



Revista de Administração e Contabilidade

Volume 11, número 1

Feira de Santana, janeiro/abril 2019, p.97 – 117

ISSN: 2177-8426

Legitimidade no Mercado de Ações: Análise dos processos de baixa de registro das Empresas Brasileiras junto à BM&FBovespa no período de 2007-2016

Legitimacy in the Stock Market: Analysis of the deregistration process of Brazilian Companies with BM&FBovespa for the period 2007-2016

**Magno Oliveira Ramos
José Hilton Santos Aguiar**

RESUMO

O estudo buscou analisar o comportamento dos processos de baixa de registro junto à BM&FBovespa no período de 2007 a 2016. Sabe-se que as empresas que negociam na bolsa de valores exercem grande influência na sociedade, pois, desta forma, legitimam suas ações. A listagem em bolsa propicia maior desenvolvimento da empresa e da própria sociedade, além de ser sinônimo de confiança e credibilidade. Por outro lado, qualquer empresa listada pode ter seu registro baixado por vários motivos. Para atender o propósito deste estudo incorporou-se, ao modelo estatístico, a análise descritiva, o teste de hipótese não paramétrico do qui-quadrado, bem como a análise de conteúdo dos pareceres de baixa de registro. A amostra não probabilística foi formada por 187 companhias com registro baixado na BM&FBovespa nos últimos dez anos. As informações necessárias foram extraídas do sítio eletrônico da BM&FBovespa e da Receita Federal do Brasil, como também do aplicativo Economática® e do Sistema de Divulgação Externa da Comissão de Valores Mobiliários. Os resultados permitem identificar tendências no processo de baixa de registro na bolsa, tais como os setores econômicos mais afetados, a solvência das empresas e o contexto em que estão inseridas. As consequências são preocupantes, uma vez que a listagem em bolsa muitas vezes está relacionada com uma maior rentabilidade. Como sugestão para futuras pesquisas, é válida a iniciativa de incluir variáveis tanto financeiras como de mercado ao modelo de análise.

Palavras-Chave: Mercado de ações. Registro na bolsa. Legitimidade. Regulação.

ABSTRACT

The study aimed to analyze the behavior of the record low processes at BM & FBovespa from 2007 to 2016. It is known that the companies trading on the stock exchange have great influence in society, because in this way, legitimize their actions. The listing on the stock exchange provides greater development of the company and society itself, and is synonymous with trust and credibility. On the other hand, any listed company may have its registration downloaded for several reasons. To meet the purpose of this study was incorporated, the statistical model, the descriptive analysis, nonparametric hypothesis test of chi-square, and the content analysis of deregistration opinions. The non-probabilistic sample was comprised of 187 companies with downloaded record in the BM & FBovespa in the last ten years. The necessary information was taken from the website of the BM & FBovespa and the Federal Revenue of Brazil, as well as the Economática® application and system of the Securities and Exchange Commission External Disclosure. The results allow us to identify trends in record low process in the bag, such as the most affected economic sectors, the solvency of the companies and the context in which they operate. The consequences are worrying, since the listing on the stock exchange is often related to higher profitability. As a suggestion for future research is valid initiative to include both financial variables and market to the analysis model.

Keywords: Stock market. Registration purse. Legitimacy. Regulation.

1 INTRODUÇÃO

O atual cenário econômico indica que a competição faz parte da vida diária das organizações. Consoante a este quadro, tem-se o fato dos *stakeholders*, principalmente os acionistas, necessitarem de informações tempestivas e úteis, que os permitam tomar decisões corretas, atingir os objetivos e vislumbrar perspectivas para o futuro. Por conseguinte, a permanência das empresas na bolsa de valores é fundamental e imprescindível, sobretudo num mundo globalizado e sustentado na economia capitalista (LEHN; POULSEN, 1989).

O mercado de capitais, por meio da bolsa de valores, tem se afirmado e assumido um papel cada vez mais relevante no seio das organizações. Sabe-se que a bolsa de valores surgiu devido à crescente necessidade, por parte das grandes empresas, de assegurar competitividade, principalmente para a captação de recursos para financiar os investimentos realizados por elas, bem como aumentar seu resultado, com ênfase na credibilidade dos registros contábeis (ANTUNES et al., 2008).

No contexto nacional e internacional negociar na bolsa de valores tem exercido tamanha influência na sociedade, pois é uma forma das organizações legitimarem suas ações. Este mercado tem ajudado a impulsionar o desenvolvimento das organizações e, de certa forma, contribui para o estabelecimento da ordem socioeconômica mundial. Na visão dos acionistas e demais interessados nas informações contábeis, qualquer empresa listada em bolsa tem seu capital valorizado (BERNSTEIN, 1992). Desta forma, é imprescindível que o investidor esteja atento para saber a real situação do registro da empresa junto à bolsa de valores. De fato, a listagem da empresa em bolsa é sinônimo de confiança e credibilidade.

Por outro lado, para o mercado de capitais, a continuação da empresa na bolsa é extremamente relevante, afinal propicia maior desenvolvimento deste mercado e da própria

sociedade. Entretanto, qualquer empresa listada em bolsa pode decidir fechar o seu capital ou ter seu registro baixado por diversos motivos. Por isso é importante que o investidor saiba o que pode acarretar em uma dessas situações. Por exemplo, no ano de 2013, para se ter uma ideia, sete empresas deixaram a BM&FBovespa, entre elas a Amil. E no ano de 2012, vinte e sete empresas fecharam seu capital, incluindo companhias reconhecidas como a Camargo Córrea (BM&FBOVESPA, 2016).

Para que as companhias zelem pelo mercado de ações e conseqüentemente mantenham sua credibilidade, favorecendo o desenvolvimento econômico, é imprescindível que estas realizem suas funções de forma a não permitir quaisquer tipos de incertezas quanto a sua integridade, com legitimação de sua atuação (DEEDS; MANG; FRANSEN, 2004). Por isso, elas devem se tornar aceitáveis perante a sociedade. Diante desse contexto, observa-se que, apesar da existência dos órgãos e das normas regulamentadoras, não há como eliminar integralmente a ocorrência de eventos, tais como falhas, manipulações e até mesmo fraudes nas companhias. Nesse diapasão, a ação dos órgãos reguladores tem tido papel fundamental no sentido de reduzir a ocorrência desses eventos.

Diante disso, este estudo tem como propósito analisar as motivações dos processos de baixa de registro das empresas junto à BM&FBovespa, no período de 2007-2016. Para alcançar tal propósito, foi desenvolvida uma pesquisa empírica, elaborada por meio de dados das empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa. O estudo partiu do seguinte problema: Qual o comportamento dos processos de baixa de registro das empresas na BM&FBovespa nos últimos dez anos? Já o objetivo foi analisar o comportamento dos processos de baixa de registro das empresas na BM&FBovespa, ao longo dos dez últimos anos.

Estudos dessa natureza contribuem para melhor se compreender os principais aspectos que levam as grandes corporações a terem seus registros baixados no mercado de ações. Também, demonstram a profundidade do tema, ante aos inúmeros escândalos envolvendo grandes empresas, consideradas até então legítimas, em virtude de descumprimentos de normas e da ocorrência de problemas internos e externos. Aludem, ademais, para efetivação, ainda maior, das ações educativas e/ou de fiscalização executadas por parte dos órgãos reguladores. Acrescentando, os achados da pesquisa podem contribuir para se observar características específicas e/ou homogêneas nas empresas baixadas junto a BM&FBovespa, tais como o setor econômico mais afetado, a solvência e o contexto em que estão inseridas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 INTERVENÇÃO REGULATÓRIA DO MERCADO DE AÇÕES

De acordo com o Penteadó (2003), o mercado de capitais é caracterizado pela transferência de fundos entre emprestadores (poupadores) e tomadores (produtores) de forma eficiente. Neste aspecto, existe uma inter-relação entre emprestadores e tomadores, com o fim de obter recursos e vantagens no mercado. No que tange ao mercado de ações, Bernstein (1992), ao se referir a tal mercado, faz referência a este como sendo mais do que um simples lugar onde os negociadores compram e vendem pedaços de participação em companhias.

Acrescentando, o mesmo autor ainda fala que esse mercado constitui muito mais do que um meio para dar vazão a poupanças, ou então uma fonte de financiamento para

empresas que procuram por mais recursos. Além disso, ele ainda fala que o mercado de ações vai além de um instrumento para avaliar as companhias gigantes. Afinal, é também muito mais do que um meio para transformar ativos fixos em uma forma líquida que possa ser convertida em dinheiro. De fato, Bernstein (1992) salienta que o mercado de ações, por conter características singulares, não poderia ser uma dessas coisas sem ser cada uma delas, igualmente

O mercado de ações é dividido em dois segmentos: o mercado primário, quando as ações de uma empresa são emitidas diretamente ou através de uma oferta pública, e o mercado secundário, no qual as ações já emitidas são comercializadas através da bolsa de valores (FORTUNA, 2008). Assim, este último constitui foco central de muitos investidores e demais *stakeholders*. Desde então, já é consenso considerar a bolsa de valores no Brasil como uma realidade que começa a fazer parte das aplicações de muitos brasileiros, apesar de ainda incipiente, em relação a mercados mais desenvolvidos como o norte americano.

Ademais, Cooper e Keim (1983) traçaram a preferência dos investidores norte-americanos pelas informações advindas do mercado financeiro, uma vez que encontram as informações de que necessitam, sem precisar manusear os relatórios, com uma maior confiabilidade e redução de custos de capitais. De fato, eles percebem que a SEC (*US Securities and Exchange Commission*) e seus regulamentos estão integrados com o sistema financeiro. Essa preferência também é resultado da suposição de que o mercado é eficiente, se auto-regulando. Produz-se, então, um efeito favorável tanto na integridade como na credibilidade do processo de investimento, e as companhias têm seus custos de capital reduzido, com ganho de legitimidade e confiança.

Em se tratando do ambiente de atuação das companhias abertas brasileiras, foram criados órgãos reguladores, com intuito de manter a solidez do mercado de ações. Neste rol de órgãos normatizadores, no âmbito do Estado brasileiro, tem-se a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que disciplina o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas, assim classificados, as companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores. Adicionalmente, em conjunto com a CVM, a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa) atua na fiscalização do mercado de valores mobiliários, com vistas a fortalecer sua integridade. Age como órgão auxiliar da CVM, no que concerne à regulação dos mercados da bolsa, fazendo, então, a autorregulação de todos os mercados da BM&FBovespa (SIQUEIRA, 2010).

Devido às suas particularidades, o mercado de ações brasileiro tem sido marcado por mudanças na cultura dos investidores, inclusive com a expansão do universo de investidores individuais nos últimos anos. Realmente, no Brasil é importante destacar, além da evolução da regulamentação do mercado de capitais, a atuação da autorregulação da BM&FBovespa, em especial à implantação de segmentos diferenciados de listagem. Neste cenário, a companhia que negocia em bolsa de valores, mediante registro prévio, estabelece sua credibilidade frente à sociedade, cada vez mais exigente e fiscalizadora. Sendo assim, as companhias tendem a tornar-se legítimas mediante diversas práticas, como, por exemplo, a manutenção de seu registro na bolsa de valores.

2.2 CONTEXTO DA TEORIA DA LEGITIMIDADE

Considerando-se a ótica do institucionalismo organizacional, a legitimidade vem sendo referenciada como o conceito mais importante (DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008; SCOTT, 1995).

Pela Teoria da Legitimidade, sabe-se que as organizações são parte do sistema social. Portanto, as organizações existem porque a sociedade as considera legítimas, ou seja, a sociedade confere-lhes um estado de legitimidade (ROSSONI; SILVA, 2011). A ideia de legitimidade está diretamente associada com o conceito de contrato social. Eugênio (2010) nos diz que ela foi construída sobre as bases da teoria da política econômica. Desta maneira, a legitimidade é consequência da interpretação das ações a partir de sua comparação com valores socialmente legitimados (ROSSONI; SILVA, 2011). Suchman (1995) apresenta a legitimidade como sendo a percepção ou pressuposição generalizada de que as ações de uma entidade são desejáveis ou então apropriadas, tendo em vista algum sistema socialmente construído de normas, valores, crenças e definições.

Segundo Habermas (1988) apud Silva (2007), a legitimidade depende da ordem legal, do direito discursivo e do poder democrático institucionalizado. Para que essa ordem tenha validade social e seja efetivamente legítima, ela necessita ser elaborada conforme as leis (constituição, legislação comum); as normas de sua aplicação (administração pública); e as formas de seu controle (judiciário), levando-se em conta as vias argumentativas que caracterizem os discursos teóricos, éticos e práticos. Em relação ao potencial efeito da legitimidade no aumento da estabilidade das empresas, Scott (1995) discorre que, por via de regra, a posição das empresas no mercado acionário, através do comportamento de suas ações, faz com que estas adquiram maior estabilidade com menor risco de seus ativos.

Dias Filho (2009) diz que a Teoria da Legitimidade deriva da Teoria dos Contratos, pois se baseia na ideia de que existe um contrato entre as organizações e a sociedade em que elas operam. Esse contrato é construído em conformidade com o sistema de crenças e valores vigentes. Por isso que as organizações estariam sempre procurando estabelecer congruência entre suas atividades e as expectativas da sociedade.

Deste modo, podemos afirmar que as organizações empreendem esforços para se tornarem entes socialmente responsáveis. Há uma busca constante por expectativas de aceitação perante os cidadãos. Conforme Eugênio (2010), a divulgação de informação social e ambiental pode ser vista como uma técnica de legitimar a atividade da empresa. O objetivo seria dar a conhecer o que a empresa realiza em matéria de proteção ambiental e apoio à sociedade. Sendo assim, sua atividade se tornaria mais legítima. Uma vez que as organizações necessitam funcionar e seguir estratégias para permanecerem em operação, o “contrato social” firmado entre a organização e a sociedade precisa ser cumprido. Dias Filho (2009), exorta que tal contrato possui expectativas implícitas e explícitas. As exigências e restrições impostas pelos mecanismos legais são consideradas explícitas, já as expectativas não contempladas por leis representam os termos implícitos.

As práticas contábeis sob a perspectiva da Teoria da Legitimidade extrapolam a função da Contabilidade em apoiar o processo decisório, pois sua aplicação auxilia os agentes inseridos no campo organizacional a entender seu papel no processo de legitimação da entidade. Além disso, ajuda a entender como se pode contribuir para que as práticas contábeis possam ser reconhecidas como cumpridora dos valores defendidos pela sociedade (DIAS FILHO, 2009).

O trabalho de Filho e Costa (2012) enfatiza o caráter social da Contabilidade e a influência exercida pela mesma no ambiente em que ela atua. Com isso, se torna cada vez mais relevante que os pesquisadores no Brasil analisem o ambiente legal e a formação do ambiente contábil. O objetivo é reconhecer não apenas as condições legais aplicadas a este ambiente contábil, mas, principalmente, a relação com aspectos ligados à legitimidade e à legalidade das práticas organizacionais.

2.3 BREVE HISTÓRIO DAS EMPRESAS COM REGISTRO BAIXADO NA BOLSA NOS ÚLTIMOS ANOS E A LEGITIMIDADE

Ao longo da história, diversas foram as ocorrências de escândalos envolvendo grandes empresas, que, amiúde, corroboraram para a baixa do registro junto à bolsa, marcando profundamente a atividade delas e, conseqüentemente, sua legitimidade. Destarte, tais escândalos têm ocasionado situações como incorporação, fusão e até mesmo falência, rompendo com a visão tradicional acerca da confiança e legitimidade dessas grandes empresas perante a sociedade.

Recentemente, tem-se em evidência o caso da Baesa Energética, que, de acordo com dados divulgados pela BM&FBovespa, cancelou o registro de companhia aberta em maio deste ano, e não mais negocia no mercado de ações. Igualmente, a REC 844 Empreendimentos e Participações também deixou de ser uma companhia aberta, em fevereiro deste ano (BM&FBOVESPA, 2016). Além disso, outros casos de grande repercussão no mercado de ações têm sido relatados, como os ocorridos na Parmalat e no Unibanco.

Em nível internacional, vale ressaltar o caso da empresa americana Enron, considerada líder no mundo em distribuição de energia elétrica. Este fato é constantemente citado pela relevância assumida nos trabalhos que fazem alusão às fraudes contábeis, escândalos financeiros corporativos e falências de empresas. A companhia foi alvo de várias denúncias de fraudes contábeis e fiscais, que efetivou o pedido de concordata em dezembro de 2001 (MURCIA; BORBA, 2005).

Na época, as investigações revelaram que a Enron havia manipulado seus balanços, com a ajuda de empresas e bancos. Com isso, o governo dos Estados Unidos abriu dezenas de investigações criminais contra executivos da Enron. A empresa foi também processada pelas pessoas lesadas. Executivos e contadores, assim como instituições financeiras e escritórios de advocacia, que à época trabalhavam para a companhia foram, de alguma forma e em diferentes graus, responsáveis pela quebra da empresa (MURCIA; BORBA, 2005). Deste modo, a Enro teve seu registro baixado junto à SEC, entidade que regula o mercado de capitais nos Estados Unidos.

Já a Parmalat, no Brasil, pediu concordata em 2003, tendo em vista que os investidores expuseram possíveis fraudes na companhia, que posteriormente se confirmaram. Eles processaram a empresa, seus bancos e auditores por causa da implosão da companhia (VELOSO et al., 2015). Isso resultou na baixa do registro da empresa na BM&FBovespa em 2010. Conforme assevera Dantas, Chaves e Carvalho (2011), a Parmalat fraudou as transações contábeis, se utilizando dos paraísos fiscais, com intuito de obtenção de vantagens fiscais, sobretudo relacionadas aos impostos, muito provavelmente com práticas que configuram o fenômeno da lavagem de dinheiro.

A baixa de registro representa o fim de um ciclo na vida de uma companhia aberta. Para os acionistas minoritários pode significar um enorme pesadelo. Os sócios controladores querem reduzir ao máximo o investimento necessário para recomprar as ações em circulação no mercado. E os minoritários esperam receber um preço justo pelos papéis que irão vender. Trata-se de um momento em que os interesses desalinham-se facilmente. E os conflitos de agência são inevitáveis (AURONEN, 2003). Outrossim, Rossoni e Silva (2010) concluíram que, diante deste cenário, a legitimidade é um importante fator de explicação do desempenho de empresas de capital aberto. Estes autores argumentam ainda que as

diferentes origens da legitimidade condicionam o desempenho das empresas listadas na bolsa, a partir do seu valor de mercado.

Neste ínterim, a listagem no mercado de ações funciona como uma espécie de certificação de boa conduta corporativa das organizações, bem como um atributo para a sua credibilidade perante a sociedade, legitimando suas operações, afinal o próprio mercado de ações contém regras socialmente aceitas, e também é legitimado. Por outro lado, as empresas se preocupam muito com sua imagem e reputação. Sendo assim, a listagem na bolsa de valores assegura competitividade e crescimento organizacional, desde que ela use de critérios pré-estabelecidos. Ainda, segundo Rossoni e Silva (2010) o uso de critérios dentro das organizações, socialmente legítimos, está diretamente relacionado com maior valorização das organizações.

2.4 BAIXA DE REGISTRO EM BOLSA: MOTIVAÇÕES

Atualmente, para proceder na baixa de registro de companhia aberta, se a companhia não detiver ações negociadas em bolsa, deve comprovar, então, que não há outros valores mobiliários em circulação, que os mesmos foram resgatados, venceram ou que todos os seus titulares no mercado concordam com a baixa do registro. Caso ainda tenha ações em bolsa, além dos requisitos citados, deve realizar uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) para retirar esses papéis (SAITO; PADILHA, 2015).

No Brasil, tendo em vista as mudanças na legislação internacional, com a promulgação da Lei Sarbanes Oxley (SOX), é notável as diversas iniciativas para fortalecer o mercado de ações. Camargos e Barbosa (2003) descrevem os esforços empreendidos tanto por instituições governamentais, como a CVM, quanto privadas, como a BM&FBovespa, com objetivo de melhorar o funcionamento do mercado de capitais, com aumento da confiança e transparência, além de legitimá-lo e legitimar as companhias que dele participam.

Para fechar seu capital, após o processo decisório, a empresa depende da publicação do edital, em seguida esperar entre 30 a 45 dias para realizar o leilão. Depois, a instituição financeira apresenta o resultado da operação à bolsa e à CVM, que cancela o registro. A partir daí, a CVM tem 15 dias úteis para deferir ou indeferir o pedido de cancelamento (CVM, 2016).

De acordo com normas da CVM, o preço justo, valor pelo qual as ações serão compradas pelo ofertante, deve ser estabelecido por meio de um laudo de avaliação da companhia, que é feito por uma empresa com experiência comprovada na área. O laudo que fixa o preço justo é feito com base em três critérios: o preço médio de cotação das ações nos últimos 12 meses; o valor econômico da companhia, calculado com base nos indicadores como seu fluxo de caixa e o valor do patrimônio líquido por ação da companhia. Como o preço justo é formado por essas três variáveis, ele pode ser maior ou menor do que a cotação atual da ação na bolsa. Contudo, o preço da oferta pode ser superior ao da sua cotação.

Os motivos para a saída da empresa da bolsa, com baixa de seu registro, são diversos. Alguns revelam uma estratégia bem pensada. Contudo, pode indicar crises internas dentro da instituição, e até mesmo fenômenos com falência, incorporação, concordata, etc. Estudos relacionados com as razões pelas quais as empresas deixam o mercado de ações e baixam seu registro na bolsa origina-se de eventos que dizem respeito a conflitos de agência. Neste contexto, Jensen e Meckling (1976) apud Lopes (2004) discorreram que nem sempre o agente atuará em prol de melhores interesses do principal, por uma série de fatores, tais

como incompetência, negligência e má fé do agente. Desta forma, Lehn e Poulsen (1989) asseveram que, com o cancelamento do registro junto à bolsa, o acionista é favorecido devido à mitigação de problemas de agência relacionados ao fluxo de caixa livre, por exemplo.

Outro motivo para saída da empresa da listagem da bolsa diz respeito à busca por maior liquidez nos ativos. De fato, ao saírem da bolsa as empresas tendem a apresentar ativos mais líquidos (GLEASON; PAYNE; WIGGENHORN, 2007). Outrossim, autores como Kieschnick (1998) afirmam que o interesse no fluxo de caixa livre seja um determinante significativo, em virtude dos prêmios pagos para fechar o capital da empresa, como também é a busca pela redução da carga tributária. Em suma, de algum modo, a baixa do registro na bolsa denota uma forma de realinhar a propriedade e controle, ou seja, os interesses entre agente e principal e retrata a busca por melhor conjuntura dentro da empresa.

Adicionalmente, Saito e Padilha (2015) relataram que, os custos que dizem respeito à manutenção da empresa operando em bolsa, têm adquirido uma importância enorme nos estudos sobre as razões que levam as empresas a cancelarem sua listagem na bolsa. Destarte, para se manter negociando em bolsa, uma companhia, frequentemente, incorre em custo de auditoria externa, de publicações de demonstrações financeiras, de área de relações com investidores, de divulgação de informações, entre outros. Se junta ainda o fato de algumas empresas encontrarem-se no fenômeno da subvalorização das ações, em períodos que antecedem o fechamento do capital (RENNEBOOG; SIMONS; WRIGHT, 2007).

2.5 ESTUDOS RECENTES NO BRASIL SOBRE BAIXA DE REGISTRO NA BOLSA

Em termos de pesquisa no Brasil, as de maiores relevâncias foram realizadas por Padilha (2014) e Saito e Padilha (2015). Ambos os trabalhos investigaram, a partir de uma amostra de 119 empresas, que se deslistaram voluntariamente no período de 1999 a 2013, as principais razões que as levaram a deixar a bolsa. Segundo estes estudos, no ano que antecede o fechamento, as empresas já apresentam destacada concentração de participação acionária dos controladores, menor alavancagem financeira, além de menor nível de distribuição de dividendos e menor retorno sobre ativos.

Afirmam ainda que uma das hipóteses que pode explicar tal constatação é de que a empresa pode apresentar resultados piores para depreciar a ação e concluir a OPA de maneira mais barata (PADILHA, 2014; SAITO; PADILHA, 2015). Deveras, estes estudos classificaram em quatro grupos as razões para deslistagem, ou seja, uma classificação de casos de fechamento de capital por tipo de evento. Sendo assim, identificaram-se quatro eventos: deslistagem voluntária, reestruturação societária, cancelamento de ofício e situação especial.

Entretanto, não separou por motivo de baixa de registro junto a BM&FBovespa, sobretudo com descrição daqueles mais relevantes. Também, não identificou os setores econômicos mais afetados, nem a solvência das empresas. Se junta ainda o fato de, no Brasil, ainda há certa carência de estudos nesta área. Tampouco que relacione a listagem da empresa na bolsa com a forma de legitimar suas ações.

Ante o exposto, considerando que a listagem em bolsa de valores representa uma das potencialidades para a imagem das empresas, aliado ao fato de, através dela, se realizarem, com transparência e em local adequado, negociações de compras e vendas de ações, a legitimidade ganha importância num contexto de conflitos entre agentes. Portanto, empiricamente, o diferencial deste estudo, em relação aos dois citados, é que consiste na

análise descritiva de variáveis qualitativas nominais, na aplicação do teste de hipótese não paramétrico do qui-quadrado para analisar a associação entre elas, bem como no uso da análise de conteúdo dos pareceres de baixa de registro na bolsa.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

A presente pesquisa classifica-se, quanto aos objetivos, como descritiva. Já no que se refere aos procedimentos, trata-se de um estudo documental, porque também analisa dados de processos de baixa de registro de companhias listadas na BM&FBovespa nos últimos dez anos. No que tange à abordagem do problema, o mesmo foi classificado como quali-quantitativo, tendo em vista que se apoderou da análise de conteúdo, de teste de hipóteses e da estatística descritiva para a análise dos dados.

Marques et al (2010) afirmam que a técnica de análise de conteúdo é fundamental na compreensão de características não quantitativas, principalmente àquelas oriundas de documentos textuais. Todavia, neste estudo a referida técnica foi utilizada para descrever os motivos dos processos de baixa de registro na bolsa mais comuns. Ademais, o trabalho se sustentou na estatística descritiva, cuja abordagem consiste na utilização de tabelas, quadros e gráficos, no sentido de demonstrar as características de uma amostra ou fenômeno (MAGALHÃES; LIMA, 2008).

POPULAÇÃO E AMOSTRA

No tocante à amostra utilizada, a mesma foi extraída de uma população de 504 companhias que tiveram seus registros baixados junto à BM&FBovespa. As empresas que não apresentaram dados suficientes para efetuar as análises no período delimitado pela pesquisa foram excluídas, perfazendo uma amostra não probabilística formada por 187 companhias, com registro baixado na BM&FBovespa entre 2007 a 2016, ou seja, um período de dez anos.

PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS

Os dados utilizados, concernentes à amostra, foram secundários, extraídos do sítio eletrônico da BM&FBovespa por meio do caminho “Produtos”, “Listados a vista e derivativos/ações”, “Empresas com listagem cancelada no mercado de bolsa”. Quando da análise dos processos resultantes da pesquisa anteriormente descrita, apenas para as companhias com registro cancelado nos últimos dez anos, realizou-se consultas em cada um dos processos, a fim de coletar os dados referentes aos mesmos, tais como: motivo de baixa de registro, detalhamento do motivo de baixa de registro, data de baixa do registro, data da efetivação do registro e CNPJ.

Já a análise de conteúdo dos processos de baixa foi efetuada por meio dos pareceres, com descrição dos principais motivos que levaram à baixa de registro junto à BM&FBovespa. As informações relativas à atividade econômica principal desenvolvida pelas empresas, bem como referentes ao sub-ramo de atuação, foram obtidas através de consulta ao aplicativo Economática®, que reúne informações financeiras, contábeis e econômicas das empresas de capital aberto brasileiro. Em seguida, confrontou-se tais informações com as do cartão CNPJ, oriundas do sítio da Receita Federal do Brasil.

Já os dados referentes ao ativo e passivo circulantes, ativo realizável a longo prazo e passivo não circulante foram obtidos por meio do Sistema de Divulgação Externa (Divext) da

CVM. A variável índice de liquidez da companhia foi calculada a partir da razão entre a soma do ativo circulante com o realizável em longo prazo e a soma entre o passivo circulante com o passivo não circulante $[(\text{ativo circulante} + \text{ativo realizável em longo prazo})/(\text{passivo circulante} + \text{passivo não circulante})]$, criando-se uma nova variável.

HIPÓTESES DA PESQUISA

Delineou-se os seguintes testes de hipóteses, com intuito de predizer relações entre as variáveis da amostra e as tendências dos processos de baixa das empresas junto a BM&FBovespa:

H₁: Existe associação entre o motivo de cancelamento de registro na BM&FBovespa com a atividade econômica da companhia.

H₂: Existe associação entre o motivo de cancelamento e ano de cancelamento de registro na BM&FBovespa.

H₃: Existe associação entre ano de cancelamento de registro na BM&FBovespa com atividade econômica da companhia.

As hipóteses acima descritas serão testadas aplicando-se as técnicas da estatística não-paramétrica, por meio do teste do qui-quadrado para independência ou associação. Essas técnicas não exigem suposições quanto à distribuição da variável populacional. Outrossim, os testes não-paramétricos são extremamente interessantes para análise de dados qualitativos. Como o próprio nome sugere, a estatística não-paramétrica independe dos parâmetros populacionais e de suas respectivas estimativas (PEREIRA; KIRSTEN; ALVES, 1980).

Os métodos não-paramétricos podem ser aplicados a uma ampla diversidade de situações, porque não exigem populações distribuídas normalmente. Assim, ao contrário dos métodos paramétricos, os métodos não-paramétricos podem freqüentemente ser aplicados a dados não-numéricos, como acontece neste trabalho (BRUNI, 2012).

Por sua vez, o teste do qui-quadrado para independência ou associação foi escolhido tendo em vista ser útil para análise de variáveis qualitativas, como é o caso deste estudo. Por fim, o software estatístico SPSS 19.0 (*Statistical Package for the Social Sciences*) foi usado para realizar todas as análises da pesquisa.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A partir dos resultados encontrados, verificou-se que no período considerado houve um número relevante de empresas que tiveram registro baixado na bolsa nos anos de 2011 e 2012. A crise econômica mundial da época pode ter contribuído para tal fato. Sendo que em 2011 identificou-se o maior número, pois 31 empresas tiveram registro baixado. Isso representa quase 15% das empresas canceladas na bolsa nos últimos dez anos. Em relação ao ano corrente (2016), até o momento, temos 8 empresas com registro baixado. Na figura 1 pode-se visualizar o número de companhias com registro baixado desde 2007, em relação ao total de empresas baixadas durante estes dez anos.

Em relação ao motivo de baixa de registro, apenas uma empresa deixou de ser uma companhia estrangeira e teve seu registro cancelado. Entretanto, entre os motivos mais comuns, deixar de ser companhia aberta, foi o mais frequente, com 109 registros. Isso quer dizer que as empresas tiveram registro cancelado pelo fato de não serem mais de capital aberto, ou seja, deixarem de cumprir os pré-requisitos necessários de uma companhia que

negocia em bolsa. Tal motivação é diferente daquela em que a companhia solicita, a pedido, o cancelamento de seu registro na bolsa. Vê-se que, ao sair da bolsa por descumprimento de pré-requisitos fundamentais, a empresa, de certa forma, não será bem vista pelos acionistas. Uma repercussão na legitimidade dela perante a sociedade pode se desenvolver, pois critérios pré-determinados que configure uma companhia aberta podem não estar sendo cumpridos.

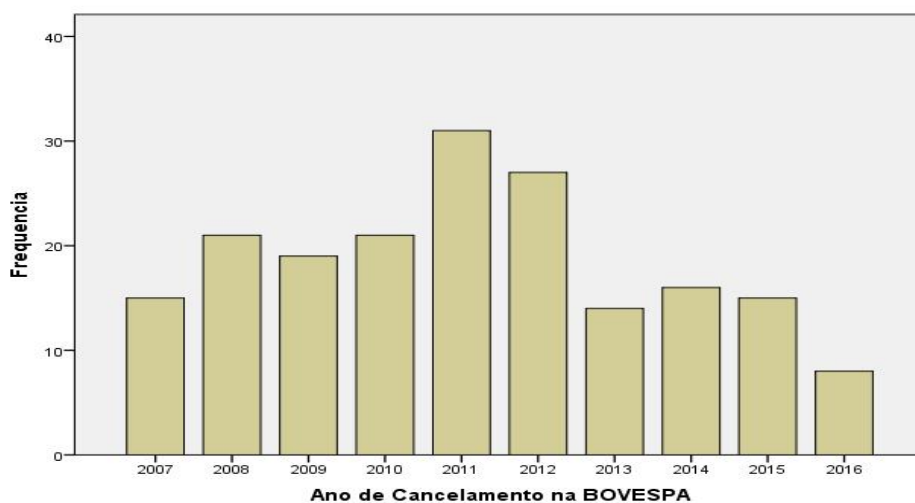
O cancelamento por solicitação, durante estes dez anos, representou 1,07% do total das motivações para cancelamento na bolsa. A incorporação também motivou o cancelamento de registro na bolsa, com 56 ocorrências desde 2007. Vale destacar, ainda, que duas companhias tiveram registro cancelado pelo fato de decretarem falência. Enquanto que efetuar a fusão foi motivo de cancelamento de registro para apenas uma empresa, no decorrer destes dez últimos anos. Os motivos de cancelamento na bolsa podem ser bem visualizados na tabela 1.

Tabela 1 – Frequência de motivos de cancelamento de registro na BM&FBovespa, nos últimos dez anos

| MOTIVO DE CANCELAMENTO | FREQUÊNCIA | % |
|---|------------|---------------|
| 1. Cancelamento de registro de companhia estrangeira | 1 | 0,53 |
| 2. Cancelamento registro de companhia aberta | 109 | 58,29 |
| 3. Cisão | 1 | 0,53 |
| 4. Consolidação | 1 | 0,53 |
| 5. Falência | 2 | 1,07 |
| 6. Falta de atualização do registro perante a BM&FBovespa | 11 | 5,88 |
| 7. Fusão | 1 | 0,53 |
| 8. Incorporação | 56 | 29,95 |
| 9. Liquidação extrajudicial decretada pelo Banco Central | 1 | 0,53 |
| 10. Mudou registro para Mercado de Balcão Organizado | 2 | 1,07 |
| 11. Solicitação (a pedido) | 2 | 1,07 |
| TOTAL | 187 | 100,00 |

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016.

Figura 1 – Frequência de empresa com registro cancelado na BM&FBovespa, nos últimos dez anos



Fonte: Dados da Pesquisa, 2016.

Quando se analisa os motivos de cancelamento de registro no decorrer dos últimos dez anos, observa-se que deixar de ser uma companhia aberta e a incorporação foram fenômenos que sempre estiveram presentes em todos os anos, diferente dos demais motivos que nem sempre estiveram presentes.

Por outro lado, analisando-se as atividades econômicas mais afetadas pelo processo de baixa de registro em bolsa na amostra considerada, constata-se que os setores de telecomunicações, energia elétrica e construção foram os mais prejudicados, conforme descrito na tabela 2. Vale salientar que a atividade econômica “outras” diz respeito àquelas empresas elencadas pelo software Economática® em que se desenvolvem atividades pouco frequentes e são constituídas predominantemente pelas empresas de *holding*. Apesar de representarem quase 34% das atividades econômicas, a categoria “outras” abrange várias atividades econômicas, e optou-se por considerá-la a parte, conforme tabela 3.

Tabela 2 – Frequência das atividades econômicas afetadas nos processos de baixa na BM&FBovespa, nos últimos dez anos

| ATIVIDADE ECONÔMICA | FREQUÊNCIA | % |
|-------------------------------|------------|-------|
| 1. Agrícola e Pesca | 1 | 0,53 |
| 2. Alimentos e Bebidas | 13 | 6,95 |
| 3. Comércio | 7 | 3,74 |
| 4. Construção | 12 | 6,42 |
| 5. Eletroeletrônicos | 5 | 2,67 |
| 6. Energia Elétrica | 13 | 6,95 |
| 7. Máquinas Industriais | 1 | 0,53 |
| 8. Mineração | 3 | 1,60 |
| 9. Minerais Não Metálicos | 4 | 2,14 |
| 10. Papel e Celulose | 1 | 0,53 |
| 11. Petróleo e Gás | 7 | 3,74 |
| 12. Química | 11 | 5,88 |
| 13. Siderúrgica e Metalúrgica | 11 | 5,88 |
| 14. Software e Dados | 4 | 2,14 |
| 15. Telecomunicações | 15 | 8,02 |
| 16. Têxtil | 8 | 4,28 |
| 17. Transporte e Serviços | 4 | 2,14 |
| 18. Veículos e Peças | 4 | 2,14 |
| 19. Outras | 63 | 33,69 |

| | | |
|--------------|-----|-------|
| TOTAL | 187 | 100,0 |
|--------------|-----|-------|

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016.

Já na tabela 3, abaixo indicada, pode-se constatar que, considerando-se as “outras” atividades econômicas desenvolvidas pelas empresas da amostra, as de *holding* representaram maior frequência que as demais. Tais empresas são sociedades não operacionais, cujo patrimônio é composto por ações de outras companhias. Sua constituição fundamenta-se no fato de exercerem o poder de controle ou então na participação relevante em outras companhias, visando constituir uma coligação. Comumente, essas sociedades de participação acionária não praticam operações comerciais, mas apenas a administração de seu patrimônio.

Quando exerce o controle, a *holding* tem uma relação de dominação com as suas controladas, que serão suas subsidiárias (CARVALHOSA, 2009). Elas são prontamente registradas em bolsa, e mais visadas pelos investidores nas compras de ações. Por este motivo estão mais presentes na BM&FBovespa e susceptíveis à baixa de registro.

Tabela 3 – Frequência das “outras” atividades econômicas afetadas nos processos de baixa na BM&FBovespa, nos últimos dez anos

| OUTRAS ATIVIDADES ECONÔMICAS | FREQUÊNCIA | % |
|-------------------------------------|-------------------|--------------|
| 1. <i> Holding</i> | 30 | 47,6 |
| 2. Seguradora | 3 | 4,8 |
| 3. Medicina em Grupo | 1 | 1,6 |
| 4. Educação | 2 | 3,2 |
| 5. Curtimento de Couro | 1 | 1,6 |
| 6. Banco Múltiplo | 11 | 17,5 |
| 7. Leasing | 1 | 1,6 |
| 8. Hotel | 3 | 4,8 |
| 9. Administradora de Cartão | 2 | 3,2 |
| 10. Fabricação de Armas de Fogo | 1 | 1,6 |
| 11. Securitização | 5 | 7,9 |
| 12. Transporte Aéreo | 3 | 4,8 |
| TOTAL | 63 | 100,0 |

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016.

Em se tratando da liquidez das companhias, notou-se um comportamento singular, no tocante à sua distribuição. Os índices de liquidez mostram a situação financeira da empresa. De fato, revela quanto a empresa possui em caixa e a realizar para quitar suas dívidas com terceiros. Por isso, quanto maior o índice, melhor (SILVA, 2006). Na análise, obteve-se um valor máximo de 14.298,95 para a empresa *Tig Holding* e mínimo de 0,00 para as empresas *Bombрил Holding* e *Pró Metalurgia*. Conforme Silva (2006), empresas com índice de liquidez elevado demonstram capacidade de honrar seus deveres e compromissos, principalmente se fossem encerrar as atividades. Do contrário, índice de liquidez baixo pode indicar sérios problemas.

Pelos dados da amostra, nota-se que, em linhas gerais, as empresas possuem liquidez baixa. Vale dizer que o índice de liquidez mais freqüente foi de 0,28 e, portanto, bastante baixo. Além disso, 48,6% das empresas apresentaram índice de liquidez menor que 1,00. Isso significa que quase metade das empresas com registro baixado na bolsa não possuem condições de sanar suas obrigações com terceiros, já que não têm sequer 1,00 unidade de ativos circulante e realizável a longo prazo para cada 1,00 unidade de passivos circulante e

não circulante. A tabela 4 indica os cinco piores e cinco melhores índices de liquidez apresentados pelas empresas, bem como as atividades econômicas associadas a cada índice.

Tabela 4 – Frequência dos cinco piores e cinco melhores índices de liquidez geral das empresas com registro baixado na BM&FBovespa e atividades econômicas relacionadas

| CINCO PIORES ÍNDICES | % | ATIVIDADES ECONÔMICAS |
|------------------------|------|---|
| 0,00 | 1,09 | Outras(<i> Holding</i>) e Siderúrgica/Metalúrgica |
| 0,01 | 1,09 | Outras (Banco Múltiplo) e Comércio |
| 0,03 | 0,55 | Eletroeletrônicos |
| 0,05 | 1,09 | Têxtil e Siderúrgica/Metalúrgica |
| 0,09 | 0,55 | Outras (Hotelaria) |
| CINCO MELHORES ÍNDICES | % | ATIVIDADES ECONÔMICAS |
| 14.298,95 | 0,55 | Outras (<i> Holding</i>) |
| 293,87 | 0,55 | Telecomunicações |
| 131,76 | 0,55 | Outras (Banco Múltiplo) |
| 126,42 | 0,55 | Outras (<i> Holding</i>) |
| 95,52 | 0,55 | Outras (Banco Múltiplo) |

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016.

Ao se testar a hipótese de associação entre o motivo de cancelamento de registro na BM&FBovespa e a atividade econômica da companhia, ficou evidente que não há associação, pois o valor do qui-quadrado foi igual a 122,87, com um nível de significância igual a 1,00. Desta forma, a hipótese de associação entre estas duas variáveis foi descartada. Também, a associação entre o motivo de cancelamento e o ano de cancelamento de registro na BM&FBovespa mostrou-se inexistente, com o valor do qui-quadrado igual a 106,14, com um nível de significância igual a 0,11.

Ademais, nenhuma associação foi estabelecida entre ano de cancelamento de registro na BM&FBovespa com a atividade econômica da companhia, tendo em vista que o valor do qui-quadrado foi igual a 178,95, com um nível de significância igual a 0,17. A tabela 5 contém os resultados do teste do qui-quadrado para a amostra examinada. Para a existência de associação entre as variáveis qualitativas o nível de significância deveria ser menor igual a 0,05 (Sig \leq 5%).

A presença de associação nestas variáveis qualitativas indicaria que, de alguma forma, uma delas interfeririam na outra, sugerindo que o aparecimento de uma delas corroboraria com o surgimento da outra e vice-versa. Contudo, comprovou-se, pelo teste do qui-quadrado, que as três variáveis qualitativas não estão inter-relacionadas, e o surgimento de uma delas, necessariamente, não tem relação com o surgimento da outra.

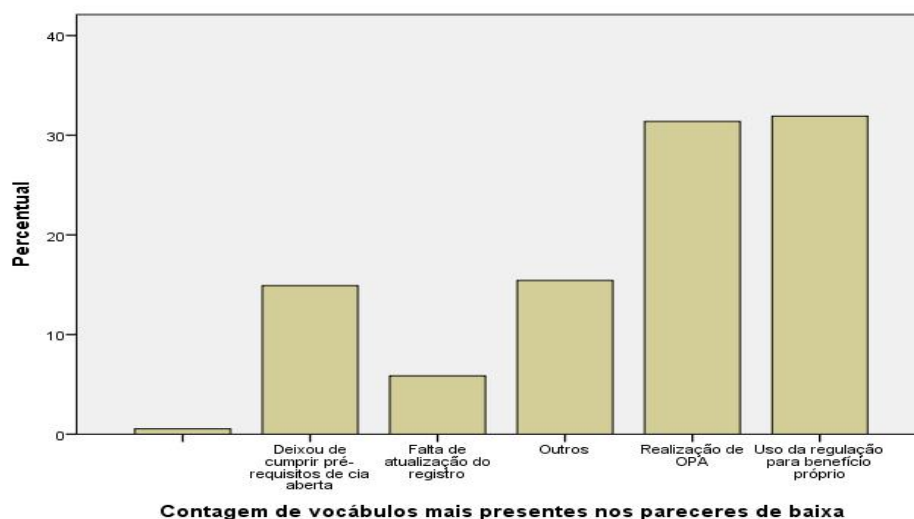
Tabela 5 – Resultados do teste de associação do qui-quadrado entre variáveis qualitativas nominais

| TESTE DO QUI-QUADRADO | | | |
|--|--------|------------------------|----------------------------|
| ASSOCIAÇÃO TESTADA | VALOR | NÍVEL DE SIGNIFICÂNCIA | RESULTADO |
| Motivo de cancelamento de registro x atividade econômica | 122,87 | 1,00 | Inexistência de associação |
| Motivo de cancelamento x ano de cancelamento de registro | 106,14 | 0,11 | Inexistência de associação |
| Ano de cancelamento de registro x atividade econômica | 178,95 | 0,17 | Inexistência de associação |

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016.

A partir da análise da quantidade de palavras utilizadas em cada parecer de baixa de registro, foi possível perceber a menção de pontos significativos no decorrer destes documentos, ao longo do período analisado, principalmente no que tange aos pré-requisitos para ser uma companhia aberta. A figura 2, apresentada a seguir, apresenta os termos mais comumente apresentados nos pareceres de processo de baixa junto a BM&FBovespa ao longo do período analisado. Estes termos foram agrupados em quatro categorias, a saber: realização de OPA, uso da regulação para benefício próprio, falta de atualização do registro e deixou de cumprir pré-requisitos de companhia aberta. A categoria “outros” abrange os demais termos pouco comuns nos pareceres de baixa de registro na bolsa.

Figura 2 – Percentual de vocábulos mais comuns presentes nos pareceres de baixa de registro na BM&FBovespa, nos últimos dez anos.



Fonte: Dados da Pesquisa, 2016.

Desta forma, no tocante aos pareceres de processos de baixa de registro junto a BM&FBovespa nestes dez últimos anos, os mais comuns relataram que a companhia praticou OPA. Segundo os pareceres, caso a companhia não tenha ações negociadas em bolsa, deve comprovar que não há outros valores mobiliários resgatados, e que todos os seus titulares no mercado concordam com o cancelamento de requisitos anteriores. Examinando-se os pareceres, considerando-se o exercício de 2014, cinco empresas realizaram OPAs para recomprar seus papéis no mercado, enquanto apenas uma realizou oferta inicial de ações.

Em seguida, outro episódio muito frequentemente, descrito pela maioria dos pareceres, foi o uso da regulação para benefício próprio da empresa. Neste caso, fenômenos como a incorporação, motivada por interesses regulatórios para benefício particular, foram marcantes. De fato, os pareceres que discutiram sobre a incorporação foram unânimes em afirmar que esta tem ganhado preferência, devido à regulamentação cada vez mais atuante e benéfica para a empresa incorporada. Além disso, argumentaram que a incorporação é menos dispendiosa que os demais motivos que levam ao cancelamento de registro na bolsa. Outros fenômenos como fusão, cisão e consolidação também foram originados pelos mesmos motivos que a incorporação, de acordo com os pareceres. Assim, as empresas se

utilizam da regulamentação no sentido de satisfazer suas diversas necessidades, como as de caráter tributário, por exemplo.

A menção da falta de atualização do registro perante a BM&FBovespa também foi frequente nos pareceres. Segundo estes as empresas deixaram de atualizar dados que as configuram como companhias abertas, e que negociam no mercado de ações. A manutenção de registro atualizado é muito relevante, sobretudo na ótica dos investidores e demais *stakeholders*. Por outro lado, é consenso, para alguns, que a bolsa perdeu atratividade para as empresas por questões macroeconômicas que inviabilizaram as ofertas de ações. Este contexto leva a um ambiente fértil para que as empresas deixem de negociar no mercado de ações, solicitando, por iniciativa própria, a baixa de registro na bolsa.

Se antes as incorporações geravam polêmica e descontentamento, hoje como a regulamentação impossibilitou que cancelamentos de registro por motivos diversos fossem práticas constantes, as incorporações passaram a ganhar a preferência pela sua praticidade. Assim, visto que as incorporações permitem maior consolidação de vários setores da economia, se mostram menos dispendiosas que os demais motivos de baixa de registro na bolsa de valores.

O descumprimento de normas da CVM e da BM&FBovespa fizeram com que algumas empresas perdessem o *status* de companhia aberta. Neste aspecto, visando proteger os investidores, alguns pareceres fizeram alusão ao fato de muitas companhias não atenderem aos requisitos da Lei 6.404/64 e alterações posteriores. Como por exemplo, em especial, a publicação dos demonstrativos financeiros conforme padrões pré-estabelecidos, que facilita a compreensão das atividades da empresa por parte de potenciais investidores.

Entretanto, a manutenção do registro em bolsa não é somente um elo entre a companhia e a sociedade em que ela está inserida. Mas, amiúde, ressalta que todas as divulgações periódicas da empresa estão legitimadas, com o intuito de manter a credibilidade perante os mercados nos quais ela atua (EUGÊNIO, 2010). Neste cenário, a análise traz evidências de que os pareceres tendem a realçar conteúdos que impactam na legitimidade das empresas perante a sociedade e o mercado. Pois, ao mencionar tais vocábulos, os pareceres demonstram preocupação com as práticas das companhias e sua relação com a sociedade; o que foi muito visível no período observado.

Os resultados obtidos por meio dos testes estatísticos, da análise de conteúdo e das análises descritivas, corroboram com a cultura de que é fundamental para uma empresa a listagem na bolsa de valores, como uma forma de legitimar suas ações, e amiúde solucionar conflitos de agência, mesmo considerando as exigências legais do mercado de ações. Ratifica, similarmente, que negociar na bolsa é indispensável para viabilizar a capitalização das companhias. Permite que elas aumentem sua produção, sem onerar seus custos, sem dívidas e sem sustentar a inflação. É importante realçar que os resultados obtidos são válidos para a amostra escolhida, de modo que eles respondem ao que se propôs no início do estudo. Todavia, este trabalho faz alusão para a necessidade de futuras pesquisas para complementar as implicações aqui dispostas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi analisar o comportamento dos processos de baixa de registro das empresas na BM&FBovespa, ao longo dos dez últimos anos. Com intuito de atender aos propósitos definidos, foram constituídos testes de estatística descritiva, análise de conteúdo, além de três testes de hipótese não paramétricos. Para que fosse possível

aceitar ou rejeitar cada uma dessas hipóteses, os dados foram submetidos ao teste do qui-quadrado para independência ou associação. Espera-se que a associação entre variáveis qualitativas possa estabelecer um indicativo do comportamento e o perfil das empresas pós cancelamento de registro na bolsa. Pelos achados, as variáveis qualitativas denominadas: motivo de cancelamento de registro, ano de cancelamento de registro e atividade econômica não estão associadas entre si.

Não obstante, os resultados encontrados nos testes de estatística descritiva e na análise de conteúdo dos pareceres de baixa demonstram a profundidade do tema, ante aos inúmeros escândalos envolvendo grandes empresas, consideradas até então legítimas, em virtude do descumprimento de normas, levando aos conflitos de agência. Exortam, ainda, para a concretização de ações tanto educativas como de fiscalização executadas por parte dos órgãos reguladores. Adicionalmente, os achados da pesquisa permitem identificar tendências nos processos de baixa de registro na BM&FBovespa, tais como os setores econômicos mais afetados, a solvência das empresas, bem como o contexto em que estão inseridas.

Neste ínterim, *verbi gratia*, os anos de 2011 e 2012 foram os que mais apresentaram empresas com registro baixado na BM&FBovespa. Muito provavelmente, a crise econômica mundial que abalou o mundo durante este período pode ter contribuído para a deslistagem das empresas na bolsa, com conseqüente baixa de registro. Para o primeiro semestre deste ano, já se percebe que as empresas do setor econômico energia elétrica apontam como supostas afetadas pela baixa de registro na bolsa, representando uma tendência acentuada.

De antemão, tendo em vista os resultados baseados nos índices de liquidez, notou-se que muitas companhias deixaram a desejar no que tange à solvência. Tal fato é preocupante, uma vez que as empresas não mais operaram em bolsa, e a listagem nela muitas vezes está relacionada com uma maior rentabilidade. A imagem e reputação das empresas podem estar sendo prejudicadas, repercutindo no cenário em que estão inseridas e na sua conjectura diante da sociedade. No entanto, a capacidade de solvência de uma companhia depende ainda da observação de outros fatores como fluxo de caixa, estrutura de capital, resultados financeiros, perspectivas setoriais e conjuntura macroeconômica; não levados em consideração neste trabalho. Contudo, o estudo revelou que as empresas com registro baixado, praticamente a sua totalidade, apresentaram índice de liquidez muito baixo, e metade delas com liquidez abaixo de 1,00.

No que se diz respeito à Teoria da Legitimidade, o trabalho realçou a importância que as organizações devem dar a sua imagem e reputação, especialmente no tocante à manutenção de registro perante a bolsa. De fato, os processos de baixa de registro compreendidos no período de 2007-2016 atestam que a continuidade da empresa, operando em bolsa, pode repercutir positivamente na sua legitimidade. Em contra partida, os resultados complementam os trabalhos realizados por Padilha (2014) e Saito e Padilha (2015) por considerar os setores econômicos mais afetados, a solvência das empresas, as principais motivações para baixa de registro na bolsa e a utilização de variáveis qualitativas no modelo.

Uma limitação do estudo decorre da utilização, em sua maioria, de variáveis qualitativas nominais para análise dos processos de baixa de registro em bolsa: motivo de cancelamento de registro, ano de cancelamento de registro e atividade econômica. As variáveis escalares ativo e passivo circulantes, ativo realizável a longo prazo, passivo não circulante e índice de liquidez foram utilizadas como coadjuvantes nas análises dos dados.

Desta forma, é válida a iniciativa de realizar futuras pesquisas considerando a inclusão de variáveis tanto financeiras como de mercado no modelo de análise.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, G. A. et al. *Empresas Estatais Federais e Empresas do Novo Mercado da BOVESPA: um estudo comparativo acerca da qualidade da informação contábil utilizando dados em painel*. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE DA USP. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2008.

AURONEN, L. Asymmetric information: theory and applications. *Paper presented in the seminar of strategy and International Business at Helsinki University of Technology*, may 21 21st 2003.

BERNSTEIN, P. L. *Capital Ideas: the improbable origins of modern wall street*. New York: The Press, 1992.

BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO - BM&FBOVESPA. *Dados das empresas que negociam em bolsa de valores*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 31 abr. 2016.

BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO - BM&FBOVESPA. *Empresas com registro baixado na BM&FBovespa*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 31 abr. 2016.

BRUNI, A. L. *SPSS: guia prático para pesquisadores*. São Paulo: Atlas, 2012.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 2, p.17-38, 2003.

CARVALHOSA, M. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM (Brasil). *Informações sobre companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/companhias/companhias.html>>. Acesso em: 31 jun. 2016.

COOPER, K.,; KEIM, G. D. The economic rationale for the nature and extent of corporate financial disclosure regulation: a critical assessment. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 2, n. 3, p. 189–205, 1983.

DANTAS, J.; CHAVES, S.; SILVA, M.; CARVALHO, R. Determinações de refazimento/republicação de demonstrações financeiras pela CVM: o papel dos auditores independentes. *Revista Universo Contábil*, Blumenau, ano 3, v. 7, p. 45-64, 2011.

DEEDS, D. L.; MANG, P. Y.; FRANSEN, M. L. The influence of firms and industries legitimacy on the flow of capital into high-technology ventures. *Strategic Organization*, ano 2, v. 1, p. 9-34, 2004.

DEEHOUSE, D. L.; SUCHMAN, M. *Legitimacy in organizational institutionalism*. In: GREENWOOD, R.; OLIVER, C.; SAHLIN-ANDERSSON, K.; SUDDABY, R. (Eds.). *The Sage Handbook of Organizational Institutionalism*. London: Sage. 2008.

DIAS FILHO, J. M. Novos delineamentos teóricos em contabilidade. In: FILHO, J. R. F.; LOPES, J.; PEDERNEIRAS, M. (Org.). *Estudando Teoria da Contabilidade*. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

EUGÊNIO, T. Avanço na divulgação de informações social e ambiental pelas empresas e a Teoria da Legitimidade. *Revista Universo Contábil*, Blumenau, ano 2, v. 6, n.1, p. 102-118, 2010.

FILHO, E. R. G.; COSTA, M. Contabilidade e institucionalismo organizacional: fundamentos e implicações para a pesquisa. *Revista Contabilidade e Controladoria*, Curitiba, v. 4, p. 20-41, 2012.

FORTUNA, E. *Mercado financeiro: Produtos e serviços*. 17 ed.. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

GLEASON, K.; PAYNE, B.; WIGGENHORN, J. An empirical investigation of going private decisions of U.S. firms. *Journal of Economics and Finance*, v. 31, n. 2, p. 207-218, 2007.

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

LEHN, K.; POULSEN, A. free cash flow and stockholder gains in going private. Transactions. *The Journal of Finance*, v. 44, n. 3, p. 771-787, 1989.

LOPES, A. B. *A Teoria dos Contratos, governança corporativa e contabilidade*. In: LOPES, A. B.; IUDÍCIBUS, S. de. (Org.). *Teoria Avançada da Contabilidade*. 1. ed. São Paulo: Atlas, v. 1, 2004.

MAGALHÃES, M. N.; LIMA, A C. P. de. *Noções de probabilidade e estatística*. 6 ed. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2008.

MARQUES, V. A. et al. O impacto dos fatos relevantes no mercado de capitais: um estudo dos fatos publicados pelas empresas participantes do novo mercado do segmento Bovespa. *Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão*, v. 5, n. 10, p. 22-33, 2010.

MURCIA, F.; BORBA, J. Um estudo das fraudes contábeis sob duas óticas: jornais econômicos versus periódicos acadêmicos no período de 2001-2004. *Revista de Contabilidade do*

Mestrado em Ciências Contábeis da Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, ano, 10, n. 2, p. 99-114, 2005.

PADILHA, M. T. C. *Por que as empresas fecham o capital no Brasil?* 2014. 72p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Escola de Administração de Empresas, Fundação Getulio Vargas, São Paulo.

PENTEADO, M. A. de B. *Uma avaliação estatística da análise gráfica no mercado de ações brasileiro à luz da teoria dos mercados eficientes e das finanças comportamentais*. 2003. 124p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

PEREIRA, W.; KIRSTEN, J. T.; ALVES, W. *Estatística para as ciências sociais*. São Paulo: Saraiva, 1980.

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*, v. 13, n. 7, p. 591-628, 2007.

ROSSONI, L.; SILVA, C. L. M. da (*in memoriam*). Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da bolsa de valores de São Paulo. In: ANPAD 2010. Rio de Janeiro.

ROSSONI, L.; SILVA, W. M. da. Nos limites da legitimidade: uma análise do risco no mercado de capitais brasileiro. In: ANPAD 2011, V Encontro de Estudos em Estratégia. Porto Alegre.

SAITO, R.; PADILHA, M. T. C. Por que as empresas fecham o capital no Brasil? *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, ano 3, v. 13, p. 200-250, 2015.

SCOTT, W. R. *Institutions and organization: ideas and interests*. 3 ed. Thousand Oaks: Sage, 1995.

SILVA, J. P. da, *Análise financeiras das empresas*, 8 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, M. A. *Análise da Regulação Contábil: um ensaio à luz da Teoria Tridimensional do Direito, da Teoria Normativa da Contabilidade e do gerenciamento da informação contábil, numa perspectiva interdisciplinar*. 2007. 183p. Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial) – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro.

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

SUCHMAN, M. C. Managing legitimacy: strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, ano 20, v. 3, p. 571-610, 1995.

VELOSO, A. C. C. et al. de. *Auditando os auditores: motivações dos processos contra auditores junto a Comissão de Valores Mobiliários no período de 2007-2013*. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE DA USP. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2015.