Unido, relacionadas ao processo de deslistagem das firmas, Pour e Lasfer (2013) analisaram as razões concernentes a decisão de 380 firmas que negociavam na *Alternative Investment Market* (AIM) ao optarem voluntariamente pelo fechamento do capital no período de 1995-2009. Especificamente, os autores testaram a hipótese de que as firmas que escolhem pela saída voluntária o fazem por não conseguirem obter financiamento no mercado de ações para reequilibrarem sua estrutura de capital, dado que para a realidade europeia uma das principais motivações para listagem na bolsa se dá pelo aumento no poder de barganha junto aos bancos que resulta em menores restrições financeiras e aumento na diversificação das fontes de financiamento que possibilita um reajuste na alavancagem financeira (POUR; LASFER, 2013). Além disso, os autores analisaram se é possível prever, no momento do *Initial Public Offering* - IPO, a probabilidade de fechamento das firmas, e se os acionistas de tais firmas têm ao longo do tempo o valor de suas ações destruídos. Os principais achados do estudo evidenciam que o fechamento de capital voluntário ocorre, em média, quatro anos após a data de inclusão no mercado e que não há como prever no momento do IPO a probabilidade de fechamento. Entretanto, as firmas que se tornam privadas são aquelas que no ato do IPO exibiam um nível de endividamento superior em relação a suas contrapartes. Complementarmente, os autores constataram que no decorrer de seu período de cotação na bolsa, as firmas mantiveram-se alavancadas e com uma estrutura de

propriedade altamente concentrada, não gerando, assim, proveito de sua cotação no tocante a criação de valor para si e para os acionistas.

Engel, Hayes e Wang (2007), Ayash e Schutt (2016) e Hu, Lin, Wong e Yu (2019) exploraram as dinâmicas do fechamento de capital das firmas listadas no mercado norte-americano.

Engel, Hayes e Wang (2007) investigaram o papel dos custos de divulgação das firmas para se manterem públicas que, conforme destacam Saito e Padilha (2015), têm sido uma questão considerada por especialistas e agentes de mercado como determinantes para o fechamento de capital das firmas. Especificamente, Engel, Hayes e Wang (2007) exploraram o impacto da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) nas decisões de fechamento de capital de 470 firmas norte-americanas entre 1998-2005. A SOX foi criada como uma resposta legislativa aos escândalos financeiros ocorridos no início dos anos 2000 relacionados a ilicitudes financeiras protagonizadas por grandes corporações nos Estados Unidos. Entre as obrigações abarcadas pela referida regulamentação, tem-se a obrigatoriedade de divulgações mais transparentes dos relatórios financeiros das firmas, que as obriga a implementar rigorosos controles internos, bem como certificações externas que forneçam validação às suas demonstrações financeiras. Dessa maneira, os autores partiram da premissa de que a SOX afeta as decisões de fechamento de capital das firmas, dada a elevação nos custos de divulgação. Em linhas gerais, os resultados encontrados corroboram com a premissa norteadora do estudo ao identificarem um aumento significativo no quantitativo de firmas fechando o capital no período posterior a promulgação da referida regulamentação em comparação com o período anterior. Além disso, os resultados demonstram que os custos de conformidade com a SOX são mais onerosos para firmas com menor nível de liquidez e menor porte.

Com base na perspectiva de que o fechamento de capital por meio de um processo de LBO acarreta ganhos de eficiência e de melhorias operacionais, dada a redução dos custos de agência (JENSEN, 1986) presentes em companhias públicas, Ayash e Schutt (2016) reexaminaram estudos que investigaram o desempenho das firmas posteriores ao processo de LBO, considerando as possíveis distorções contábeis capazes de afetar os resultados econômicos inconsistentes encontrados ao longo do tempo, que evidenciam uma melhora pós-LBO na primeira onda de aquisições no anos 1980-1990, e resultados mistos para a segunda onda de aquisições no período de 1990-2006. Para os autores, uma explicação para os resultados inconsistentes encontrados na literatura se dá, em partes, pelas mudanças ocorridas no processo de contabilização das transações de LBO ao longo do tempo. Adicionalmente, os autores

analisaram 183 processos de LBO nos Estados Unidos, já considerando as distorções contábeis e como resultado não encontraram evidências que reforçam a hipótese de Jensen (1986), segundo o qual uma aquisição dessa natureza acarretaria ganhos dada a redução dos conflitos e, conseqüentemente, redução dos custos de agência.

Ainda no contexto norte-americano, Hu *et al.* (2019) investigaram as razões para o crescente número de pedidos de desligamento voluntário das firmas chinesas nas principais bolsas de valores americanas, dado que manter ações negociadas em tais bolsas ainda é considerado um prestígio por companhias de todo o mundo dado o sistema legal e regulatório superior encontrado em tais mercados. Especificamente, as firmas chinesas possuem um incentivo de manter suas ações listadas nas bolsas americanas devido a exposição a investidores internacionais que podem se dispor a pagarem um prêmio para participarem dos crescentes mercados chineses. Entretanto, no período de 2011-2014, e em 2015, foi registrada uma onda de exclusão e privatização das firmas chinesas do mercado norte-americano. Partindo disso, os autores analisaram duas hipóteses para explicar tais fenômenos: subvalorização e as mudanças das políticas econômicas regulatórias do governo chinês.

Com base na hipótese de subvalorização, os autores partiram da premissa de que as fraudes contábeis protagonizadas por firmas chinesas no ano de 2010, comprometeram a confiabilidade dos valores reportados e, conseqüentemente, a disposição dos investidores em pagarem prêmios pelas ações das companhias chinesas. Outra hipótese proposta para explicar o aumento no fechamento de capital das firmas chinesas operantes na bolsa dos Estados Unidos, repousa nas mudanças econômicas e políticas do governo chinês que criaram incentivos para a repatriação de tais firmas em seus mercados domésticos. Os resultados encontrados pelos autores em suas análises empíricas, fornecem suporte para as duas hipóteses investigadas.

No contexto brasileiro, Saito e Padilha (2015) e Bortolon e Silva Junior (2015a, 2015b) investigaram os potenciais determinantes para a decisão das firmas brasileiras deslistarem suas ações da bolsa de valores.

Saito e Padilha (2015) investigaram os potenciais determinantes relacionados a decisão de 199 firmas fecharem o capital nos anos 1999 a 2013. Os principais achados revelam que a alta participação acionária sob a posse dos controladores, uma baixa rentabilidade e um reduzido nível de pagamento de dividendos atrelados a um maior fluxo de caixa livre se associam positivamente com a probabilidade de deslistagem das ações na bolsa. Além disso, os resultados apontam que as firmas deslistadas no período de análise tinham como característica

uma menor dependência do mercado de dívidas para se financiarem. Ademais, os custos de listagem e a liquidez não foram significativos.

No mesmo sentido de Saito e Padilha (2015), Bortolon e Silva Junior (2015a) analisaram os determinantes para 227 firmas brasileiras de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) que entraram em processo de deslistagem voluntária no período 2001-2012. Como resultado, os autores encontraram que uma maior concentração de propriedade e controle, um menor percentual de *free-float*, a maior disponibilidade de caixa e o tamanho da firma, foram determinantes para o pedido de cancelamento. Além disso, a identidade do acionista controlador da firma, se é uma firma de capital aberto ou fechado, mostrou-se significativa na análise dos determinantes. A variável liquidez (menor) foi determinante para decisão de fechamento de capital quando o acionista controlador é uma firma de capital fechado; já quando o acionista controlador é uma firma de capital aberto, a disponibilidade de caixa é o determinante mais relevante.

Por fim, agora considerando o papel da governança corporativa na decisão de fechamento de capital das firmas brasileiras, Bortolon e Silva Junior (2015b) investigaram o impacto de quatro dimensões da governança corporativa (estrutura de propriedade, ética e conflito de interesses, *disclosure*, conselho de administração) no processo de deslistagem de 86 companhias da B3, no período de 2008-2012. Para fins de comparabilidade, os autores selecionaram uma amostra com firmas semelhantes que no mesmo período mantiveram o capital aberto em bolsa. Conforme o esperado, os resultados demonstram que, quando as questões de governança são analisadas de modo amplo, as firmas que entraram em processo de deslistagem apresentam menores pontuações. Entretanto, no geral, a governança corporativa não se mostrou estatisticamente significativa para explicar o fenômeno de deslistagem.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente ensaio buscou realizar o exame das principais abordagens relacionadas às motivações referentes às decisões das firmas em retirarem seus títulos em negociação mercado de capitais, especificamente, as decisões de cunho voluntário. Foram apresentadas diferentes explicações teóricas para o fechamento de capital das firmas, bem como suas modalidades via aquisições alavancadas (LBO) e, também, a partir de aquisições orquestradas pelo grupo de gestores (MBO).

Observou-se que independente da fonte dos recursos que financiam as transações de fechamento de capital (em caso de LBOs) e da identidade do investidor (em casos de MBOs),

essas operações podem ser realizadas a partir de diferentes acordos legais, que englobariam diversas características do mercado, como a propriedade da firma, os investidores, o controle, a governança corporativa e, principalmente, os processos que envolvem a troca e disponibilidade de informações. Nesse sentido, a discussão teórica seguida pelo levantamento prático foi capaz de fornecer informações sobre as implicações empíricas relacionadas ao processo de decisão de fechamento de capital.

Com relação às LBOs, foi possível observar que essas aquisições alavancadas são capazes de gerar reflexos nas firmas tanto no curto quanto no longo prazo, de forma a abranger a estrutura de capital da firma, a propriedade e incentivos da gestão, as ações no mercado, a estrutura de propriedade, os aspectos fiscais e trazer alterações no desempenho e/ou eficiência das firmas.

As evidências empíricas analisadas nesta revisão, quando confrontadas com as postulações teóricas que visam explicar o processo de fechamento de capital das firmas são, em partes, condizentes. Sendo a governança corporativa (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015b) e os benefícios decorrentes do processo de LBO (AYASH; SCHUTT, 2016) apresentando evidências contrárias ao esperado.

Em relação ao resultado estatisticamente insignificante entre a governança corporativa e o fechamento de capital na pesquisa realizada no contexto brasileiro por Bortolon e Silva Junior (2015b), uma das possíveis razões que justifica o resultado pode ser o índice escolhido pelos autores para mensurar o nível de governança corporativa das firmas, bem como as particularidades do ambiente institucional brasileiro que difere dos países desenvolvidos por questões regulamentais e econômicas. Quanto aos resultados encontrados por Ayash e Schutt (2016) no mercado norte-americano, tem-se a necessidade de atentar-se para a construção das variáveis das quais se utilizam nos estudos para que assim os resultados possam ser comparáveis.

Diante das exposições realizadas neste estudo, fica evidente a necessidade de se realizarem estudos para entender o comportamento das firmas com relação ao fechamento de capital, de forma a fornecer insights sobre a idiosincrasia do mercado de capitais.

Ressalta-se que este estudo não teve por objetivo o esgotamento das questões teóricas ou empíricas sobre o fechamento de capital das empresas, mas apenas o intuito de trazer discussões e gerar reflexões sobre as principais motivações e formas sob as quais este fenômeno ocorre. Dessa forma, futuras pesquisas podem aferir e analisar a aplicabilidade dos modelos teóricos

aqui tratados, ou ainda outros, tanto no mercado brasileiro quanto estrangeiro, a fim de trazer resultados que auxiliem nesse entendimento sobre o mercado.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. The market for lemons. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488–500, 1970.

AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. Asset pricing and the bid-ask spread. **Journal of Financial Economics**, v. 17, n. 2, p. 223-249, 1986.

AYASH, Brian; SCHÜTT, Harm. Does going private add value through operating improvements?. **Journal of Corporate Finance**, v. 40, p. 192-215, 2016.

BARTH, Mary E.; KONCHITCHKI, Yaniv; LANDSMAN, Wayne R. Cost of capital and earnings transparency. **Journal of Accounting and Economics**, v. 55, n. 2-3, p. 206-224, 2013.

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.

BOOT, Arnoud WA; GOPALAN, Radhakrishnan; THAKOR, Anjan V. Market liquidity, investor participation, and managerial autonomy: why do firms go private?. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 2013-2059, 2008.

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, p. 140-153, 2015.

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. 97-124, 2015.

BRAU, James C.; FRANCIS, Bill; KOHERS, Ninon. The choice of IPO versus takeover: Empirical evidence. **The Journal of Business**, v. 76, n. 4, p. 583-612, 2003.

BRENNAN, Michael J.; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Investment analysis and price formation in securities markets. **Journal of Financial Economics**, v. 38, n. 3, p. 361-381, 1995.

BUSHEE, Brian J.; LEUZ, Christian. Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC bulletin board. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 2, p. 233-264, 2005.

CHEMMANUR, Thomas J.; FULGHIERI, Paolo. A theory of the going-public decision. **The Review of Financial Studies**, v. 12, n. 2, p. 249-279, 1999.

COLLER, Maribeth; YOHN, Teri Lombardi. Management forecasts and information asymmetry: An examination of bid-ask spreads. **Journal of Accounting Research**, v. 35, n. 2, p. 181-191, 1997.

DASILAS, Apostolos; GROSE, Chris. The wealth effects of public-to-private LBOs: Evidence from Europe. **International Review of Financial Analysis**, v. 58, p. 179-194, 2018.

DIAMOND, Douglas W.; VERRECCHIA, Robert E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, 1991.

DOIDGE, Craig; KAROLYI, G. Andrew; STULZ, René M. The US left behind? Financial globalization and the rise of IPOs outside the US. **Journal of Financial Economics**, v. 110, n. 3, p. 546-573, 2013.

ELITZUR, Ramy et al. Managerial incentives and the structure of management buyouts. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 36, n. 3, p. 347-367, 1998.

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.

FAZZARI, Steven; HUBBARD, R. Glenn; PETERSEN, Bruce C. Financing constraints and corporate investment. **Brookings Papers on Economic Activity**, p. 141-206, 1988.

FIDANZA, B. The Decision to Delist: International Empirical Evidence. In: FIDANZA, B.; MORRESI, O.; PEZZI, A. **The Decision to Delist from the Stock Market: Theory and Empirical Evidence of Going Private**. Springer, 2018.

FIDANZA, B.; MORRESI, O.; PEZZI, A. **The Decision to Delist from the Stock Market: Theory and Empirical Evidence of Going Private**. Springer, 2018.

GAO, Xiaohui; RITTER, Jay R.; ZHU, Zhongyan. Where have all the IPOs gone?. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 48, n. 6, p. 1663-1692, 2013.

GLEASON, Kim; PAYNE, Bruce; WIGGENHORN, Joan. An empirical investigation of going private decisions of US firms. **Journal of Economics and Finance**, v. 31, p. 207-218, 2007.

GRULLON, G.; LARKIN, Y.; MICHAELY, R. The disappearance of public firms and the changing nature of U.S. Industries. **Working paper**, 2015.

HEINKEL, Robert. A theory of capital structure relevance under imperfect information. **The Journal of Finance**, v. 37, n. 5, p. 1141-1150, 1982.

HU, Gang et al. Why have many US-listed Chinese firms announced delisting recently?. **Global Finance Journal**, v. 41, p. 13-31, 2019.

IBBOTSON, Roger G.; JAFFE, Jeffrey F. “Hot issue” markets. **The Journal of Finance**, v. 30, n. 4, p. 1027-1042, 1975.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

KAMAR, Ehud; KARACA-MANDIC, Pinar; TALLEY, Eric. Going-private decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A cross-country analysis. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 25, n. 1, p. 107-133, 2009.

LEHN, Kenneth; POULSEN, Annette. Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. **The Journal of Finance**, v. 44, n. 3, p. 771-787, 1989.

LELAND, Hayne E.; PYLE, David H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371-387, 1977.

LEUZ, Christian. Was the Sarbanes–Oxley Act of 2002 really this costly? A discussion of evidence from event returns and going-private decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 44, n. 1-2, p. 146-165, 2007.

LOWENSTEIN, Louis. Management buyouts. **Columbia Law Review**, v. 85, p. 730, 1985.

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.

MARTINEZ, Isabelle; SERVE, Stéphanie. Reasons for delisting and consequences: A literature review and research agenda. **Journal of Economic Surveys**, v. 31, n. 3, p. 733-770, 2017.

MASULIS, Ronald W.; THOMAS, Randall S. Does Private Equity Create Wealth-The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance. **The University of Chicago Law Review**, v. 76, p. 219, 2009.

MATOS, J. A. **Theoretical foundations of corporate finance**. Princeton University Press, 2001.

MAUPIN, Rebekah J.; BIDWELL, Clinton M.; ORTEGREN, Alan K. An empirical investigation of the characteristics of publicly-quoted corporations which change to closely-held ownership through management buyouts. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 11, n. 4, p. 435-450, 1984.

MERTON, Robert C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. **The Journal of Finance**, v. 42, n. 3, p. 483-510, 1987.

MITCHELL, Mark L.; MULHERIN, J. Harold. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. **Journal of Financial Economics**, v. 41, n. 2, p. 193-229, 1996.

MORRESI, O. (2018a). Facts, Figure and Theory. In: FIDANZA, B.; MORRESI, O.; PEZZI, A. **The Decision to Delist from the Stock Market: Theory and Empirical Evidence of Going Private**. Springer, 2018.

MORRESI, O. (2018b). Leveraged Buyouts, Going Dark and the Change of the Trading Venue. In: FIDANZA, B.; MORRESI, O.; PEZZI, A. **The Decision to Delist from the Stock Market: Theory and Empirical Evidence of Going Private**. Springer, 2018.

MUSCARELLA, Chris J.; VETSUYPENS, Michael R. Efficiency and organizational structure: A study of reverse LBOs. **The Journal of Finance**, v. 45, n. 5, p. 1389-1413, 1990.

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.

RITTER, Jay R. The "hot issue" market of 1980. **Journal of Business**, p. 215-240, 1984.

ROSS, Stephen A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. **The Bell Journal of Economics**, p. 23-40, 1977.

ROULSTONE, Darren T. Analyst following and market liquidity. **Contemporary Accounting Research**, v. 20, n. 3, p. 552-578, 2003.

SAITO, Richard; PADILHA, Marco Tulio Clivati. Por que as empresas fecham o capital no Brasil?. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 2, p. 200-250, 2015.

SCHADLER, Frederick P.; KARNS, Jack E. The unethical exploitation of shareholders in management buyout transactions. **Journal of Business Ethics**, v. 9, p. 595-602, 1990.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal Of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

STEIN, Jeremy C. Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 104, n. 4, p. 655-669, 1989.

SUBRAHMANYAM, Avanidhar; TITMAN, Sheridan. The going-public decision and the development of financial markets. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 3, p. 1045-1082, 1999.

YOSHA, Oved. Information disclosure costs and the choice of financing source. **Journal of Financial Intermediation**, v. 4, n. 1, p. 3-20, 1995.

ZINGALES, Luigi. Insider ownership and the decision to go public. **The Review of Economic Studies**, v. 62, n. 3, p. 425-448, 1995.