

UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DE PERNAMBUCO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA MESTRADO EM CONTROLADORIA

DANIEL WILLIAM CAMPOS COELHO

FATORES DO (DES)USO DE CONTROLES INTERNOS: UMA AVALIAÇÃO DE GOVERNANÇA EM COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO

RECIFE

2026

DANIEL WILLIAM CAMPOS COELHO

**FATORES DO (DES)USO DE CONTROLES INTERNOS: UMA AVALIAÇÃO DE
GOVERNANÇA EM COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria da Universidade Federal Rural de Pernambuco (UFRPE), como requisito para obtenção do título de Mestre em Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Adilson Celestino de Lima

RECIFE

2026

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Sistema Integrado de Bibliotecas da UFRPE
Bibliotecário(a): Auxiliadora Cunha – CRB-4 1134

C672f Coelho, Daniel William Campos.
Fatores do (des)uso de controles internos: uma avaliação de governança em companhias de capital aberto / Daniel William Campos Coelho. - Recife, 2026.
164 f.; il.

Orientador(a): Adilson Celestino de Lima.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal Rural de Pernambuco, Programa de Pós-Graduação em Controladoria, Recife, BR-PE, 2026.

Inclui referências e apêndice(s).

1. Deslistagem . 2.
Governança corporativa . 3.
Controle administrativo interno . 4. Compliance 5.
Triangulação . I. Lima, Adilson Celestino de, orient.
II. Título

CDD 658.151

DANIEL WILLIAM CAMPOS COELHO

**FATORES DO (DES)USO DE CONTROLES INTERNOS: UMA AVALIAÇÃO DE
GOVERNANÇA EM COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria da Universidade Federal Rural de Pernambuco (UFRPE), como requisito para obtenção do título de Mestre em Controladoria.

Linha de pesquisa: Planejamento, Controle e Análise Financeira

Aprovado em: 25 de fevereiro de 2026

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Adilson Celestino de Lima
Universidade Federal Rural de Pernambuco

Prof. Dr. Antônio André Cunha Callado
Universidade Federal Rural de Pernambuco

Prof. Dr. Charles Ulises de Montreil Carmona
Universidade Federal de Pernambuco

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, gostaria de agradecer profundamente a Deus pela conclusão deste capítulo da minha vida. Tornar-me mestre em Controladoria representa uma etapa fundamental na construção de quem sou hoje, com conquistas tanto no âmbito pessoal quanto no profissional, além de todo o conhecimento adquirido, essencial para concretizar objetivos que sempre almejei.

Lembro-me do ingresso no programa de pós-graduação em Controladoria aos 48 minutos do segundo tempo. Sou imensamente grato por ter sido chamado; talvez a fé e a persistência tenham sido fundamentais para que eu nunca desistisse desse sonho, mesmo quando parecia tão distante. Ainda bem que deu certo. Neste momento, concluo uma caminhada construída com muito esforço e determinação, tornando-me mestre em Controladoria, com a certeza de que esta vitória é apenas o início da consolidação de muitas outras conquistas.

Dedico a conclusão desta jornada aos meus pais, Wilma e Hamilton; ao meu irmão gêmeo Danilo (parceiro de profissão, com quem compartilho exatamente a mesma formação); aos meus irmãos Hemílio, Pedro e Antônio; à minha avó-mãe Bezinha; à minha tia Nilma; aos meus tios, tias e primos, pelo apoio incondicional. Em especial *in memoriam* ao meu Tio Nen que nos deixou recentemente e o que nos resta são sempre as boas lembranças e alegrias que sempre forma sua característica principal. Saudades tio!

Quero reservar um lugar especial nestes agradecimentos para uma pessoa que sempre me ajudou e apoiou nos momentos mais difíceis dessa jornada: minha esposa Nathália.

Nathália, eu te amo muito. Sem você, eu jamais estaria escrevendo estes agradecimentos e, muito menos, esta dissertação. Você sempre foi quem me acalmou nos momentos mais nebulosos e de dúvida ao longo dessa caminhada. Ainda bem que começamos a nossa vida juntos exatamente durante o mestrado. Lembro-me do professor André comentando sobre casamento no meio do mestrado; jamais esquecerei desses momentos alegres em sala de aula. Você sempre foi a luz nesse caminho. *You are the night, you are the ocean, you are the light behind the cloud, you are the end and the beginning.* Eu te amo demais.

Outra pessoa extremamente importante é minha mãe, Wilma. Sem você, eu não estaria aqui. Eu te amo muito, mamãe. Você é a pessoa mais importante da minha vida, e todo o esforço para a conclusão do mestrado dependeu muito da senhora. Com certeza, foi minha base durante o primeiro ano do curso, em meio à correria do dia a dia, e nunca deixou de acreditar que essa

conquista fosse possível. Este título também é seu, por ter feito parte dessa trajetória e por termos comemorado juntos a conquista do ingresso no mestrado.

Ao meu irmão gêmeo, Danilo: durante os anos de mestrado, compartilhamos muitas ideias, e você foi fundamental para que esta conquista se concretizasse. Sempre esteve presente nesta caminhada, e nossas trocas acadêmicas e discussões sobre artigos foram extremamente enriquecedoras. Posso dizer que você é um verdadeiro mito da Controladoria. Obrigado por tudo!

Agradeço também à empresa Bidweb, que foi muito importante para a conclusão deste mestrado. A palavra “gratidão” define o que fizeram por mim, permitindo minhas ausências no trabalho para participação nas aulas, sempre com compreensão e apoio. Minha gratidão será eterna. À minha primeira gestora, Clarissa Pereira, que desempenhou papel fundamental nesse processo, deixo meu sincero agradecimento. Muito obrigado.

Aos meus parceiros da Bidweb, Thyago, Eddy, Thiago, Wanessa, Joyce, muito obrigado por tudo.

Agradeço profundamente ao meu orientador, PhD. Adilson Celestino de Lima, por aceitar caminhar ao meu lado nessa jornada. Sua paciência, atenção e postura profissional foram verdadeiras inspirações. Levarei comigo seus ensinamentos, sua calma e seu compromisso com o ensino, especialmente por trazer o contexto prático de grandes empresas para a sala de aula, algo extremamente valioso. Foi, sem dúvida, um dos melhores professores que já tive, e jamais esquecerei dos insights e das aulas de Controladoria no primeiro ano do mestrado. Muito obrigado, professor, e por acreditar em mim.

Ao professor André Callado, minha primeira grande referência, deixo meu sincero agradecimento pelo apoio, pela excelência como docente e por tudo que representa para a pós-graduação em Controladoria da UFRPE. Guardarei com carinho todo o processo, especialmente o momento da aprovação.

Agradeço à CAPES pelo apoio financeiro concedido durante o segundo ano do mestrado, fundamental para a continuidade dos estudos e para a conclusão deste trabalho.

Aos demais professores, Alessandra e Carla, expressei minha admiração e respeito pela competência e dedicação. Foram essenciais na minha formação, contribuindo com orientações, discussões e aprendizados valiosos ao longo do curso. Muito obrigado por tudo.

RESUMO

Esta dissertação investiga a relação entre governança corporativa, controles internos, compliance e os motivos de deslistagem de companhias abertas no Brasil, com o objetivo de analisar se empresas que deixam o mercado de capitais por razões distintas apresentam padrões diferenciados nessas dimensões. A pesquisa adota abordagem quantitativa, fundamentada na codificação dos dados e na triangulação entre fontes primárias e secundárias. Foram analisados dados secundários de 117 companhias deslistadas da B3 no período de 2019 a 2025, complementados por dados primários coletados por meio de survey estruturado, em escala ordinal, aplicado a profissionais com conhecimento em governança, controles internos e compliance. A população do estudo foi composta por empresas classificadas em seis grupos conforme o motivo de deslistagem: cancelamento voluntário; incorporação ou fusão; descumprimento regulatório; cancelamento após oferta pública de aquisição (OPA); falência, liquidação ou dissolução; e encerramento de BDR ou emissor estrangeiro. Para avaliar as diferenças entre os grupos, aplicou-se o teste não paramétrico de *Kruskal-Wallis* a 32 variáveis relacionadas a controles internos, governança corporativa, compliance, fatores comportamentais e contexto macroeconômico. Os resultados indicam que a maioria das variáveis apresentou diferenças estatisticamente significativas entre os grupos, evidenciando que a deslistagem não constitui um fenômeno homogêneo, mas está associada a distintas configurações organizacionais, níveis de maturidade dos controles, estruturas de governança e pressões regulatórias. Destacaram-se variáveis relacionadas à maturidade operacional dos controles, ao monitoramento de riscos, à integração com a governança e a fatores comportamentais. A triangulação entre os dados documentais e as percepções dos respondentes reforçou a interpretação de que a efetividade prática dos controles internos é mais determinante do que sua adoção formal. Em contraste, a variável associada ao alinhamento ao framework COSO não apresentou diferença estatisticamente significativa entre os grupos, sugerindo seu caráter institucionalizado. O estudo contribui para a compreensão da deslistagem sob a perspectiva da governança corporativa e dos controles internos, ao demonstrar que fatores internos e contextuais interagem de forma relevante na decisão de saída do mercado de capitais, oferecendo implicações para reguladores, conselhos de administração e áreas de compliance.

Palavras-chave: deslistagem; governança corporativa; controles internos; compliance; triangulação de dados.

ABSTRACT

This dissertation investigates the relationship between corporate governance, internal controls, compliance, and the reasons for the delisting of publicly traded companies in Brazil, aiming to analyze whether firms that exit the capital market for different reasons exhibit distinct patterns across these dimensions. The study adopts a quantitative approach, grounded in data codification and triangulation between primary and secondary sources. Secondary data from 117 companies delisted from B3 between 2019 and 2025 were analyzed, complemented by primary data collected through a structured survey using an ordinal scale, applied to professionals with expertise in corporate governance, internal controls, and compliance. The study population comprised Brazilian companies classified into six groups according to the reason for delisting: voluntary cancellation; merger or acquisition; regulatory noncompliance; cancellation following a public tender offer (OPA); bankruptcy, liquidation, or dissolution; and termination of BDRs or foreign issuers. To assess differences among groups, the nonparametric Kruskal–Wallis test was applied to 32 variables related to internal controls, corporate governance, compliance, behavioral factors, and the macroeconomic context. The results indicate that most variables exhibited statistically significant differences among the groups, demonstrating that delisting is not a homogeneous phenomenon but is associated with distinct organizational configurations, levels of control maturity, governance structures, and regulatory pressures. Variables related to the operational maturity of controls, risk monitoring, integration with governance mechanisms, and behavioral factors proved particularly relevant. The triangulation between documentary data and respondents' perceptions reinforced the interpretation that the practical effectiveness of internal controls is more decisive than their formal adoption. In contrast, the variable associated with alignment with the COSO framework did not show statistically significant differences among groups, suggesting its institutionalized nature. The study expands the understanding of delisting from a corporate governance and internal control perspective, demonstrating that internal and contextual factors interact in the decision to exit the capital market, and offering relevant implications for regulators, boards of directors, and compliance functions.

Keywords: delisting; corporate governance; internal controls; compliance; data triangulation.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Percepção dos Gestores (Seção – Controles Internos).....	85
Figura 2 – Percepção dos Gestores (Seção – Compliance).....	86
Figura 3 – Percepção dos Gestores (Seção – Governança Corporativa).....	87
Figura 4 – Percepção dos Gestores (Seção – Gestão).....	89
Figura 5 – Percepção dos Gestores (Seção – Decisões de Listagem).....	90
Figura 6 – Percepção dos Gestores (Seção – Eventos e Impactos).....	92

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Fatos históricos de contabilidade e controles internos até a década de 1960.....	26
Tabela 2 – Principais eventos que contribuíram para a evolução do compliance no mundo e no Brasil.....	37
Tabela 3 – Variáveis.....	57
Tabela 4 – Dados do Pré-Teste.....	68
Tabela 5 – Categorias e Palavras-chave.....	71
Tabela 6 – Perfil dos respondentes.....	79
Tabela 7 – Tempo de operação das empresas.....	80
Tabela 8 – Tempo de listagem na bolsa.....	80
Tabela 9 – Setor de atuação	80
Tabela 10 – Porte das empresas.....	81
Tabela 11 – Variáveis Governança, Controles Internos e Compliance.....	84
Tabela 12 – Motivo de Deslistagem.....	96
Tabela 13 – Dados quantificados – Motivo de Deslistagem (Dados Secundários).....	99
Tabela 14 – Teste <i>Kruskal-Wallis</i> : estatísticas (χ^2), graus de liberdade e significância por variável.....	110

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AICPA	AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS
B3	BRASIL, BOLSA, BALCÃO
BDR	BRAZILIAN DEPOSITARY RECEIPT
COSO	COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION
COVID-19	CORONAVIRUS DISEASE 2019
CVM	COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
IFRS	INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS
OPA	OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO
SEC	SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
SOX	SARBANES–OXLEY ACT
ERM	ENTERPRISE RISK MANAGEMENT
ESG	ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	JUSTIFICATIVA	17
1.2	PROBLEMA DE PESQUISA	20
1.3	OBJETIVOS DA PESQUISA	23
1.3.1	Geral	23
1.3.2	Específicos	23
2	REFERENCIAL TEÓRICO	24
2.1	CONTROLE INTERNO	24
2.1.1	Conceitos e origem de controles internos	24
2.1.2	Avaliação dos controles internos de acordo com o framework COSO	28
2.1.3	Ambiente de controles internos na estrutura de governança corporativa	32
2.2	COMPLIANCE	35
2.2.1	Conceito, origem e evolução	35
2.2.2	Cultura de <i>Compliance</i> e seu Impacto na Sustentabilidade de Empresas Listada	39
2.3	TEORIA DA AGÊNCIA	40
2.3.1	Conceitos fundamentais da Teoria da Agência	40
2.3.2	O Efeito <i>Dunning-Kruger</i> na dinâmica da agência: implicações para a tomada de decisão e supervisão	43
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	44
3.1	TIPOLOGIA DA PESQUISA	45
3.2	ESCOPO	48
3.3.2	Limitações do estudo	51
3.3	POPULAÇÃO DA PESQUISA	53
3.4	VARIÁVEIS	56
3.4.1	Codificação das variáveis do instrumento	63
3.5	PROCEDIMENTO DE COLETA DE DADOS	64
3.5.1	Instrumento de coleta	64
3.5.2	Pré-teste e validação do instrumento de coleta	66
3.6	PROCEDIMENTOS PARA ANÁLISE DE DADOS	68
3.6.1	Técnicas para análise estatística de dados	68
3.6.1.1	Estatística descritiva	69
3.6.1.2	Interpretação dos motivos de deslistagem	70
3.6.1.3	Análise de Agrupamentos (Clusters)	73
3.6.1.4	Análise comparativa entre Grupos (Teste de <i>Kruskal-Wallis</i>)	74
3.6.1.5	Triangulação dos dados - Questionário vs. Dados Secundários	75
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS DADOS	79
4.1	Caracterização das companhias analisadas	79

4.2 Estatística Descritiva	83
4.2.1 Análise dos Dados Primários – Questionário (Práticas Gerenciais).....	83
4.2.1.1 Análise das práticas de controles internos.....	85
4.2.1.2 Análise das práticas de compliance.....	86
4.2.1.3 Análise das práticas de governança corporativa.....	87
4.2.1.4 Análise das práticas de gestão	89
4.2.1.5 Análise das decisões de deslistagem	90
4.3 Análise dos dados secundários – Base B3	94
4.3.1 Análise de Conteúdo e Codificação - Motivos de Deslistagem (Informação B3)	94
4.3.2 Análise de Conteúdo e Codificação – Base de Dados vs. Variáveis (Informação B3) ..	98
4.4 Análise dos dados secundários – Base B3 (Setor das Empresas).....	101
4.5 Análise dos dados secundários - Base B3 (Codificação)	103
4.6 Diferenças entre grupos - Teste de <i>Kruskal-Wallis</i>	109
4.7 Triangulação dos Dados – Dados Primários vs. Dados Secundários	116
4.7 Síntese dos Resultados	122
5 CONCLUSÃO	123
REFERÊNCIAS	128
APÊNDICE A – Questionário de Pesquisa	149
APÊNDICE B – Resultados SPSS.....	159

1 INTRODUÇÃO

A abertura de capital é um mecanismo dinâmico, marcado pela complexa articulação entre as empresas, os órgãos reguladores e o mercado financeiro. Esse processo envolve o cumprimento de rigorosas exigências regulatórias, a transparência na divulgação de informações e a adoção de boas práticas de governança corporativa. Dicle e Levendis (2018) ressaltam que o processo de abertura de capital (IPO) não se resume a aspectos financeiros, mas também requer um planejamento meticuloso e uma governança corporativa robusta.

Especialmente nos últimos anos, as discussões a respeito de transparência, eficiência operacional e governança corporativa ganham novos estímulos diante do cenário de melhores práticas de controles internos. Nesse sentido, o tema é relevante para empresas de capital aberto diante das práticas que são adotadas a partir da abertura de capital, uma vez que se tornam prioritárias para investidores, reguladores e *stakeholders*.

Monks e Minow (2011) explora a importância da governança corporativa e dos controles internos para garantir a transparência e a eficiência operacional nas empresas. O autor enfatiza que práticas eficazes de governança são essenciais para proteger os interesses dos acionistas e fortalecer a confiança dos investidores.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD, 2015) destaca que os ambientes de controle interno e *compliance* são pilares fundamentais para a operação eficiente e a conformidade regulatória das organizações. O relatório Cadbury (1992) reforça essa ideia ao abordar a importância de controles internos eficazes para a integridade financeira das empresas, enfatizando que a governança corporativa deve garantir não apenas a transparência, mas também a responsabilidade dos executivos.

Nesse contexto, o *2020 U.S. Board Index*, elaborado pela Spencer Stuart, examina de forma abrangente as práticas de governança adotadas pelos conselhos de administração das empresas listadas no índice S&P 500, evidenciando avanços e desafios relacionados à independência dos conselheiros, à diversidade, à estrutura dos comitês e aos mecanismos de avaliação do desempenho do conselho. Os achados do relatório reforçam a relevância de estruturas de *compliance* robustas, bem como de uma supervisão efetiva por parte do conselho, especialmente no que se refere à gestão de riscos, controles internos e *accountability* corporativa.

Brown e Caylor (2009) ampliam os estudos e investigam a relação entre práticas de governança corporativa e desempenho financeiro, ressaltando como um ambiente de controle eficaz pode impactar positivamente a eficiência operacional das empresas.

Já Gompers *et al.* (2003) examinam a influência da governança corporativa nos preços das ações, indicando que a adoção de práticas sólidas de governança e controles internos é essencial para o sucesso das empresas no mercado. Dessa forma, a capacidade de uma empresa manter e fortalecer esses ambientes não apenas afeta sua estabilidade operacional, mas também influencia diretamente sua capacidade de permanecer listada em bolsas de valores globais.

Hartzell *et al.* (2008) afirmam que as empresas que possuem estruturas de governança corporativa mais robustas, ou seja, mecanismos e práticas que promovem um melhor controle e monitoramento das ações dos gestores, tendem a ser valorizadas de forma mais alta no momento de suas ofertas públicas iniciais (IPOs) em comparação com outras empresas que não possuem um sistema de governança corporativa implementada.

Lehmann e Vismara (2020) corroboram indicando a relevância das ofertas públicas iniciais (IPOs) para o crescimento das empresas e como a governança corporativa desempenha um papel fundamental nesse processo. Os autores afirmam que a governança corporativa envolve um conjunto de mecanismos e *designs* institucionais que garantem que os investidores obtenham retorno sobre seus investimentos.

Já Li, Tian e Qi (2011) examinam a eficácia das opiniões não qualificadas dos auditores sobre os controles internos das empresas na China, após a implementação do *Chinese-SOX* em 2009. O estudo questiona se essas divulgações estão realmente relacionadas à qualidade das informações financeiras, especialmente às *accruals*. Embora as opiniões possam sugerir controles eficazes, a pesquisa revela uma relação ambígua devido à fraca proteção dos investidores e à intensa competição no mercado de auditoria, destacando a necessidade de melhorias nas políticas de alocação de capital.

Para Nalukenge (2018), a relevância dos controles internos sobre Relatórios Financeiros (ICFR) nas Instituições de Microfinanças (MFIs) e sua relação com a conformidade às Normas Internacionais de Relatório Financeiro (IFRS). Argumenta que os ICFR garantem transparência e qualidade nas informações financeiras, especialmente na busca por capital externo. O estudo indica que governança corporativa e cultura ética impactam positivamente os ICFR, influenciando a conformidade com as IFRS, o que é essencial para atender exigências regulatórias e proteger interesses dos stakeholders.

Fama e Jensen (1983) em estudo seminal, destacam a separação entre propriedade e controle como um elemento crítico para a eficiência organizacional, especialmente em grandes corporações. Essa separação é essencial na governança corporativa, onde a eficácia dos controles internos é fundamental para mitigar problemas de agência. A governança garante que os gestores atuem em consonância com os interesses dos acionistas, promovendo a transparência e a responsabilidade. Assim, a implementação de estruturas de controle eficazes não apenas facilita a conformidade regulatória, mas também fortalece a confiança dos investidores, essencial para a sustentabilidade destas companhias.

La Porta *et al.* (1998) sugerem que a estrutura legal e regulatória influencia a governança corporativa e a proteção dos investidores, destacando a importância da conformidade para a permanência de grandes mercados. O estudo propõe que a análise comparativa das regras legais pode elucidar como as estruturas de governança corporativa variam globalmente e como essas diferenças influenciam as práticas de financiamento e a eficácia da supervisão gerencial.

A deslistagem de companhias de capital aberto é um evento de significativa repercussão econômica e reputacional. Para muitas empresas, a perda dessa condição pode resultar em redução de acesso a capital, menor visibilidade no mercado e desconfiança por parte de investidores e analistas.

Nesse sentido, Chen e Schoderberk (1999) argumentam que as bolsas de valores têm o dever de monitorar a saúde financeira das empresas listadas e um incentivo para deslistar aquelas que podem prejudicar sua reputação. A pesquisa examina como informações contábeis, além de fatores qualitativos como volume de negociação e investigações da SEC, influenciam essas decisões. O estudo fornece visão sobre a complexidade do processo de deslistagem e a importância de uma variedade de fatores, incluindo normas contábeis e a qualidade da governança corporativa, na decisão das bolsas de valores.

Este estudo se propõe a explorar essa dinâmica complexa. Primeiramente, será examinado o conceito de controles internos e seu papel na gestão de riscos e na preservação da integridade organizacional. Em seguida, abordaremos o *compliance*, destacando sua importância na garantia da conformidade regulatória e ética das operações empresariais. Posteriormente, investigaremos os motivos e as consequências da deslistagem para as empresas, considerando tanto os aspectos financeiros quanto os impactos reputacionais.

1.1 JUSTIFICATIVA

A governança corporativa é um elemento central para a estabilidade e transparência das empresas de capital aberto nos mercados financeiros globais. Em um cenário onde a confiança dos investidores e a conformidade regulatória são essenciais, os ambientes de controles internos e *compliance* desempenham papéis fundamentais. Castrillon (2021) indica que a governança corporativa se refere à organização e supervisão das empresas para garantir eficazmente que os interesses dos acionistas e outras partes interessadas sejam atendidos, promovendo transparência, responsabilidade e sustentabilidade na gestão e decisões corporativas.

No contexto das companhias de capital aberto, a importância dos controles internos é ainda mais evidente. Segundo Wieserma e Koo (2022), a governança corporativa é um tópico de interesse significativo tanto no âmbito acadêmico quanto profissional, enfatizando a importância da forma como as empresas de capital aberto são governadas para garantir transparência, responsabilidade e proteção dos interesses das partes envolvidas.

A necessidade de transparência e prestação de contas implica em uma rigorosa gestão de riscos e conformidade. De acordo com John e Senbet (1998), a governança corporativa visa garantir que as empresas sejam geridas de maneira que atendam não apenas aos interesses dos acionistas, mas também às expectativas e necessidades de todas as partes envolvidas, incluindo funcionários, clientes, fornecedores e a comunidade em geral.

Sob a perspectiva estruturante de boas práticas, os controles internos visam a eficiência operacional, a confiabilidade dos relatórios financeiros e o cumprimento das normas vigentes, pilares que contribuem para a governança corporativa. A falência da Enron em 2001 ilustra vividamente a importância crítica dos sistemas de controles internos nas organizações. Liu e Li (2021) enfatizam este episódio histórico ressaltando a necessidade de controles internos para garantir a integridade dos relatórios financeiros, assegurar conformidade com regulamentos e proteger os interesses dos investidores e *stakeholders* contra práticas fraudulentas.

. Lopes *et al.* (2017) discutem a necessidade de estabelecer controles internos robustos nas empresas para mitigar problemas como fraudes, erros contábeis e não conformidades legais.

Nesse sentido, os controles internos deficientes permitem que companhias busquem aprimorar seu ambiente de controles internos. Melo (2017) enfatiza a necessidade de comportamento organizacional confiável e políticas de controle robustas para proteger ativos e mitigar riscos empresariais. Kabuye *et al.* (2019) enfatizam a necessidade de controles internos

robustos para garantir a integridade dos relatórios financeiros, assegurar conformidade com regulamentos e proteção dos interesses dos investidores e *stakeholders*.

Eles são projetados para identificar e mitigar riscos operacionais e financeiros, além de assegurar que as operações da empresa sejam conduzidas de acordo com padrões éticos e legais. Lopes *et al.* (2016) enfatizam a relevância dos controles internos nas empresas listadas para prevenir fraudes e erros nas demonstrações contábeis, mecanismos que visam restaurar a confiança dos acionistas após escândalos corporativos notórios.

A implementação eficaz desses controles não apenas protege os interesses dos acionistas, mas também fortalece a credibilidade da empresa no mercado. Moreira *et al.* (2017) sugerem que empresas que implementam melhores práticas relacionadas à estrutura de propriedade e controle têm uma menor probabilidade de encerrar suas atividades ao sair da bolsa de valores.

Porém, a falha em manter controles internos robustos pode resultar em consequências adversas, incluindo perda de confiança dos investidores, desvalorização das ações e, em casos extremos, a deslistagem da bolsa de valores.

Bartolon e Junior (2015) corroboram com a questão, uma vez que os resultados da pesquisa dos autores mostraram que dentre as principais motivações para o fechamento de capital incluem a busca por maior controle, reorganização societária, redução de custos. A reorganização societária facilita a concentração da propriedade e a substituição do monitoramento público pelo privado. A redução de custos está ligada à eliminação de despesas regulatórias e operacionais. A busca por maior controle se destaca, permitindo ao controlador tomar decisões estratégicas com menos interferências externas, reforçando o alinhamento entre gestão e propriedade.

Weir *et al.* (2005) destacam que empresas que fecham capital frequentemente apresentam governança interna ineficaz, com estruturas de conselho não ideais e desalinhadas às melhores práticas. A falta de pressão do mercado para controle corporativo e altos custos de agência contribuem para o fechamento. Além disso, gestores acreditam que o mercado subvaloriza suas ações, motivando a transição para o regime *public-to-private*, onde o monitoramento público é substituído por controle privado mais concentrado, permitindo maior eficiência na gestão.

Em estudo sobre a divulgação voluntária de fraquezas de controle interno nas ofertas públicas iniciais (IPOs), Westfall (2016) revela que essa prática está intimamente ligada à

governança corporativa e ao risco de deslistagem. Empresas que divulgam Internal Control Weakness Disclosures (ICWs) demonstram transparência, mas podem enfrentar opiniões de auditoria adversas, comprometendo a confiança do mercado e resultando em retornos anormais negativos. Problemas de controle interno não resolvidos podem elevar o risco de deslistagem, impactando a valorização e a conformidade regulatória. A capacidade gerencial é essencial para mitigar esses riscos e garantir uma governança eficaz.

Chi e Gooda (2024) discutem como as diretrizes de deslistagem no mercado de capitais chinês incentivam empresas em dificuldades financeiras a manipular seus lucros para evitar a deslistagem. Empresas que apresentam prejuízos por dois anos consecutivos recebem o status de tratamento especial e podem ser deslistadas se não retornarem à lucratividade. Ele também aborda a implementação de normas de controle interno na China, como o *Basic Internal Control Norms for Enterprises* (BICNE), que exige que empresas listadas avaliem e divulguem a eficácia de seus controles. As regulamentações de controles internos visam melhorar a confiabilidade dos relatórios financeiros e podem influenciar o gerenciamento de lucros nas empresas, especialmente no setor de energia.

Ahmad e Mahmood (2024) revelam que entre 2001 e 2004, muitas empresas de controle familiar no Paquistão adotaram a deslistagem voluntária da bolsa de valores para evitar a conformidade com os códigos de governança, resultando em 79 deslistagens. A tendência de deslistagem persistiu após a introdução dos códigos de 2012, sugerindo que essas regulamentações incentivaram as empresas a se afastarem do mercado público em vez de seguirem as práticas exigidas. A resistência em cumprir os códigos, evidenciada pela conformidade simbólica, levou as empresas a verem os códigos mais como obrigações legais do que como melhorias para a gestão.

Alajmi e Worthington (2024) discutem sobre as empresas listadas na Bolsa do Kuwait e observam que houve uma diminuição notável no número de empresas listadas, destacando que aproximadamente 20 empresas foram deslistadas em 2017, o que foi atribuído a um endurecimento significativo dos requisitos de listagem. Os autores sugerem que a qualidade da governança corporativa e o cumprimento das normas podem impactar a capacidade das empresas de permanecerem listadas na bolsa, refletindo a importância de práticas sólidas de governança para a sustentabilidade e o desempenho das empresas.

Lee e Ko (2022) argumentam que poucos estudos examinaram como a estrutura de governança e as práticas de controles internos de uma empresa estrangeira que realiza abertura

de capital nas bolsas de valores dos EUA influencia seu desempenho e sobrevivência após a IPO. Os autores exploram a relevância do tema porque a transição para a propriedade pública exige mudanças nas estruturas de governança e de propriedade, e a natureza dos mecanismos de governança adotados por empresas públicas impacta significativamente o desempenho e os resultados.

Ao analisar a interseção desses elementos, será possível identificar como as deficiências nos controles internos e no *compliance* podem contribuir para o deslistagem de empresas de capital aberto no Brasil entendem como o ambiente de controles internos e *compliance* impactam neste cenário como mencionado em diferentes países.

Os controles internos, embora amplamente abordados na literatura de governança corporativa, passam a ser analisados em um contexto caracterizado por maior complexidade organizacional, regulatória e tecnológica. As exigências crescentes de transparência, a ampliação das estruturas de compliance e a diversidade de riscos enfrentados pelas organizações indicam mudanças no ambiente em que esses mecanismos são aplicados. Nesse cenário, a análise dos controles internos desloca-se de uma perspectiva predominantemente normativa para uma abordagem que considera sua efetividade, integração à governança e capacidade de resposta a diferentes condições institucionais. Assim, a investigação dessas estruturas no contexto recente permite observar como práticas consolidadas se manifestam diante de novas dinâmicas organizacionais, especialmente em companhias inseridas no mercado de capitais.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

O ambiente global de negócios, especialmente no contexto das empresas de capital aberto listadas em bolsas de valores, é moldado por uma complexa interação de regulamentações, governança corporativa e práticas de controle interno e *compliance*. Adams (1994) explora como o *compliance* se tornou uma área relevante e complexa dentro das práticas empresariais modernas, envolvendo não apenas a conformidade legal, mas também a gestão de riscos associados à conformidade regulatória em um ambiente globalizado e multifacetado.

Esses elementos não apenas definem a forma como as empresas operam e se reportam aos investidores, mas também influenciam diretamente sua capacidade de manter a listagem em bolsas de valores ao redor do mundo. Lima e Oliveira (2021) destacam que a governança em empresas de capital aberto não apenas aumenta o valor de mercado e a credibilidade, mas

também atrai investidores ao demonstrar transparência, boa gestão e conformidade com práticas éticas e regulatórias.

No entanto, em um contexto em que a eficácia dos controles internos e a governança corporativa são fundamentais, as empresas de capital aberto enfrentam o risco de deslistagem quando não atendem às exigências dos órgãos reguladores, como a SEC (*Securities and Exchange Commission*) e a CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Essas instâncias supervisionam rigorosamente as práticas de transparência e responsabilidade, e a falta de conformidade pode resultar em consequências, incluindo a retirada voluntária ou não da listagem das ações nas bolsas de valores

Neste contexto, deficiências nos controles internos e no *compliance* podem impactar o processo de deslistagem companhias de capital aberto, destacando os fatores críticos, implicações regulatórias e estratégias para mitigação de riscos, caso não sejam bem estruturados. Saito e Padilha (2015) destacam que deficiências nos controles internos e *compliance* podem aumentar custos operacionais e legais, além de diminuir a confiança dos investidores, potencialmente contribuindo para o deslistagem de empresas de capital aberto.

Os controles internos referem-se aos processos, políticas e procedimentos implementados por uma empresa para garantir a precisão e confiabilidade de suas demonstrações financeiras e relatórios operacionais. Melo (2017) discute a importância da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) de 2002 como uma referência no gerenciamento dos controles internos corporativos.

Os autores Lopes *et al.* (2017) investigaram os tipos de deficiências de controles internos relatadas por empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, incluindo aquelas que integraram o IBOVESPA. Eles analisaram como a divulgação dessas deficiências influencia a percepção de risco e as decisões dos stakeholders, sublinhando a importância da transparência regulatória e do papel dos auditores na prevenção de fraudes e erros contábeis.

Moreira *et al.* (2017) exploram o fenômeno de deslistagem no contexto brasileiro, focando em três aspectos principais: o perfil das empresas que optaram por delistar da BM&FBOVESPA entre 2006 e 2017; os fatores que motivam essas transações de saída do mercado; e a influência do nível de internacionalização das empresas nesse processo. Além disso, o estudo pretende analisar como os mecanismos de governança corporativa, especialmente relacionados à estrutura de propriedade e controle das empresas, impactam a

decisão de deslistagem. A perspectiva teórica central é a Teoria da Agência, que explora os incentivos e os conflitos de interesse entre acionistas e gestores.

Nesse contexto, companhias de capital aberto buscam manter controles internos eficazes e em conformidade com os requisitos regulatórios, não apenas para operar legalmente, mas também para garantir a confiança dos investidores e do mercado. A implementação de práticas robustas de controle interno não apenas minimiza o risco de fraudes e erros, mas também demonstra um compromisso com a integridade e a ética nos negócios.

Um dos principais motivos que pode levar uma empresa a considerar o deslistagem é o desempenho das companhias além de fatores regulatórios. Kizko *et al.* (2023) examinam vários fatores que influenciam a deslistagem de empresas de capital aberto, incluindo desempenho, regulação, e características financeiras e setoriais como possíveis causas. Reguladores como CVM e SEC estabelecem requisitos mínimos de capitalização de mercado, liquidez e preço das ações para manter a listagem. Se uma empresa não atende a esses critérios, pode enfrentar pressões para sair da bolsa ou ser deslistada involuntariamente.

A não conformidade com regulamentos e normas de governança corporativa é outro fator significativo que pode levar à deslistagem. Regulamentações como a Lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos ou o Novo Mercado no Brasil estabelecem padrões rigorosos para a divulgação financeira, governança e controles internos. Empresas que não conseguem cumprir esses requisitos enfrentam riscos crescentes de sanções regulatórias e perda de confiança dos investidores.

Autores como J. Macey *et al.* (2008) identificaram tipos de fechamento de capital voluntário e forçado e motivos financeiros por trás deles. O fechamento de capital pode ser voluntário, quando a empresa decide sair da bolsa por própria vontade, ou forçado, devido a problemas financeiros ou regulatórios que exigem a exclusão das ações da bolsa.

DeAngelo *et al.* (1984) abordaram custos de ser público como principal motivo para fechamento de capital, especialmente para empresas com baixo desempenho.

Rzeszutek e Szyszka (2020) discutem como a finança comportamental oferece novas perspectivas para entender decisões corporativas, como IPOs e fusões, através de vieses comportamentais dos gestores, como a superconfiança. Isso contrasta com a teoria neoclássica, explorando como decisões irracionais podem afetar a criação de valor e a precificação de mercado.

Rzeszutek *et al.* (2020) exploram a ascendência da economia comportamental e financeira, contrastando-a com a teoria neoclássica. Foca em como os vieses comportamentais, como a superconfiança dos gestores corporativos, influenciam decisões como ofertas públicas iniciais (IPOs). O estudo destaca a necessidade de investigação em finanças corporativas comportamentais e propõe o uso de modelos *agent-based* macroeconômicos para explorar o impacto desses comportamentos no mercado financeiro e na economia em geral.

Araújo *et al.* (2021) destacam que o narcisismo nos executivos seniores pode impactar significativamente as decisões e estratégias corporativas, onde essa associação é explorada em empresas brasileiras de capital aberto. O estudo sugere que executivos com traços narcisistas se aproveitam das lacunas nos controles internos e regulatórios. Isso implica em potenciais deficiências nos sistemas de governança corporativa, aumentando a necessidade de vigilância por parte das autoridades tributárias, auditores e investidores para mitigar esses comportamentos antiéticos e oportunistas que podem prejudicar a reputação corporativa e a transparência financeira.

Manter uma comunicação aberta e transparente com todos os stakeholders, incluindo investidores, reguladores e a comunidade financeira em geral, é essencial. Isso não apenas constrói confiança, mas também permite que a empresa responda rapidamente a problemas e desafios, mitigando potenciais impactos negativos na reputação e no valor de mercado.

Com base neste referencial, apresenta-se a seguinte pergunta de pesquisa: **Como o (des)uso de controles internos e de *compliance* no contexto de governança influenciam para o processo de deslistagem das empresas de capital aberto?**

1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

1.3.1 Geral

Investigar como o (des)uso de controles internos, no contexto da governança corporativa, se relaciona com o processo de deslistagem de companhias de capital aberto.

1.3.2 Específicos

a) Analisar as práticas de controles internos e *compliance* associadas a eventos de deslistagem.

b) Analisar a relação entre a maturidade percebida do ambiente de controles internos e os fatores relacionados à deslistagem.

c) Comparar práticas de controles internos e compliance entre companhias deslistadas, considerando diferentes contextos ou características associadas à deslistagem.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 CONTROLE INTERNO

Nesta seção, será abordado o papel do controle interno como um pilar da governança corporativa, destacando sua relevância na garantia da integridade operacional e na mitigação de riscos. Serão explorados os conceitos fundamentais e a origem dos controles internos, contextualizando sua evolução ao longo do tempo em resposta às demandas do ambiente empresarial.

Além disso, será discutida a avaliação da estrutura dos controles internos conforme o framework COSO, fornecendo uma visão abrangente das melhores práticas para estabelecer e manter controles eficazes dentro das organizações.

2.1.1 Conceitos e origem de controles internos

Os controles internos constituem um arcabouço para o entendimento e funcionamento para uma gestão eficaz das organizações. Aldridge e Colbert (1994) indicam que a compreensão do ambiente de controle é essencial para avaliar o sistema de controle interno de qualquer entidade. Em sua essência, os controles internos representam procedimentos estabelecidos para garantir a conformidade com as leis e regulamentos aplicáveis focados na proteção e garantia do patrimônio da companhia. Melo (2017) avalia que o controle interno se trata de um plano de medidas claras que são adotadas para proteção do patrimônio.

Nesse contexto, a avaliação do ambiente de controles internos intrinsecamente revela que são capazes de garantir o bom funcionamento das organizações. Para funcionar de forma eficaz e eficiente, todas as instituições necessitam de sistemas de governança e controles sólidos e eficazes (JONES, 2008). Chalmers *et al.* (2019) determinam variáveis para a garantia da qualidade da estrutura de controles internos, como fatores internos e externos que vão além de características, mas mecanismos que auxiliam para a eficiência operacional.

Para Gadelha *et al.* (2023) controle é uma função essencial ao estado de direito e determina a existência de fatores sociais, internos e externos como tipos de controle.

A origem dos controles internos remonta aos primórdios da atividade empresarial, quando os comerciantes e mercadores começaram a reconhecer a necessidade de proteger seus interesses e ativos contra fraudes, erros e perdas. Para Hay (1993) as discussões sobre controle

interno na literatura contábil e gerencial vão além dos simples procedimentos de checagem. Abiodun (2020) enfatiza como os controles internos são relevantes na proteção dos ativos da empresa contra uso indevido, apropriação indevida e fraudes.

A origem dos controles internos pode ser compreendida desde a antiguidade onde atos e registros eram observados. Stone (1969) menciona sobre os registros comerciais sumérios em pedra e tábuas de argila, datados de 3.600 a.C. e 3.200 a.C. respectivamente, marcam o início dos primeiros exemplos de controle interno.

Porém, Stevelinck (1985) argumenta que interpretações desses registros são duvidosas devido às diferenças significativas no ambiente econômico entre aquela época e a atualidade. O autor sugere que o número limitado de documentos não justifica generalizações sobre as práticas contábeis da época, descrevendo a sociedade antiga como autocrática, com grupos sociais rigidamente separados e dominados por uma classe burocrática, onde o trabalho, a fala e o lazer dos subordinados era exercido de forma totalitária.

Nesse contexto, Foucault (1978) descreve o poder como difuso e descentralizado, manifestando-se em práticas disciplinares, dispositivos de vigilância e tecnologias de controle que moldam o comportamento e os corpos dos indivíduos.

As primeiras evidências que corroboram com um órgão regulamentador permeiam a década de 1960. Moeller (2007) indica que as primeiras descrições e definições de controles internos foram desenvolvidas pela primeira vez pelo *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) nos Estados Unidos e depois foram usadas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) nos Estados Unidos para ajudar a desenvolver o *Securities Exchange Act* de 1934.

O documento "*Statements on Auditing Procedure No. 30*" foi emitido pelo *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) e forneceu orientações importantes para os auditores independentes sobre como conduzir uma auditoria eficaz das demonstrações financeiras. O SAP 30 abordou várias áreas, incluindo a natureza e o escopo do trabalho de auditoria, a obtenção de evidências suficientes e a formação de uma opinião sobre as demonstrações financeiras

Nesse contexto histórico, verificamos que o tema de controles internos foi sendo desenvolvido e ao mesmo tempo que novas práticas eram direcionadas e voltadas para uma melhor análise das demonstrações financeiras. No estudo de Brown (1962), é feito um

levantamento de momentos históricos do passado até os anos 1960, sendo base para um vasto cenário de fatos históricos e de evidências sobre controles internos, indicado na Tabela 1.

Tabela 1 - Fatos históricos de contabilidade e controles internos até a década de 1960

Período	Acontecimento	Objetivo	Descrição
Ancestral até 1500	A contabilidade era focada em Unidades Governamentais e Familiares	Prevenir desfalques nos tesouros dos governantes antigos e precisão nos relatórios	Escritas mantinham registros independentes das mesmas transações para prevenir fraudes e assegurar a precisão dos relatórios contábeis.
1500 até 1850	A auditoria foi ampliada para incluir atividades de manufatura que surgiram com a Revolução Industrial.	Detecção de fraudes devido à separação comum entre proprietários e gestores e proteção do capital.	Verificação detalhada das transações como prática padrão e sistema contábil padronizado e ordenado.
1850 até 1905	Crescimento econômico e a forma corporativa de empreendimento se tornou predominante.	Proteção e crescimento dos investimentos de capital, levando à necessidade de auditorias mais profissionais.	Auditorias especializadas, aumentando a demanda por contadores profissionais após o Companies Act de 1862.
1905 até 1933	Evolução da profissão de auditor no início do Século XX.	Avaliação da condição financeira real e os lucros das empresas.	Mudança significativa nos objetivos de técnicas de auditoria nos EUA.
1933 até 1940	Influência da Bolsa de Valores e agências governamentais.	Redefinir responsabilidades do auditor.	Transição na ênfase de detecção de fraude para uma abordagem mais abrangente de avaliação financeira.
1940 até 1960	Abordagem de auditoria para demonstrações financeiras.	Foco nas demonstrações financeiras.	Técnicas de auditoria foram projetadas para ajudar na detecção de fraude, bem como a percepção pública de auditores (AICPA)
Década de 1960	AICPA publica "Statement on Auditing Procedure Number 30"	Esclarecer a posição do instituto sobre a responsabilidade dos auditores em relação à fraudes.	Documento reafirma o destaque nos auditores em considerar a possibilidade de fraudes materiais e que afetem as demonstrações financeiras.

Fonte: Adaptado de Brown (1962).

No entanto, foi somente no século XX que os controles internos começaram a receber uma atenção significativa, impulsionados principalmente por escândalos financeiros e fraudes corporativas que abalaram a confiança do público nos mercados financeiros e na integridade das empresas. Lee (1971) indica que desde cerca de 1900, os contadores têm prestado cada vez mais atenção ao controle interno, particularmente em relação às atividades do auditor.

Com o crescimento e complexidade das organizações, tornou-se necessário desenvolver controles mais formais e estruturados, incluindo a segregação de funções, reconciliações periódicas e procedimentos de autorização e aprovação. Martin (2002) indica que esse desenvolvimento teve implicações importantes na contabilidade e na gestão financeira das empresas, exigindo uma evolução na forma como essas disciplinas são compreendidas e praticadas.

No entanto, o crescimento das empresas também resultou em uma cadeia de eventos que levou ao colapso de instituições financeiras, uma crise de confiança nos mercados globais e

uma recessão econômica generalizada. Assim como na Grande Depressão de 1929, revelou falhas significativas no sistema financeiro e destacou a importância de regulamentações mais rígidas e práticas contábeis transparentes para evitar futuros colapsos (RIBEIRO, 2018).

Nesse sentido, o desenvolvimento dos controles internos foi influenciado por uma série de fatores, incluindo avanços tecnológicos, mudanças nas práticas comerciais e regulamentações governamentais. Um marco importante nesse processo foi a criação da *Securities and Exchange Commission* (SEC) nos Estados Unidos em 1934, como parte do New Deal de Franklin D. Roosevelt. Bosworth-Davis (1993) analisa o processo de criação da *Securities and Exchange Commission* (SEC), destacando que sua principal função foi regular o mercado de valores mobiliários e proteger os investidores contra práticas fraudulentas e manipuladoras, especialmente em resposta às falhas regulatórias observadas no mercado financeiro norte-americano.

Neste cenário, a manutenção de boas práticas corporativas determina avaliações e monitoramento de possíveis riscos e controles gerenciados. Michelin, et al. (2015) avaliam os tipos de procedimentos e mecanismos de controle implementados e como os riscos são avaliados e os controles gerenciados para a manutenção de boas práticas corporativas.

Diala e Houmes (2020) analisam o impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) sobre as práticas de controle interno e evidenciam que, a partir da introdução dessa regulamentação, os controles internos passaram a ocupar posição central nas decisões corporativas. Os autores destacam que uma das principais disposições da SOX exige que as empresas e seus auditores independentes avaliem e emitam pareceres formais sobre a eficácia dos controles internos.

Cohen *et al.* (2007) analisam os desdobramentos do escândalo contábil da Enron, ocorrido em 2001, e demonstram que a falência da empresa foi um catalisador para a aprovação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) em 2002, nos Estados Unidos. Os autores destacam que a SOX instituiu padrões mais rigorosos de governança corporativa e passou a exigir a implementação de controles internos eficazes para assegurar a precisão e a integridade das demonstrações financeiras, cujos efeitos extrapolaram o contexto norte-americano e influenciaram práticas de governança corporativa em escala global.

Contezini e Beuren (2012) indicam que a Lei *Sarbanes-Oxley* - SOX, é uma legislação em resposta aos escândalos contábeis e financeiros envolvendo empresas como Enron, Worldcom, Tyco e Arthur Andersen. Esses escândalos abalaram a confiança dos investidores

no mercado de capitais dos EUA, revelando práticas contábeis fraudulentas, falta de transparência e falhas de governança corporativa.

Nalukenge, Nkundabanyanga e Ntayi (2018) discutem importância dos controles internos sobre a qualidade da divulgação financeira, enfatizando que esses controles são essenciais para garantir a confiabilidade dos relatórios financeiros das organizações. Os controles internos são definidos como mecanismos projetados para mitigar os riscos relacionados à divulgação financeira, com o objetivo de oferecer uma garantia razoável de que as demonstrações financeiras da entidade são precisas e preparadas de acordo com as Práticas Contábeis Geralmente Aceitas.

Agyei-Mensah (2016) discute a importância da boa governança corporativa e controles internos eficazes para melhorar a transparência e a qualidade das informações financeiras. Ele enfatiza que práticas sólidas de governança não apenas reduzem os problemas de assimetria de informação, mas também fortalecem a confiança dos investidores e ajudam a atrair investimentos estrangeiros.

Chalmers *et al.* (2019) ao abordarem controles internos, o estudo fornece uma síntese abrangente da literatura, destacando sua importância crescente e a necessidade de uma perspectiva internacional ampliada. Os achados têm implicações significativas para a regulamentação de divulgação e auditoria de controles internos, bem como para a prática gerencial e a tomada de decisão de investimento.

2.1.2 Avaliação dos controles internos de acordo com o framework COSO

Dentro de um contexto organizacional, se busca estratégias e ferramentas capazes de direcionar esforços para garantia de melhores práticas operacionais que garantam confiabilidade em todos os sentidos. O objetivo é fornecer diretrizes que ajudem as organizações a alcançar seus objetivos com eficiência, garantindo confiabilidade nos relatórios financeiros, conformidade regulatória e eficácia operacional.

Nesse intuito, o *framework* desenvolvido pelo *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* - (COSO), busca evidenciar recomendações para concretização destas ações para atingimento de melhores práticas corporativas no sentido de controles internos. Vanasco *et al.* (1995) destacam a evolução desse conceito nos Estados Unidos e em outros países. Os autores mencionam várias comissões e órgãos, dentre elas o COSO, que enfatiza a necessidade de relatar a qualidade dos sistemas de controle interno.

O Comitê das Organizações Patrocinadoras da Comissão Treadway (COSO) foi criado em 1985 com o objetivo de desenvolver um modelo de controle interno que aumentasse a eficácia e a eficiência das organizações, além de auxiliar na conformidade com leis e regulamentações. Sofyani *et al.* (2022) investigam a relação entre a adoção do COSO e a melhoria da qualidade na gestão das instituições, argumentando que a estrutura pode contribuir para o fortalecimento da governança e do desempenho institucional.

Em 1992, o COSO lançou o *Internal Control - Integrated Framework*, que define controle interno como um processo realizado por uma entidade, projetado para fornecer segurança em relação ao alcance de objetivos em três áreas principais: eficácia e eficiência operacional, confiabilidade das informações financeiras e conformidade com normas legais.

Provasi e Riva (2015) comentam sobre a criação do COSO que desenvolveu o Quadro Integrado de Controle Interno (COSO IC-IF) em 1992. Este quadro se tornou uma referência global e um modelo operacional para a gestão das empresas, ajudando a definir normas e diretrizes para os sistemas de controle interno.

Premuroso e Houmes (2012) destacam que esta mudança trouxe uma abordagem reconhecida como um marco na área de controles internos e avaliação de riscos financeiros. A referência ao COSO 1992 enfatiza que não aborda apenas a implementação de controles internos, mas também a avaliação da eficácia desses controles em relação a normas e regulamentos, como a Lei Sarbanes-Oxley e as diretrizes do PCAOB.

Fischer (2004) analisa as diretrizes da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) de 2002, focando no papel da gestão e auditores na avaliação dos controles internos de relatórios financeiros. A *Securities Exchange Commission* (SEC) considera o COSO como um padrão adequado para essa avaliação, destacando que a gestão deve conduzir a avaliação e identificar fraquezas, enquanto os auditores podem ajudar, mas não assumir a responsabilidade. O texto também aborda as obrigações de divulgação financeira, como arranjos fora do balanço e medidas financeiras não-GAAP, enfatizando a importância da transparência e conformidade com as normas da SEC para evitar manipulações financeiras.

O modelo do COSO é fundamentado em cinco componentes inter-relacionados: (1) Ambiente de Controle, que abrange a cultura organizacional, ética e valores que influenciam a consciência de controle; (2) Avaliação de Riscos, que envolve a identificação e análise de riscos relevantes para a consecução dos objetivos; (3) Atividades de Controle, que consistem em políticas e procedimentos para garantir a execução das diretrizes da gestão; (4) Informação e

Comunicação, que diz respeito ao intercâmbio oportuno de informações relevantes; e (5) Monitoramento, que refere-se à avaliação contínua da eficácia do controle interno ao longo do tempo.

Em 2013, o COSO revisou sua estrutura original, publicando o *Internal Control - Integrated Framework (2013)*, que incorporou novas práticas e abordagens, enfatizando a importância do controle interno como um componente crítico na gestão de riscos e seu alinhamento com os objetivos estratégicos das organizações. Além disso, o COSO introduziu o *Enterprise Risk Management (ERM) Framework*, que estabelece diretrizes para a identificação, avaliação e gestão de riscos em toda a organização, permitindo uma abordagem proativa na mitigação de riscos.

Silva (2020) destaca que a metodologia do COSO define oito componentes essenciais: ambiente de controle, fixação de objetivos, identificação de eventos (riscos), avaliação do risco, resposta ao risco, atividades de controle, informações e comunicações, e monitoramento.

Mahmud *et al.* (2024) discute o papel fundamental do COSO no desenvolvimento de um framework de controles internos voltado para a gestão de riscos, prevenção de fraudes e promoção da responsabilidade no setor público, especialmente em instituições de ensino superior. Ele destaca que o COSO oferece diretrizes para a implementação de políticas que gerem receitas, contribuindo para um melhor gerenciamento e *accountability* dos recursos públicos.

Bouhearea e Djafri (2022) abordam a aplicação do *framework* COSO para controles internos, mostrando sua evolução desde 1992 e a importância na gestão organizacional. O COSO define controle interno como um processo contínuo que envolve a alta gestão e funcionários, oferecendo garantia razoável para atingir objetivos operacionais, de relatórios e de conformidade.

Dangi *et al.* (2020) determinam o COSO como um framework amplamente adotado para gerenciamento de riscos, controles internos e prevenção de fraudes, promovendo eficiência operacional, confiabilidade financeira e conformidade regulatória. Os autores investigam o COSO aplicado no setor público, no fortalecimento da transparência, combate a corrupção e assegura *accountability* e que a partir de evidências, foi capaz de melhorar a gestão de denúncias internas, permitindo ações corretivas mais eficazes.

Em estudos sobre *Environmental, Social and Governance (ESG)*, Ali Shah *et al.* (2024) apontam que na era contemporânea, as organizações estão cada vez mais adotando estruturas

de *Environmental Resources Management* (ERM), influenciadas por regulamentações e a necessidade de melhorar seus sistemas de controle de riscos. O COSO é citado como uma referência para a implementação de ERM, o que é especialmente relevante no contexto das preocupações com os riscos ambientais, sociais e de governança (ESG).

Gadelha *et al.* (2023) exploram a evolução dos controles traçada em quatro estágios, desde os primeiros registros contábeis até as diretrizes do COSO em 1992. No Brasil, marcos legais como a Lei nº 4.320 (1964) e a Constituição de 1988 enfatizam sua função. No entanto, a ineficiência dos controles pode resultar de decisões gerenciais baseadas em informações limitadas. Além de monitorar atos administrativos, os controles internos promovem a transparência e o controle social, sendo fundamentais para combater a corrupção e assegurar a responsabilidade na gestão pública.

Santos *et al.* (2025) mencionam o COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission) como uma metodologia fundamental para a identificação e avaliação de riscos. O COSO visa ajudar as organizações a gerar e preservar valor, mitigando riscos que impactam negócios e processos. O artigo destaca a aplicação da abordagem COSO na identificação de ameaças das relações com parceiros externos, avaliando qualitativamente esses riscos e priorizando-os conforme seu impacto potencial. Assim, o COSO é visto como uma ferramenta essencial para gerenciar riscos externos na inovação aberta.

Fourie e Ackermann (2013) destacam a importância dos componentes do COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*) para fortalecer os sistemas de controle interno, focando em avaliação de riscos, comunicação de informações, atividades de controle e monitoramento. A pesquisa investiga como auditores internos percebem esses elementos, visando objetivos como relatórios financeiros precisos, operações eficientes, conformidade regulatória e proteção de ativos.

Ao abordar o COSO, os autores Matos, Silva e Almeida (2021) exploram como os componentes do *framework* são percebidos e como a aplicação desses componentes pode fortalecer as estruturas de governança, gestão de riscos e cultura de responsabilidade dentro do contexto local.

Embora a literatura evidencie o COSO como um framework amplamente consolidado e eficaz para a estruturação de controles internos, gestão de riscos e promoção da accountability organizacional, conforme destacado por Silva (2020), Mahmud et al. (2024), Bouhearea e Djafri (2022) e Dangi et al. (2020), é importante reconhecer que sua aplicação não é isenta de

limitações. Por se tratar de um modelo estruturado e padronizado, o COSO pode não capturar integralmente as especificidades contextuais, setoriais e comportamentais das organizações, especialmente em ambientes complexos ou dinâmicos. Além disso, fatores informais, como cultura organizacional, vieses gerenciais e práticas não formalizadas de governança, podem influenciar significativamente a efetividade dos controles internos, sem necessariamente serem plenamente contemplados pelo framework.

2.1.3 Ambiente de controles internos na estrutura de governança corporativa

A análise dos mecanismos de governança interna sugere que uma estrutura robusta de controles internos é vital para o desempenho financeiro das empresas, e sua implementação pode melhorar a responsabilidade e a prestação de contas entre os gestores e as partes interessadas, contribuindo assim para a integridade do mercado e para o crescimento econômico sustentável.

Aderomou e Nkhalamba (2023) mencionam que no contexto de governança corporativa, a relevância dos controles internos como parte fundamental dos mecanismos de governança que garantem eficiência na supervisão e no controle das estratégias e operações de uma empresa. Os controles internos são abordados como parte das estruturas de governança que incluem a composição e operação do conselho de administração, a estrutura de propriedade, a divulgação e transparência, além da responsabilidade social corporativa e ética.

Otoo et al. (2023) trazem uma visão sobre a perspectiva de como esses controles ajudam a proteger ativos, mitigar riscos e melhorar a performance organizacional, alinhando-se com a estratégia e os objetivos empresariais. A adoção eficaz de controles internos reforça a governança, ao estabelecer um ambiente de controle, avaliação de riscos, atividades de controle, monitoramento e comunicação, promovendo a sustentabilidade e o desempenho das empresas em um mercado competitivo.

Ali, Liu e Su (2022) evidenciam que o risco envolve tanto perdas quanto ganhos potenciais, sendo possível distinguir entre risco negativo e risco positivo. Os autores destacam que a governança corporativa influencia ambas as dimensões, afetando a exposição a perdas e a geração de valor. Nesse contexto, os mecanismos de controle interno não apenas mitigam riscos adversos, mas também permitem a exploração de oportunidades estratégicas. Assim, a gestão de riscos deve ser compreendida como um processo de equilíbrio. Esse equilíbrio envolve reduzir impactos negativos e potencializar ganhos. Dessa forma, contribui para o alinhamento com os objetivos estratégicos e a sustentabilidade organizacional.

Dandapani e Shahrokhi (2022) destacam que a governança corporativa deve assegurar que a tomada de decisões atenda aos interesses de todas as partes interessadas, incluindo clientes, funcionários, reguladores e acionistas. Nesse sentido, os autores avaliam que os controles internos são fundamentais nesse processo, pois garantem a responsabilidade e a transparência nas operações corporativas, indicando que uma boa governança depende de mecanismos internos, como a estrutura do conselho e os incentivos à gestão, além de mecanismos externos que demandem responsabilidade.

Porém, Martínéz-Avella e Jiménez-Aguillar (2024) associam a governança corporativa como um direcionador que é moldada por forças sociais, culturais e institucionais que influenciam as práticas de controle interno nas organizações. As teorias institucionais e neo-institucionais destacam como as estruturas formais e informais afetam a governança, regulando a propriedade, a tomada de decisões e a responsabilidade. Embora reconheça a importância desses controles, a análise muitas vezes não aborda adequadamente os conflitos internos e as dinâmicas de poder que também impactam o comportamento organizacional.

Ainda nesse sentido, os aspectos que devem ser observados em um processo de mudança, devem ser alinhado e associados com os riscos inerentes ao processo. Megaravalli (2023) levanta este questionamento ao explorar IPOs destacando seus benefícios e desafios, como a captação de recursos e o aumento da transparência, mas também os custos e riscos associados. Ele discute como a governança corporativa desempenha papel de destaque na proteção dos interesses dos acionistas, envolvendo estrutura do conselho, incentivos e divulgação de informações. Além disso, sugere que a transparência nos controles internos e na governança pode mitigar riscos, melhorar o desempenho e alinhar expectativas entre investidores e gestores, sendo essencial para o sucesso sustentável das empresas pós-IPO.

O estudo de Trabelsi e Chalwati (2023) investiga a relação entre a adoção de "*poison pills*", que são estratégias de defesa utilizadas por empresas para se protegerem contra aquisições, com a manipulação de lucros reais e o fracasso de ofertas públicas iniciais (IPOs). Analisando 2.997 empresas que abriram capital entre 1993 e 2015, os autores descobrem que a manipulação de lucros está associada a uma maior probabilidade de falência dos IPOs. Além disso, identificam que estruturas de governança fracas entre acionistas contribuem para esse risco, revelando implicações significativas para investidores e partes interessadas.

Naidu *et al.* (2024) em estudo que avalia o índice de governança corporativa em empresas sul-africanas, indicam que os controles internos desempenham relevância na

supervisão das ações gerenciais e na proteção dos interesses dos acionistas. Os autores abordam os relatórios da *King Code* que enfatizam a importância de comitês de auditoria e mecanismos de controle interno para verificar informações financeiras e prevenir fraudes, baseando-se no posicionamento de seus antecessores de uma governança corporativa sólida como um elemento essencial da boa cidadania corporativa.

Wei et al. (2024) sugerem que, em um ambiente regulatório mais rigoroso, as práticas de governança são impactadas pela estrutura de propriedade concentrada, onde acionistas majoritários podem explorar recursos em detrimento dos minoritários. Assim, os controles internos tornam-se essenciais para mitigar esses riscos, garantindo que os interesses de todos os acionistas sejam protegidos e que as decisões corporativas sejam transparentes e justas.

Talawa e Badwan (2024) destacam que um sólido sistema de governança é essencial para mitigar conflitos de agência e riscos éticos, protegendo os interesses de todos os *stakeholders*. Os controles internos eficazes podem restringir comportamentos auto servientes da gestão, limitando manipulações contábeis que afetam diretamente os preços das ações. No contexto da Bolsa de Valores da Palestina que é abordado no estudo, uma estrutura de governança robusta melhora a transparência e a integridade das informações financeiras divulgadas, facilitando a tomada de decisões dos investidores e contribuindo para a estabilidade do mercado.

Nesse contexto, Momim *et al.* (2023) buscaram investigar como as empresas listadas, especificamente na *New Zealand Stock Exchange* (NZX), utilizam visuais em seus relatórios de sustentabilidade para comunicar informações sobre suas práticas de governança corporativa e desempenho em sustentabilidade. A pesquisa aborda a relação entre a comunicação visual e a gestão da imagem das empresas, sugerindo que a forma como as informações são apresentadas pode influenciar a percepção dos *stakeholders* sobre a governança e as práticas de controle interno.

Já De Barros *et al.* (2021), ao avaliar a evolução da governança neste ambiente de abertura de capital, indica que a contribui para mitigar conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários, especialmente em mercados emergentes como o Brasil. Os autores revelam que a governança eficaz é determinante para empresas em IPO, pois influencia a criação de valor ao assegurar transparência e alinhar interesses entre gestores e investidores.

Atinc, Kroll e Walters (2017) ao realizarem um levantamento sobre efeitos prejudiciais das mudanças de governança corporativa pós-IPO em empresas empreendedoras e jovens,

destacam que o IPO é um momento crítico para a empresa, pois traz novos investidores, maior controle, mas também riscos de agência. A transição para capital aberto altera a governança e os controles internos, podendo gerar conflitos entre proprietários e gestores.

Os resultados trouxeram evidências que mudanças na composição dos conselhos de administração após o IPO, impulsionadas por novos *blockholders*, resultam em menor desempenho operacional. Isso sugere que a interferência no conselho prejudica a eficácia empreendedora, especialmente em empresas jovens. A pesquisa também revelou a relevância de manter diretores originais para preservar o conhecimento tácito e garantir melhores resultados pós-IPO.

O estudo de Liu e Sun (2022) aborda como a presença de diretores independentes com experiência financeira nas instituições pode melhorar a governança corporativa, especialmente na definição de bônus para CEOs. A pesquisa revela que bancos com uma maior proporção de diretores independentes com essa especialização tendem a estabelecer bônus que estão mais associados ao desempenho futuro da empresa. A relação sugere mecanismos de governança eficientes no contexto de empresas listadas, onde a transparência e a responsabilidade são parte integrante no processo e estabilidade do mercado.

Já no contexto de diversidade de gênero e geográfica, abordados por Makpotche *et al.* (2024), governança corporativa e controles internos influenciam a inovação verde nas empresas. Os autores argumentam que uma governança interna eficaz pode reduzir conflitos de agência e custos de transação, promovendo decisões que beneficiam tanto os acionistas quanto a sociedade. Além disso, os mecanismos de governança interna são vistos como essenciais para facilitar o acesso ao financiamento e incentivar investimentos em pesquisa e desenvolvimento ambiental, destacando a relação positiva entre governança corporativa e inovação verde.

2.2 COMPLIANCE

2.2.1 Conceito, origem e evolução

Compliance, no contexto da governança corporativa, é amplamente definido como o conjunto de processos e procedimentos adotados por uma organização para garantir a conformidade com leis, regulamentos, políticas internas e padrões éticos. Adams (1994) define *compliance* como o gerenciamento de riscos regulatórios, e analisa riscos dentro de aspectos pelo qual as empresas buscam gerenciar.

Melo e Lima (2019) enfatizam que o estado de conformidade com as regras e padrões estabelecidos, conhecido como *compliance*, é uma ferramenta essencial de controle nas organizações, destacando o papel de conformidade como um mecanismo de proteção e gestão de riscos nas empresas.

Mohammadzai *et al.* (2023) destacam que *compliance* vai além de simplesmente cumprir obrigações legais; ele argumenta que adotar práticas eficazes de compliance pode ser estratégico para as organizações. Isso porque estar em conformidade não só reduz riscos legais e operacionais, mas também fortalece a reputação da empresa, aumenta a confiança dos stakeholders, e pode abrir portas para novas oportunidades de negócios.

Takezawa *et al.* (2022) definem *compliance* como o compromisso organizacional em seguir regras internas e externas, visando prevenir riscos e promover ética. Vai além de uma obrigação legal, sendo um estilo de vida empresarial que busca integridade. Destaca-se pela sua aplicação global, especialmente após regulamentações como a Lei Anticorrupção no Brasil, influenciando estratégias de gestão e incentivando a criação de estruturas como comitês de *compliance* e riscos.

Essa prática emergiu como uma resposta à crescente complexidade do ambiente regulatório e à necessidade de empresas de todos os tamanhos demonstrarem transparência e responsabilidade em suas operações. As empresas, profissionais e pesquisadores estão cada vez mais interessados nessa área devido à demanda cada vez maior por conformidade com legislações, normas, padrões ou melhores práticas (GHIRAN, BRESFELEAN, 2012).

O termo "*compliance*" surgiu em diferentes contextos legais e regulatórios nos Estados Unidos e no Reino Unido, refletindo a evolução das práticas de conformidade e regulamentação em ambos os países. Taylor (2005) ao abordar o tema, indica que nos EUA, o termo surgiu na década de 1930, em referência à necessidade de cumprir as leis de valores mobiliários e No Reino Unido começou a ser usado por volta de 1985, durante a tramitação da Lei de Serviços Financeiros, promulgada em 1986 e efetivada em 1988 como Lei de Serviços Financeiros.

Nesse contexto, Parrino (2016) destaca no âmbito de regulamentos da SEC, como a conformidade das empresas públicas regulamentadas em relação ao uso e divulgação de medidas financeiras não-GAAP, e como as orientações emitidas sinalizam um foco renovado por parte da SEC nesse aspecto da conformidade regulatória.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2017) realizou um levantamento seminal com os eventos que contribuíram para o compliance no Brasil e no mundo, conforme Tabela 2.

Tabela 2 - Principais eventos que contribuíram para a evolução do compliance no mundo e no Brasil

Ano	Evento/Lei/Instituição	Descrição da Contribuição
1929	Quebra da bolsa de Nova York	Provocou uma reforma regulatória nos EUA para proteger os investidores e promover a transparência nos mercados financeiros.
1934	Criação da SEC (Securities and Exchange Commission)	Estabeleceu a regulamentação dos mercados de valores mobiliários nos EUA, promovendo transparência e prestação de contas.
1940	Código Penal Brasileiro	Introduziu disposições relacionadas a crimes econômicos e financeiros, contribuindo para o combate à corrupção no Brasil.
1976	Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Proporcionou a regulação do mercado de capitais no Brasil, fortalecendo a governança corporativa e a proteção aos investidores.
1977	FCPA (Foreign Corrupt Practices Act)	Combateu a corrupção de empresas americanas no exterior, estabelecendo padrões éticos para transações internacionais.
1985	COSO	Desenvolveu o modelo COSO, fornecendo um framework para a avaliação e melhoria do controle interno nas organizações.
1986	Lei n. 7.492 (Lei do Colarinho Branco)	Definiu crimes contra o sistema financeiro nacional, fortalecendo o combate a fraudes e crimes financeiros.
1990	Lei n. 8.137 (Crimes contra a ordem tributária)	Reforçou as penalidades para crimes relacionados à ordem tributária, incentivando o cumprimento das leis fiscais.
1992	Lei n. 8.429 (Improbidade administrativa)	Estabeleceu normas para punir atos de improbidade no serviço público, promovendo a ética e a integridade na administração.
1993	Lei n. 8.666 (Lei de Licitações)	Estabeleceu regras para licitações e contratos públicos, promovendo a transparência e a igualdade de oportunidades.
1995	Fundação do IBGC	Promoveu boas práticas de governança corporativa no Brasil, incentivando a transparência, prestação de contas e equidade.
1996	Convenção da OEA (Organização dos Estados Americanos)	Reforçou a cooperação entre os países nas áreas de combate à corrupção e lavagem de dinheiro.
1997	Convenção da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico)	Estabeleceu padrões internacionais de governança corporativa, promovendo a transparência e a responsabilidade.
1998	Lei n. 9.613 (Combate à lavagem de dinheiro)	Instituiu medidas para prevenir e combater a lavagem de dinheiro, fortalecendo o sistema financeiro.
1999	Convenção Penal do Conselho Europeu contra Corrupção	Reforçou a cooperação internacional na luta contra a corrupção, estabelecendo padrões para investigação e punição.
2000	Lançamento do Novo Mercado (B3)	Introduziu práticas mais rigorosas de governança corporativa para empresas listadas, melhorando a transparência e a responsabilidade.
2002	Lei Sarbanes-Oxley	Reforçou as normas de governança corporativa e auditoria nos EUA após os escândalos corporativos do início dos anos 2000.
2003	Convenção da ONU contra a corrupção/ Criação da CGU (Controladoria-Geral da União)	Reforçou o compromisso internacional na luta contra a corrupção e fortaleceu os mecanismos de controle interno no Brasil.
2010	Dodd-Frank Act	Implementou reformas financeiras nos EUA, visando prevenir crises e aumentar a transparência no mercado financeiro.
2011	Lei n. 12.529 (Lei do Cade) / UK Bribery Act	Fortaleceu a legislação antitruste e anticorrupção, promovendo a concorrência justa e o combate à corrupção.
2012	Lei n. 12.683 (altera a Lei n. 9.613/98)	Aprimorou as medidas de combate à lavagem de dinheiro no Brasil, fortalecendo a integridade do sistema financeiro.

2013	Lei n. 12.846 (Lei Anticorrupção); Lei n. 12.850 (Lei da Organização Criminosa)	Estabeleceu regras mais rigorosas para combater a corrupção e o crime organizado, incentivando práticas éticas nas empresas.
2015	Decreto n. 8.420 (regulamenta a Lei n. 12.846); Programa Destaque em Governança de Estatais da BM&FBovespa (atualmente B3)	Reforçou as medidas de combate à corrupção e promoveu boas práticas de governança nas empresas estatais brasileiras.
2016	Lei n. 13.303 (Lei das Estatais)	Regulamentou a governança das empresas estatais, fortalecendo a transparência e a prestação de contas no setor público.
2017	Novo regulamento do Novo Mercado da B3	Aperfeiçoou as regras de governança corporativa para empresas listadas na bolsa brasileira, promovendo melhores padrões de transparência e responsabilidade.

Fonte: Adaptado de IBGC (2017)

A origem do compliance remonta ao início do século XX, quando o surgimento de grandes corporações industriais nos Estados Unidos levou à promulgação de leis antitruste e regulamentações trabalhistas. A partir dos escândalos corporativos que abalaram o mercado financeiro no início dos anos 2000, como o caso Enron, a necessidade de práticas contábeis, auditoria, governança corporativa e de conformidade tornou-se mais evidente (VINTEN, 2002).

Porém, os autores Ferrer, Galvão e Carvalho (2020), indicam no estudo que há uma tensão entre a necessidade de *compliance* e o sucesso do projeto. O cumprimento rigoroso de normas pode, em alguns casos, entrar em conflito com os objetivos de prazo, custo e qualidade dos projetos, criando desafios para os gestores que precisam equilibrar esses aspectos.

Para Sandholtz e Burrows (2016) que avaliam a tensão e o *compliance* no contexto de Recursos Humanos (RH), indicam que existe uma tensão contínua entre o papel de *compliance* e as expectativas dos gestores de linha de que o RH seja um parceiro estratégico de negócios porque as funções de *compliance* frequentemente se afastam das imperativas técnicas e econômicas, focando mais em satisfazer as demandas regulatórias e sociais externas.

No entanto, Lamboy, Riseigato e Coimbra (2017) indicam que a função do *compliance* está interligada a outras áreas da organização, como RH, gestão de riscos e controles, e depende da cooperação com esses departamentos para alcançar objetivos comuns. Aproveitar essas relações intraorganizacionais é essencial para a implantação eficaz de um programa de *compliance*.

Dentro dessa perspectiva, Paz, Azevedo e Sousa (2023) a área de *compliance* deve atender a uma série de requisitos essenciais: ser independente, contar com uma estrutura multidisciplinar, estar formalmente integrada à estrutura da empresa, ter um coordenador responsável e estar livre de conflitos de interesse.

2.2.2 Cultura de *Compliance* e seu Impacto na Sustentabilidade de Empresas Listada

A conformidade é um componente essencial na governança corporativa, especialmente para empresas que buscam abrir seu capital ou manter-se listadas em bolsas de valores. As normas e regulamentações de compliance têm como objetivo garantir que as empresas operem dentro dos limites legais, promovendo transparência, ética e responsabilidade. Em muitos países, essas normas são estabelecidas por órgãos reguladores que visam proteger os investidores e o mercado financeiro.

Em artigo publicado pela B3, discute o Novo Mercado, um segmento da bolsa que reúne empresas com altos padrões de governança corporativa. O objetivo do Novo Mercado é estabelecer um modelo diferenciado de governança que vá além das exigências legais brasileiras, proporcionando maior segurança e confiança aos investidores. As empresas que aderem a esse segmento emitem apenas ações ordinárias, garantem igualdade de direitos aos acionistas e adotam um padrão elevado de transparência. Além disso, devem implementar estruturas de fiscalização, como auditoria interna e *compliance*, e criar comitês de auditoria, assegurando um gerenciamento de riscos robusto.

Reddy, Le e Paul (2023) abordam a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) e como esta introduziu regulamentações de *compliance* para melhorar a governança corporativa e a transparência financeira. Essas normas exigiram auditorias mais robustas, a formação de comitês de auditoria e controles internos rigorosos, o que aumentou os custos de conformidade. Embora essas exigências tenham beneficiado a qualidade das informações financeiras, elas também desincentivaram IPOs e aumentaram a preferência por mercados privados menos regulamentados, especialmente para empresas menores.

Srivastana e Anand (2024) corroboram com a questão, trazendo a perspectiva de que a SOX aumentou a qualidade das auditorias e a confiança do mercado, porém, trouxe custos altos de conformidade, afetando decisões sobre IPOs.

No contexto Chinês, Chi e Gooda (2024) revelam que após a abertura de capital (IPO), empresas enfrentam pressões para manter sua listagem, especificamente no país, onde há regulamentos rígidos para deslistagem. Empresas que apresentam prejuízos por dois anos consecutivos recebem uma designação especial e, se continuarem a ter perdas, podem ser advertidas com risco de deslistagem. Isso cria incentivos para manipulação de resultados financeiros, destacando a importância de controles internos e práticas de *compliance* eficazes para evitar deslistagem e manter a conformidade com normas regulatórias.

Bhullar, Grover e Tiwari (2024) indicam que as normas e regulamentações desempenham essência na governança corporativa e na divulgação de informações durante o processo de IPO. Ao realizarem um estudo voltado a divulgações de fatores de riscos, detalham sobre a Seção 26 da Lei das Empresas da Índia de 2013 e as regulamentações da Comissão de Valores Mobiliários da Índia (SEBI) exigem a inclusão de informações específicas na seção "Fatores de Risco" dos prospectos.

Essas regulamentações visam mitigar a assimetria de informações, promovendo a transparência e aumentando a credibilidade das divulgações. A conformidade com essas normas é vital para a proteção dos investidores e para a melhoria da confiança do mercado nas ofertas públicas, minimizando fraudes e declarações enganosas.

Levangie (2005) menciona que a governança corporativa e o compliance são aspectos essenciais a serem considerados durante o processo de IPO. O autor ainda ressalta a relevância de um ambiente de governança sólido para evitar problemas legais e de reputação, que podem surgir se as empresas não estiverem em conformidade com as normas estabelecidas durante e após o IPO.

No contexto brasileiro, Sousa *et al.* (2024) ao realizarem um estudo sobre divulgações de companhias de capital aberto pós-escândalo da Lava Jato, revelou um aumento significativo de 97% na divulgação de temas relacionados ao *compliance* nos relatórios de administração de companhias analisadas entre 2014 e 2019. As categorias de maior crescimento foram política anticorrupção, cultura organizacional de *compliance* e programas internos de *compliance*. Setores como bens industriais, petróleo, gás e utilidade pública destacaram-se em divulgações.

2.3 TEORIA DA AGÊNCIA

2.3.1 Conceitos fundamentais da Teoria da Agência

A Teoria da Agência é uma das bases teóricas fundamentais da governança corporativa, fornecendo insights valiosos sobre a relação entre os diversos agentes envolvidos em uma empresa e os desafios de alinhar seus interesses. Bendickson *et al.* (2016) menciona que a pesquisa do agente principal se concentra mais nos problemas conceituais e teóricos subjacentes à relação principal-agente, enquanto a pesquisa positivista tende a se concentrar em abordagens práticas e empíricas para resolver esses problemas na prática organizacional e econômica

A teoria da agência é uma estrutura conceitual amplamente utilizada na economia e nas ciências sociais para analisar os problemas de delegação e controle entre partes que têm

interesses distintos. Jensen e Mecling (1976) destacam em seus estudos, as assimetrias de informação e os conflitos de interesses que surgem quando uma parte (o principal) delega autoridade e responsabilidade a outra parte (o agente) para agir em seu nome.

Para resolver ou mitigar os problemas de agência, várias estratégias e mecanismos podem ser implementados. Fama e Jensen (1983) indicam que essa relação é caracterizada por uma divergência de interesses, já que o gestor pode buscar maximizar seus próprios ganhos em detrimento dos interesses dos acionistas.

Além disso, a teoria da agência tem sido utilizada para analisar questões comportamentais e psicológicas na tomada de decisão. Neste contexto, Eisenhardt (1989) destaca que é amplamente aplicável em diferentes cenários, abrangendo desde questões macro, como política regulatória, até questões micro, como culpa, gerenciamento de impressões e expressões de interesse próprio. Essa teoria tem sido predominantemente utilizada para analisar fenômenos organizacionais.

A relação de agência intrinsecamente é desenvolvida pela dualidade dentro de um problema fundamental que é o comportamento das partes. Bouckova (2015) explora o problema da agência, onde o agente pode não agir no melhor interesse do principal.

A assimetria de informação é um conceito fundamental na teoria econômica e nos modelos de agência. Refere-se à situação em que uma parte em uma transação possui mais informações do que a outra parte. Linder e Foss (2015) detalham que isso pode levar a desequilíbrios no mercado e afetar o comportamento dos agentes econômicos.

Al-Shammari, O'Brien e Albusandi (2013) abordaram a teoria da agência no contexto das ofertas públicas iniciais (IPOs), destacando que as relações entre acionistas e gestores podem não estar alinhadas. A estrutura de propriedade das empresas modera a relação entre a internacionalização e o desempenho do IPO, onde uma maior participação de proprietários, como CEOs, pode sinalizar confiança aos investidores. A teoria da sinalização também é relevante, pois a internacionalização pode ser vista como um sinal positivo, mas seu impacto depende da estrutura de propriedade.

Styhre (2023) corrobora discutindo conceito de agência dentro de uma estrutura filosófica pragmatista, propondo que a agência é gerada por meio de interações, onde práticas recorrentes moldam ações futuras. Em vez de ver a agência como um fato social ou um produto de estruturas sociais, ele argumenta que ela se forma através da linguagem compartilhada, que justifica a crença na capacidade dos indivíduos de agir de maneira racional. Essa abordagem

visa integrar teoria social e análise organizacional, destacando a importância das interações sociais na constituição da agência e do significado compartilhado.

O enfoque de Styhre (2023) sobre a agência em interações traz riscos ao processo pós-IPO, especialmente na governança e controles internos. A inadequação da nova estrutura pode resultar em decisões mal-informadas, gerando conflitos entre interesses variados de acionistas. Além disso, a resistência à mudança pode ocorrer se a comunicação não for clara, dificultando a adaptação às novas exigências.

O estudo de Hasan, Sufi e Hussainey (2023) investiga a relação entre características do comitê de risco e a divulgação de riscos em bancos do Paquistão, um país emergente. Os autores descobriram que o tamanho do comitê de risco está positivamente associado à divulgação de riscos, apoiando a teoria da agência. No entanto, a independência do comitê e a diversidade de gênero apresentaram associações negativas, o que contrasta com as expectativas teóricas, possivelmente devido a um fraco arcabouço regulatório, evidenciando problemas que são observados durante esse momento de mudança.

Zhang, Mahenthiran e He Huang (2012) exploram essa perspectiva e fundamenta-se no seu estudo sob a perspectiva da teoria da agência. Os autores abordam a relação entre acionistas (principais) e gestores (agentes) em uma empresa. Em contextos de deslistagem, especialmente em mercados emergentes como o da China, as empresas enfrentam pressões para melhorar sua governança e desempenho financeiro devido a regulamentações que impõem restrições a firmas com desempenho insatisfatório.

Lee e Ko (2022) investigaram como decisões de governança impactam a sobrevivência de empresas estrangeiras após IPOs nos EUA, focando na presença de CEOs fundadores, dualidade de CEO e tamanho do conselho. A pesquisa, que analisou 86 empresas entre 2000 e 2008, concluiu que a dualidade de CEO e a presença de um CEO fundador não contribuem para a sobrevivência, mas a dualidade atenua os efeitos negativos do tamanho do conselho grande.

Algebaly, Ibrahim e Ahmad-Zaluki (2014) argumentam que a presença de investidores institucionais e capital de risco pode mitigar os problemas associados à teoria da agência. A participação desses investidores pode melhorar a supervisão das ações dos gestores e, conseqüentemente, levar a um melhor desempenho operacional e menor risco de deslistagem. Isso ocorre porque investidores institucionais tendem a exigir maior transparência e responsabilidade, enquanto os investidores, além de fornecer financiamento, também

desempenham um papel de monitoramento e aconselhamento, ajudando a alinhar os interesses dos gestores e acionistas.

2.3.2 O Efeito *Dunning-Kruger* na dinâmica da agência: implicações para a tomada de decisão e supervisão

A teoria de *Dunning-Kruger* e a teoria da agência são conceitos fundamentais que abordam diferentes aspectos do comportamento humano e da tomada de decisão, especialmente no contexto organizacional e gerencial. A teoria de *Dunning-Kruger*, formulada por Dunning e Kruger (1999), sugere que indivíduos com baixo conhecimento ou habilidade em uma determinada área tendem a superestimar suas capacidades. Dentro de um contexto organizacional, as pessoas assumem um papel determinante nas operações e atividades que são desempenhadas, bem como os controles que são implementados para a tomada de decisão.

Mueller-Saegebrecht e Walter (2024) discute o papel dos gerentes dispostos a correr riscos na tomada de decisões estratégicas, destacando a influência de teorias como a da agência e comportamental. Os resultados indicam que esses gerentes tendem a buscar coesão na equipe, sentindo-se mais seguros ao tomar decisões arriscadas.

Em contraste, gerentes avessos ao risco mostram maior propensão a conflitos. O autor argumenta que a aversão ao risco é essencial para a sobrevivência organizacional a longo prazo, pois leva a uma análise cuidadosa das opções. No entanto, a dinâmica do grupo não garante decisões equilibradas, e a disposição individual para o risco permanece uma constante.

Porém, Chen et al. (2014) analisam como o narcisismo e a confiança em gerentes afetam a manutenção de controles internos ineficazes. Gerentes confiantes tendem a superestimar suas habilidades e acreditar que podem controlar eventos fora de seu alcance, o que os leva a desconsiderar a necessidade de controles internos eficazes.

A pesquisa indica que a probabilidade de manter controles ineficazes é maior em empresas com esses gerentes. Além disso, não há evidências de que eles consigam mitigar as consequências negativas dessa ineficácia, como ineficiências operacionais e baixa qualidade de relatórios financeiros.

Isso ocorre porque a falta de conhecimento não apenas resulta em um desempenho inferior, mas também impede a pessoa de reconhecer sua incompetência. Em contraste, indivíduos mais competentes tendem a subestimar suas habilidades, uma vez que possuem um conhecimento mais abrangente e, portanto, são mais conscientes das complexidades envolvidas

na tarefa em questão. Essa divergência entre a autopercepção e a realidade tem implicações significativas na maneira como os indivíduos interagem em ambientes colaborativos, tomam decisões e, em última análise, afetam o desempenho organizacional.

Pennycook *et al.* (2017) investigam o efeito *Dunning-Kruger*, onde indivíduos menos competentes tendem a não reconhecer sua incompetência, superestimando seu desempenho em tarefas cognitivas, como o teste de reflexão cognitiva. O estudo revela que aqueles com baixo desempenho superestimam suas habilidades em mais de três vezes, enquanto os mais competentes tendem a subestimar seu desempenho. O texto também aborda a disposição para o raciocínio analítico, sugerindo que pessoas menos analíticas frequentemente superestimam sua necessidade de raciocínio. Essa falta de autoconhecimento pode ser um obstáculo para a melhoria pessoal e a tomada de decisões.

Por outro lado, a teoria da agência, desenvolvida por Jensen e Meckling em 1976, foca nas relações entre os agentes e os principais em um contexto corporativo. Os principais são aqueles que possuem os recursos, como os acionistas de uma empresa, enquanto os agentes são os gestores que tomam decisões em nome dos principais.

Já Rzeszutek *et al.* (2020), discutem a super confiança como uma tendência comportamental exibida por gestores corporativos, especificamente em relação às decisões de oferta pública inicial (IPO). A super confiança é descrita como um viés que leva os gerentes a acreditarem que suas habilidades ou informações são melhores do que realmente são. Essa crença excessiva pode impactar negativamente as práticas de gestão e o processo de criação de valor da empresa.

O artigo observa que, segundo a teoria neoclássica das finanças corporativas, a avaliação do custo de levantar capital por meio da venda de valores mobiliários deve ser precisa em diferentes condições de mercado, o que implica que o momento da abertura de capital não deveria afetar o preço das ações. No entanto, na prática, os gerentes podem optar por fazer IPOs em momentos de avaliações de negligenciamento de IPOs.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo apresenta a aplicação empírica da pesquisa, descrevendo os procedimentos adotados e a justificativa para a escolha do método mais adequado ao alcance dos objetivos propostos. A definição metodológica constitui elemento que assegura a coerência entre o problema de pesquisa, os objetivos específicos e as técnicas de análise empregadas, garantindo a suficiência e a relevância dos resultados obtidos.

O estudo abrange o período de 2019 a 2025, correspondendo a seis anos de observação das companhias que tiveram o cancelamento de registro de companhia aberta na B3 nesse intervalo. Esse recorte temporal possibilita captar o comportamento mais recente do mercado de capitais brasileiro, considerando as transformações econômicas, climáticas, saúde, regulatórias e estruturais que impactaram diretamente as práticas de governança corporativa, controles internos e compliance.

Embora a análise empírica esteja estruturada a partir de um recorte temporal específico, o fenômeno de deslistagem é compreendido como um processo dinâmico e multifatorial, construído ao longo do tempo. Nesse sentido, os resultados obtidos refletem um estado observável das companhias no período analisado, não esgotando a complexidade das trajetórias organizacionais que antecedem ou sucedem o evento de saída do mercado de capitais.

A metodologia adotada busca analisar, de forma quantitativa, os fatores associados aos controles internos e sua relação com práticas de compliance, governança corporativa na influência ou percepção ao processo de deslistagem de companhias de capital aberto. A presente pesquisa não tem por objetivo estabelecer relações de causalidade entre as variáveis analisadas, mas sim identificar associações estatísticas entre os fatores observados. Dessa forma, os resultados devem ser interpretados de relações associativas, não sendo possível afirmar que determinadas características de governança, controles internos ou compliance constituem causas diretas do processo de deslistagem.

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

A pesquisa científica pode ser classificada de diferentes maneiras, conforme critérios adotados pelos autores, permitindo compreender sua natureza, alcance e propósito. Lakatos e Marconi (2021) afirmam que essa classificação situa o trabalho em um tipo específico de investigação, possibilitando identificar sua finalidade, método e nível de aprofundamento. Kauark, Manhães e Souza (2010) ressaltam que a metodologia envolve decisões epistemológicas e operacionais que orientam o desenvolvimento da pesquisa, indo além de aspectos formais.

Este estudo tem como objetivo analisar os fatores associados à deslistagem de companhias de capital aberto no Brasil, investigando o (des)uso de controles internos e sua relação com a governança corporativa e as práticas de compliance no período de 2019 a 2025.

Quanto aos seus objetivos, a pesquisa caracteriza-se como exploratória, uma vez que busca aprofundar a compreensão de um fenômeno observado entre companhias de capital

aberto. Lösch, Rambo e Ferreira (2023) destacam que a pesquisa exploratória tem como finalidade compreender o fenômeno estudado conforme ele se apresenta no contexto em que está inserido. Nessa perspectiva, procurou-se identificar e interpretar as características desse processo a partir de dados primários e secundários, avaliando a relação entre atividades gerenciais, controles internos, governança corporativa e a decisão de saída do mercado de capitais.

Quanto à abordagem metodológica, o estudo é quantitativo, fundamentado na análise estatística de dados obtidos por questionário estruturado e por informações secundárias do site oficial da B3. Conforme Gerhardt e Silveira (2009), a abordagem quantitativa utiliza linguagem matemática para descrever relações entre variáveis, enquanto Aithal e Aithal (2023) destacam sua capacidade de mensurar fenômenos e interpretar associações de forma objetiva.

A pesquisa utilizou dados secundários extraídos da base pública da B3 e dados primários provenientes de *survey* estruturado aplicado às empresas participantes. O *survey* foi realizado entre os meses de junho e dezembro de 2025.

Os dados secundários referem-se às informações documentais obtidas junto à base pública da B3, utilizadas para identificação dos motivos de deslistagem e construção das variáveis quantitativas do estudo. Já os dados primários correspondem às respostas obtidas por meio do *survey* aplicado aos gestores das companhias, sendo utilizados de forma complementar, com caráter interpretativo e exploratório.

Quanto aos procedimentos técnicos, adotaram-se duas técnicas principais de coleta de dados, sendo estruturado correspondendo ao *survey* e análise documental a partir dos dados secundários extraídos da base pública da B3, conforme a concepção de Gil (2022). Ainda, utilizado a triangulação de dados para contribuição da pesquisa.

O *survey* foi utilizado para captar formalmente a percepção dos gestores por meio de questionário estruturado, caracterizado pela coleta de dados em um único momento (Freitas *et al.*, 2000; Gil, 2022). O instrumento, baseado em referenciais de governança corporativa, controles internos, compliance, teoria da agência e deslistagem, totalizou 40 questões distribuídas em sete blocos temáticos e foi encaminhado às 117 companhias deslistadas da B3 entre 2019 e 2025, correspondendo à totalidade da população definida para o estudo, das quais três responderam integralmente, constituindo a base de dados primários de caráter exploratório.

A segunda técnica corresponde à análise documental, realizada a partir de dados secundários extraídos da base pública da B3. Para viabilizar a utilização desses dados em

análise quantitativa, foi empregada a técnica de análise de conteúdo proposta por Bardin (2016), utilizada neste estudo como procedimento de tratamento dos dados, com o objetivo de categorizar e converter informações textuais em variáveis mensuráveis.

Nesse sentido, a análise de conteúdo não foi utilizada como abordagem qualitativa interpretativa, mas como instrumento de estruturação e quantificação dos dados documentais. Essa técnica permite categorização sistemática e inferência a partir de dados empíricos, sendo aplicada neste estudo para organização semântica e transformação das informações em variáveis mensuráveis. A análise de conteúdo foi aplicada aos textos descritivos dos motivos de cancelamento de registro, convertendo-os em valores numéricos compatíveis com escala ordinal de 1 a 4.

As informações secundárias foram transformadas em variáveis mensuráveis, resultando em uma matriz composta por 117 empresas e 32 variáveis, viabilizando tratamento estatístico integrado.

A pesquisa fundamenta-se na aplicação de técnicas estatísticas não paramétricas, em especial o teste de *Kruskal-Wallis*, adequado à natureza ordinal das variáveis e à comparação entre grupos independentes. A escolha por métodos não paramétricos decorre do fato de as variáveis analisadas serem mensuradas em escala ordinal, o que não pressupõe distribuição normal dos dados, inviabilizando a aplicação de testes paramétricos tradicionais. Nesse contexto, o teste de *Kruskal-Wallis* mostra-se apropriado por permitir a comparação entre múltiplos grupos independentes sem a exigência de normalidade, sendo amplamente utilizado em estudos empíricos com esse tipo de estrutura de dados.

As análises estatísticas foram realizadas com o auxílio do *software Statistical Package for the Social Sciences (SPSS)*, o qual foi utilizado para o tratamento dos dados, execução dos testes não paramétricos e geração dos resultados estatísticos. Hair et al. (2019) destacam que o uso de técnicas multivariadas em estudos empíricos contribui para identificar padrões de associação entre variáveis complexas, ampliando a consistência dos resultados.

Diante da limitação associada ao baixo número de respostas do survey, foi combinado à análise documental quantitativa, permitindo comparar respostas das empresas participantes com padrões identificados na base da B3. A triangulação de dados possibilitou reduzir vieses de mensuração e fortalecer a validade interna por meio da verificação cruzada das evidências.

Adicionalmente, a pesquisa utiliza a triangulação entre dados primários e secundários como estratégia para indicar evidências apropriadas para responder a proposta metodológica,

permitindo uma análise comparativa e complementar das evidências relacionadas ao ambiente de controles internos, aos mecanismos de governança e às decisões estratégicas associadas à permanência ou saída das companhias do mercado de capitais.

3.2 ESCOPO

O escopo de uma pesquisa define os limites conceituais, temporais e empíricos dentro dos quais a investigação é conduzida, assegurando a coerência entre os objetivos formulados e o alcance das análises realizadas. Gil (2022) define que a delimitação do problema e do escopo tornam a pesquisa viável e relevante, evitando a dispersão e garantindo que os objetivos possam ser atingidos dentro das condições estabelecidas.

O escopo deste estudo está centrado na análise do impacto do ambiente de controles internos e compliance sobre o processo de deslistagem de companhias de capital aberto no contexto do mercado de capitais brasileiro. A investigação compreende o período de 2019 a 2025, recorte temporal que abrange cinco anos de observação e reflete mudanças estruturais, regulatórias e econômicas significativas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão.

Esse intervalo foi selecionado por incluir eventos de alta relevância, como revisões normativas da CVM, alterações nas práticas de governança corporativa e os efeitos da pandemia da COVID-19, que impactaram diretamente a dinâmica de permanência das companhias no mercado acionário.

Jain (2024) analisou o impacto da pandemia da COVID-19 sobre as deslistagens voluntárias na Índia entre 2018 e 2024, constatando um aumento expressivo durante o auge da crise sanitária. O autor identificou que empresas mais jovens e com baixa liquidez foram as mais propensas a se deslistar, especialmente nos setores têxtil, siderúrgico e farmacêutico, em razão da queda na demanda, ruptura das cadeias produtivas e elevação de custos.

Para a delimitação do escopo desta pesquisa, considerou-se o estudo de Kizko, Cherkasova e Grigorieva (2023), que analisou os fatores determinantes do *delisting* voluntário de companhias abertas na Rússia, segmentando a amostra conforme o estágio do ciclo de vida corporativo. Tal abordagem reforça a importância de compreender a decisão de deslistagem sob diferentes perspectivas organizacionais e contextuais, demonstrando que as motivações variam conforme o nível de maturidade da empresa.

Assim, o presente trabalho também busca identificar, em um contexto distinto, o mercado brasileiro, as relações entre controles internos, governança corporativa e compliance

nos processos de deslistagem ocorridos entre 2019 e 2025, ampliando o debate proposto por Kizko, Cherkasova e Grigorieva (2023) sobre os fatores que influenciam a permanência ou saída do mercado de capitais.

Lopes, Marques e Louzada (2017) analisaram as deficiências dos controles internos em companhias listadas na B3 entre 2010 e 2015, identificando que as principais fragilidades reportadas estavam relacionadas ao treinamento (23%), falhas tecnológicas (20%) e segregação de funções (12%). Os autores evidenciam que a divulgação dessas deficiências ainda é limitada e, em muitos casos, inconsistente com as expectativas da CVM, o que revela fragilidades na estrutura de governança e no processo de monitoramento interno das organizações.

Considerando esse cenário, o presente estudo delimita seu escopo à análise das deficiências de controles internos, da governança corporativa e dos mecanismos de compliance de companhias abertas brasileiras no período de 2019 a 2025, buscando compreender se tais fragilidades estão associadas à decisão de deslistagem, ampliando o debate proposto por Lopes, Marques e Louzada (2019) no contexto recente do mercado de capitais brasileiro.

Kashefi Pour e Lasfer (2013) investigaram as motivações do *delisting* voluntário no mercado britânico e constataram que empresas com alta alavancagem, baixa rentabilidade e dificuldade de captar recursos tendem a deixar a bolsa por não obterem os benefícios esperados da listagem. Os autores também identificaram queda significativa no valor das ações antes e após o anúncio, reforçando que a decisão está associada à perda de acesso a financiamento e valor de mercado.

Liu e Li (2014) analisaram o ciclo de vida das companhias após o IPO no mercado chinês, identificando que o *delisting* é fortemente influenciado pelo desempenho operacional prévio, indicadores financeiros e estrutura de governança no momento da abertura de capital. Os autores demonstraram que empresas com rentabilidade fraca, alto risco e baixa independência do conselho apresentam maior probabilidade de serem deslistadas.

Magni *et al.* (2021) investigaram a relação entre custos de agência, desempenho financeiro e deslistagem voluntária em empresas europeias, concluindo que altos níveis de fluxo de caixa livre incentivam gestores a optar pelo fechamento de capital. O estudo mostra que indicadores como *Tobin's Q* e retorno das ações moderam essa relação, evidenciando que o excesso de liquidez pode ampliar conflitos de agência e antecipar decisões de saída do mercado como forma de preservar valor e reduzir custos de governança.

A definição deste escopo justifica-se pela lacuna existente na literatura nacional quanto à análise quantitativa dos fatores de governança, controle e conformidade que antecedem o processo de deslistagem no mercado brasileiro.

Enquanto Jain (2024) evidencia que choques sistêmicos, como a pandemia da COVID-19, intensificam as deslistagens por fragilidade financeira e perda de liquidez, estudos internacionais como os de Kizko, Cherkasova e Grigorieva (2023), Kashefi Pour e Lasfer (2013) e Liu e Li (2014) demonstram que o desempenho operacional, a estrutura de governança e o ciclo de vida corporativo são variáveis determinantes na decisão de fechamento de capital.

De forma complementar, Magni, Morresi, Pezzi e Graziano (2021) associam a decisão de deslistagem ao aumento dos custos de agência decorrentes de elevados fluxos de caixa livres, indicando que a saída do mercado pode representar uma estratégia de preservação de valor e eficiência gerencial.

No contexto nacional, Lopes, Marques e Louzada (2019) ressaltam a persistência de deficiências nos controles internos e na transparência das companhias listadas na B3, reforçando a relevância de investigar, sob uma perspectiva empírica, como esses fatores de governança, compliance e controle interno influenciam o risco de deslistagem no período recente de 2019 a 2025.

A delimitação deste estudo compreende a definição dos limites conceituais, empíricos e geográficos dentro dos quais a pesquisa se desenvolve, assegurando coerência metodológica e foco analítico. De acordo com Lakatos e Marconi (2003), a delimitação é necessária para evitar dispersão temática e garantir profundidade dentro de um recorte factível de investigação.

Nessa perspectiva, Vergara (2016) destaca que a delimitação de um estudo consiste em explicitar as fronteiras do conhecimento que se pretende alcançar, definindo com precisão o que será contemplado e o que ficará fora do escopo da pesquisa. Assim, a delimitação conceitual deste trabalho concentra-se na análise da relação entre controles internos, compliance, governança corporativa, teoria da agência e a decisão de deslistagem, entendendo esses elementos como fatores explicativos do comportamento das companhias de capital aberto diante da manutenção ou da retirada do registro de listagem.

O foco da investigação está voltado à perspectiva interna e gerencial das organizações, considerando mecanismos de controle, conformidade e governança como determinantes da sustentabilidade corporativa, e excluindo abordagens de natureza macroeconômica, tributária ou de política monetária.

Dentro desse intervalo, foram analisadas 117 companhias que tiveram o cancelamento de registro de companhia aberta na B3, caracterizando um estudo de natureza censitária, por contemplar a totalidade da população definida no período analisado. O *survey* estruturado foi aplicado a todas essas empresas, obtendo três respostas completas, que compuseram os dados primários. As demais informações foram coletadas por meio de dados secundários documentais da B3, permitindo a ampliação da base analítica.

Os dados textuais referentes aos motivos de cancelamento foram submetidos à Análise de Conteúdo, conforme Bardin (2016), possibilitando a conversão de informações qualitativas em variáveis mensuráveis e compatíveis com a escala ordinal utilizada no questionário. O tratamento estatístico foi conduzido no *SPSS Statistics*, utilizando Análise Fatorial Exploratória e Análise de Clusters, conforme as recomendações de Hair *et al.* (2019), de modo a identificar padrões, agrupamentos e relações entre as variáveis.

A delimitação geográfica está restrita ao mercado de capitais brasileiro, tendo como referência as empresas registradas na B3, única bolsa de valores em operação no país. Conforme Yin (2018), o recorte geográfico deve refletir o ambiente institucional no qual o fenômeno ocorre e onde suas condições influenciam diretamente o comportamento organizacional.

Nesse contexto, o Brasil apresenta um arcabouço regulatório complexo e dinâmico, supervisionado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o que o torna apropriado para examinar o impacto dos mecanismos de governança, controle e compliance sobre a decisão de deslistagem. Assim, a pesquisa delimita-se conceitual e empiricamente às companhias brasileiras de capital aberto, abrangendo diferentes setores e portes, mas inseridas em um mesmo ambiente jurídico-regulatório, garantindo comparabilidade e consistência empírica dos resultados.

3.3.2 Limitações do estudo

A limitação desta pesquisa, denota-se pela dificuldade de retorno de todas as empresas participantes do escopo da pesquisa, embora a população tenha sido representativa para o contexto da pesquisa, ressalta-se a dificuldade dentro do contexto em que as empresas estão inseridas e que foi âmbito desta pesquisa.

Conforme Gil (2022), reconhecer as limitações de um estudo é parte essencial do rigor científico, pois confere transparência ao processo investigativo e delimita o alcance das conclusões. Da mesma forma, Lakatos e Marconi (2003) reforçam que as restrições impostas

pelo acesso à informação, tempo e disponibilidade das fontes constituem variáveis inevitáveis na execução de pesquisas empíricas.

Neste trabalho, as principais limitações identificadas decorrem tanto da natureza dos dados coletados quanto do comportamento da amostra e das condições institucionais das empresas analisadas, conforme descrito a seguir.

A principal limitação diz respeito ao baixo índice de respostas do *survey* encaminhado às empresas da população-alvo. O instrumento de pesquisa foi enviado a 117 companhias que tiveram o cancelamento de registro de companhia aberta na B3 entre 2019 e 2025, porém apenas três responderam integralmente ao questionário.

Essa limitação reduziu a amplitude dos dados primários, restringindo a capacidade de generalização das percepções diretas sobre o ambiente de controle e compliance. Segundo Cooper e Schindler (2016), a ausência de respostas pode introduzir viés de não resposta (nonresponse bias), que ocorre quando as empresas que não participam diferem sistematicamente daquelas que responderam.

Os dados provenientes do *survey* devem ser interpretados como de caráter exploratório e complementar, não sendo utilizados como base para inferências estatísticas generalizáveis. Seu papel no estudo consiste em apoiar a interpretação dos achados e enriquecer a análise a partir da percepção dos respondentes, sem comprometer a validade das conclusões, que se fundamentam predominantemente nos dados secundários e na análise estatística aplicada ao conjunto ampliado de empresas.

A segunda limitação refere-se ao uso de dados secundários provenientes da base pública da B3. Embora a base forneça informações oficiais sobre os motivos de cancelamento de registro, essas descrições nem sempre são uniformes, detalhadas ou comparáveis entre as empresas. Em muitos casos, os motivos são descritos de forma genérica, por exemplo, “reorganização societária”, “incorporação” ou “decisão estratégica” sem evidenciar os fatores subjacentes relacionados a falhas de governança, deficiências de controle ou riscos de compliance.

Para tratar essas limitações, foi aplicada a técnica de Análise de Conteúdo de Bardin (2016) com enfoque quantitativo, de modo a codificar semanticamente as informações textuais e traduzi-las em variáveis numéricas compatíveis com as 32 questões do *survey*. Ainda assim, conforme observa Creswell (2014), a interpretação de dados secundários está sujeita à subjetividade do pesquisador, especialmente quando há necessidade de inferência sobre o

significado de textos institucionais. Assim, reconhece-se que a etapa interpretativa pode ter sofrido influência do julgamento analítico do pesquisador, ainda que conduzida com base em critérios técnicos e uniformes.

Outro ponto de limitação está na comparabilidade entre dados primários e secundários, uma vez que as respostas das empresas refletem percepções diretas, enquanto os motivos da B3 representam declarações institucionais de caráter formal e não necessariamente autorreflexivo. Portanto, a convergência ou divergência entre essas duas fontes pode refletir diferenças de perspectiva e não necessariamente inconsistências empíricas.

Do ponto de vista temporal, o estudo abrange o período de 2019 a 2025, um intervalo recente e relevante, ainda que não contemple toda a trajetória histórica das deslistagens no Brasil. A base de dados da B3 possui registros desde 1999, e a ampliação desse recorte poderia proporcionar uma visão mais abrangente acerca das mudanças regulatórias, das variações econômicas e da evolução das práticas de governança corporativa ao longo do tempo.

Contudo, a delimitação adotada justifica-se pela indisponibilidade de informações completas e pela extinção de companhias, em razão de processos de falência ou reorganizações societárias, o que dificultaria a comparabilidade dos dados.

3.3 POPULAÇÃO DA PESQUISA

A definição de população na determina a condução de pesquisas científicas, uma vez que a escolha adequada desses elementos garante a validade dos resultados e a possibilidade de generalização dos dados. Cooper e Schindler (2003) afirmam que uma amostra representativa evita vieses que possam comprometer a análise. A precisão dos dados depende de critérios que satisfaçam a seleção da amostra, assegurando que esta reflita fidedignamente as características da população que será alvo do estudo.

Gil (2022) ressalta que, em muitas pesquisas sociais e organizacionais, a impossibilidade de trabalhar com toda a população exige uma amostragem adequada para obtenção de resultados precisos e generalizáveis. Ou seja, a seleção da amostra é uma solução prática considerando as restrições financeiras e de tempo que normalmente afetam as pesquisas.

Cochran (1977) ao realizar estudos sobre técnicas de amostragem, enfatiza a técnica de amostragem como um conjunto sistemático de procedimentos para selecionar uma amostra representativa de uma população, com o objetivo de estimar parâmetros populacionais com precisão e custo mínimo.

Já Malhotra (2018) afirma que o custo e o tempo necessários para coletar dados de toda a população são fatores limitantes em diversas pesquisas. Por essa razão, a definição de uma amostra adequada é essencial para que as conclusões sejam válidas e aplicáveis ao universo estudado. Malhotra destaca ainda que uma amostra bem estruturada permite que os recursos sejam otimizados, sem comprometer a qualidade dos dados.

Babbie (2016) corrobora com essa discussão observando que a seleção amostral é uma prática comum na pesquisa social devido à dificuldade de acessar todos os indivíduos da população. Ele destaca que a representatividade da amostra é determinante para o sucesso da pesquisa, pois garante que os resultados possam ser generalizados de maneira confiável. A seleção inadequada da amostra, por outro lado, pode introduzir vieses e comprometer toda a análise.

Kim (2024) aborda a amostragem como um processo essencialmente inferencial, cuja finalidade vai além da simples seleção de unidades da população. O autor defende que a representatividade e a precisão dos resultados dependem da estruturação estatística do plano amostral. Dessa forma, a amostragem é entendida como um mecanismo de inferência científica, indispensável para validar as conclusões empíricas e assegurar a consistência dos resultados obtidos em pesquisas quantitativas.

Makwana *et al.* (2023) apresentam uma revisão teórico-prática dos métodos de amostragem, discutindo a adequação de cada técnica ao objetivo e à natureza da pesquisa. Os autores ressaltam que a escolha do método deve considerar a representatividade da população, o controle de vieses e a viabilidade operacional, distinguindo claramente os métodos probabilísticos e não probabilísticos. Além disso, destacam que o alinhamento entre o delineamento amostral e o propósito investigativo é um fator determinante para a qualidade dos resultados e para a robustez das inferências estatísticas.

Raifman *et al.* (2022) exploram a amostragem por redes, como alternativa eficaz para acessar populações restritas ou de difícil alcance. Os autores demonstram que a técnica, embora desenvolvida inicialmente para pesquisas sociais, pode ser aplicada em contextos empresariais ou corporativos, nos quais o acesso direto aos respondentes é limitado. Assim, o estudo evidencia que a combinação entre cadeias de indicação controladas e inferência estatística ajustada permite expandir o alcance da amostragem sem comprometer a validade dos resultados, reforçando o papel das estratégias de coleta estruturada em ambientes de pesquisa complexos.

Para a realização deste trabalho, será utilizada a base de dados da B3, onde estão disponíveis históricos das companhias que tiveram o cancelamento de registro de companhia aberta desde o ano de 1999. Essa base contém informações sobre aproximadamente 664 companhias que já passaram por esse processo, possibilitando a identificação de padrões e motivos associados à deslistagem, bem como a análise dos impactos dos ambientes de governança corporativa, controles internos e compliance.

Embora a base total da B3 sirva como referência contextual e suporte histórico para a compreensão do fenômeno, a população considerada neste estudo foi delimitada ao período de 2019 a 2025, abrangendo 117 companhias que cancelaram seu registro nesse intervalo, caracterizando um estudo de natureza censitária, por contemplar a totalidade das unidades observáveis no período definido. Essa delimitação temporal busca refletir as condições mais recentes do mercado de capitais brasileiro, marcadas por mudanças regulatórias, econômicas e estruturais que influenciaram a gestão e o desempenho das companhias abertas.

Moreira, Flach e Sallaberry (2022) analisaram 126 companhias que tiveram o cancelamento de registro de companhia aberta entre 2013 e 2018, utilizando dados da B3 e aplicando modelos de regressão logística para identificar variáveis contábeis associadas à decisão de deslistagem. Os autores demonstram que informações públicas disponíveis na bolsa permitem construir modelos quantitativos robustos para explicar o comportamento das empresas diante do fechamento de capital, destacando a relevância de variáveis como liquidez, endividamento e rentabilidade.

Pinheiro *et al.* (2021) concentraram-se nos motivos de descontinuidade das empresas nos segmentos de governança corporativa da B3 no período de 2015 a 2020. A pesquisa, de natureza qualitativa documental, utilizou comunicados oficiais da bolsa para identificar e classificar as causas de saída, como reestruturações societárias, baixa liquidez e incorporação por controladoras. O estudo evidencia o potencial da base da B3 como fonte primária para codificação e análise de conteúdo aplicada a fenômenos de governança.

Bortolon e Silva Júnior (2015) investigaram os fatores determinantes para o cancelamento voluntário de registro de companhias listadas na antiga BM&FBOVESPA, combinando dados contábeis e de governança corporativa. Os resultados apontam que estruturas de propriedade concentradas e falhas de governança aumentam a probabilidade de deslistagem, reforçando a utilidade das séries históricas da B3 e da CVM como instrumentos de avaliação da permanência ou saída de empresas do mercado de capitais.

Kizko, Cherkasova e Grigorieva (2023) analisaram empresas de mercados emergentes e constataram que falhas nos mecanismos de governança, baixa transparência e elevada concentração acionária estão entre as causas mais recorrentes para o fechamento de capital. O estudo reforça que a solidez da governança e dos controles internos é essencial para a permanência das companhias listadas.

Magni et al. (2022) identificaram que o desempenho financeiro das companhias e o nível de eficiência dos mecanismos de controle interno moderam significativamente a relação entre os custos de agência e a decisão de fechamento de capital. Os resultados destacam o papel da governança corporativa como variável-chave para sustentar a listagem no mercado.

Lansdell, Botha e Marx (2025) concluíram que a decisão de retirada de registro resulta de uma combinação complexa de fatores internos de gestão e condições econômicas externas” (p. 3). Essa visão amplia a compreensão sobre a deslistagem, evidenciando seu caráter multifatorial e dependente do contexto institucional e macroeconômico.

3.4 VARIÁVEIS

A definição das variáveis utilizadas nesta pesquisa foi estruturada a partir de uma revisão teórica e empírica dos principais estudos nacionais e internacionais que investigaram os fatores associados à deslistagem de companhias abertas, com foco em governança corporativa, controles internos, compliance e teoria da agência.

Previamente à definição final das variáveis, foi realizada uma análise preliminar de caráter exploratório, com base na revisão da literatura e na observação inicial dos dados documentais disponíveis na base da B3. Essa etapa teve como objetivo identificar padrões recorrentes nos motivos de deslistagem e nas práticas organizacionais associadas, permitindo refinar a seleção e a estruturação das variáveis utilizadas no estudo. Dessa forma, a definição dos blocos analíticos e das variáveis não se limitou à literatura, mas também considerou evidências iniciais observadas no contexto empírico, contribuindo para maior aderência entre o modelo teórico e a realidade analisada.

Fowler (2014) ao trata em pesquisa, indica a categorização como uma técnica que permite agrupar dados em classes ou grupos com base em características comuns. No contexto deste estudo, aspectos que são abordados em questões de governança, controles internos e deslistagem, as variáveis categóricas podem incluir informações sobre a conformidade com regulamentações, tipos de deficiências nos controles internos relatadas, presença de recomendações de auditores independentes, tipo de governança adotada pela empresa ou status

de alavancagem financeira. Essas categorias ajudam a identificar padrões e características que podem influenciar a probabilidade de uma empresa que corre risco de deslistagem.

O conjunto de variáveis reflete dimensões amplamente discutidas na literatura contábil, financeira e de governança, permitindo capturar elementos estruturais e comportamentais que antecedem o processo de saída voluntária ou compulsória do mercado acionário. Dodge (2008) indica que variáveis podem assumir diferentes valores para descrever e entender fenômenos.

Gelman e Pardoe (2007) destacam a relevância na identificação das variáveis envolvidas em um estudo, indicando que este processo garante que as hipóteses sejam precisas e testáveis. Além disso, a análise de dados envolve a aplicação de técnicas estatísticas que dependem da identificação e categorização adequada das variáveis.

Conforme orienta Gil (2022), a operacionalização das variáveis deve assegurar a coerência entre o objeto de estudo e o método de investigação, garantindo a possibilidade de mensuração empírica e de replicação dos resultados. Nesse sentido, as variáveis deste trabalho foram distribuídas em sete blocos temáticos, abrangendo desde a caracterização das empresas até os fatores específicos relacionados à teoria da agência e aos impactos da pandemia da COVID-19.

A Tabela 3 apresenta as variáveis de pesquisa que são percorridas para nortear os resultados da pesquisa.

Tabela 3 – Variáveis

Bloco / Dimensão	Variável (síntese)	Descrição operacional	Escala	Referências	Questões (Q)
Bloco 1 – Caracterização	Idade, função, setor, porte, tempo de listagem e operação	Identificação e perfil das empresas respondentes	Categórica	Variáveis de controle	Q1–Q9
Bloco 2 – Controle Interno	Estrutura formal de controle	Existência de políticas e procedimentos documentados	Ordinal (1–4)	Lopes et al. (2019); COSO (2013)	Q10
	Controles baseados no COSO	Adoção do framework COSO na estrutura de controle	Ordinal (1–4)	COSO (2013)	Q11
	Segregação de funções	Implementação e monitoramento da SoD	Ordinal (1–4)	Lopes et al. (2015)	Q12
	Revisões periódicas	Frequência de revisões e testes de controle	Ordinal (1–4)	Bortolon e Silva Jr. (2015)	Q13
	Integração à governança	Nível de integração entre controle e governança	Ordinal (1–4)	Lopes et al. (2019)	Q14

Bloco 3 – Compliance	Programa de compliance	Existência de programa formal de conformidade	Ordinal (1–4)	Lopes et al. (2015)	Q15
	Monitoramento de riscos	Avaliação dos riscos legais e regulatórios	Ordinal (1–4)	Pour e Lasfer (2013)	Q16
	Influência nas decisões	Impacto do compliance nas decisões corporativas	Ordinal (1–4)	Liu e Li (2014); Kizko et al. (2023)	Q17
	Divulgação de deficiências	Transparência sobre falhas de compliance	Ordinal (1–4)	Lopes et al. (2019)	Q18
Bloco 4 – Governança	Conselho independente	Existência e qualificação do conselho	Ordinal (1–4)	Bortolon e Silva Jr. (2015)	Q19
	Governança no IPO	Fortalecimento da governança no IPO	Ordinal (1–4)	B3 (2020)	Q20
	Falhas de alinhamento	Deficiências de governança que levaram ao delisting	Ordinal (1–4)	Azevedo et al. (2024)	Q21
	Separação de propriedade/gestão	Distinção entre acionistas e executivos	Ordinal (1–4)	Park et al. (2023)	Q22
	Concentração de poder	Efeito da concentração sobre a transparência	Ordinal (1–4)	Macey et al. (2008)	Q23
Bloco 5 – Teoria da Agência	Alinhamento gestor–acionista	Convergência de interesses	Ordinal (1–4)	Jensen e Meckling (1976)	Q25
	Supervisão do conselho	Fiscalização das decisões executivas	Ordinal (1–4)	Martinez, Serve e Djama (2016)	Q26
	Excesso de confiança da gestão	Impacto da autoconfiança nos controles internos	Ordinal (1–4)	Kizko et al. (2023)	Q28
	Falta de autocrítica	Viés cognitivo na identificação de riscos	Ordinal (1–4)	Martinez, Serve e Djama (2016)	Q29
	Resistência a auditorias	Oposição às revisões internas	Ordinal (1–4)	Macey et al. (2008)	Q30
Bloco 6 – Delistamento	Controles de compliance previnem delisting	Efeito dos mecanismos de controle e conformidade	Ordinal (1–4)	Bortolon e Silva Jr. (2015)	Q33
	Custos de listagem > benefícios	Percepção do custo-benefício da listagem	Ordinal (1–4)	Martinez, Serve e Djama (2016)	Q34
	Listagem como vantagem competitiva	Valor estratégico da permanência em bolsa	Ordinal (1–4)	Pour e Lasfer (2013)	Q35
Bloco 7 – COVID-19	Impacto da pandemia	Efeitos da COVID-19 sobre liquidez, custos e decisão de delistar	Ordinal (1–4)	Jain (2024); Kizko et al. (2023)	Q36–Q41

Fonte: Elaboração própria conforme referências dos autores.

O Bloco 1 contempla variáveis descritivas voltadas à caracterização da empresa e do respondente, incluindo porte, tempo de operação, setor de atuação, tempo de listagem e alcance geográfico. Essas informações foram utilizadas como variáveis de controle para contextualizar a amostra e permitir análises de correlação e agrupamento entre diferentes perfis empresariais.

Essa estrutura segue recomendações metodológicas presentes em Bortolon e Silva Jr. (2015) e Lopes, Marques e Louzada (2019), que enfatizam a importância de variáveis contextuais na explicação de diferenças de governança e controle entre companhias.

O Bloco 2 sobre Controle Interno foi elaborado com base nas definições do COSO (2013), principal *framework* internacional para avaliação da eficácia dos controles internos, complementado pelos achados empíricos de Lopes, Marques e Louzada (2019), que analisaram deficiências de controle em companhias listadas na B3.

As variáveis desse bloco denominadas de estrutura formal de controle, segregação de funções críticas, revisões periódicas e integração com a governança, foram definidas em escala ordinal de quatro pontos, refletindo o grau de maturidade dos mecanismos de controle. Esse bloco busca avaliar se o fortalecimento dos controles internos reduz a probabilidade de deslistagem, como sugerem os estudos de Bortolon e Silva Jr. (2015) e Lopes *et al.* (2019).

O Bloco 3 – Compliance reúne variáveis relacionadas à existência e efetividade de programas formais de conformidade, abrangendo monitoramento de riscos, influência nas decisões estratégicas e divulgação de deficiências. Essa dimensão foi inspirada nas abordagens de Macey, O'Hara e Pompilio (2008), que discutem o papel do compliance como instrumento de integridade e mitigação de riscos reputacionais e regulatórios.

Estudos internacionais recentes, como Kashefi Pour e Lasfer (2013), Liu e Li (2014) e Kizko, Cherkasova e Grigorieva (2023), reforçam que a ausência de mecanismos de conformidade robustos tende a aumentar a vulnerabilidade da empresa, afetando a percepção do mercado e, conseqüentemente, a decisão de fechamento de capital. As variáveis deste bloco permitem verificar se companhias que mantêm estruturas de compliance consolidadas apresentam menor propensão à deslistagem.

O Bloco 4 – Governança Corporativa contempla variáveis como independência e qualificação do conselho de administração, separação entre propriedade e gestão, concentração de poder e falhas de monitoramento dos requisitos da CVM e da B3. Essas variáveis derivam de pesquisas que associam a estrutura de governança à sustentabilidade das empresas em mercados de capitais, como Martinez, Serve e Djama (2016), B3 (2020) e Park, Leahey e Funk. (2023).

Estudos indicam como a falta de independência dos conselhos e o desequilíbrio de poder entre acionistas e gestores, tendem a aumentar a probabilidade de deslistagem, uma vez que reduzem a transparência e a confiança dos investidores. Essa dimensão busca identificar se as

fragilidades observadas por Lopes *et al.* (2019) e Azevedo et al. (2024) no contexto brasileiro mantêm relação direta com a decisão de saída das empresas da B3.

O Bloco 5 – Teoria da Agência foi construído a partir das proposições clássicas de Jensen e Meckling (1976), complementadas por estudos contemporâneos que associam conflitos de agência à decisão de fechamento de capital. Magni, Morresi, Pezzi e Graziano (2021) evidenciam que altos níveis de fluxo de caixa livre ampliam os custos de agência e podem levar gestores a decisões que visam preservar interesses próprios, como a retirada do mercado.

De forma convergente, Kizko et al. (2023) e Liu e Li (2014) demonstram que fatores comportamentais como o excesso de confiança e a falta de autocrítica dos gestores comprometem a identificação de riscos e reduzem a eficácia dos controles internos. As variáveis desse bloco buscam mensurar o nível de alinhamento entre gestores e acionistas, o grau de supervisão do conselho e a influência de vieses cognitivos nas decisões estratégicas, refletindo a aplicação prática da teoria da agência em contextos de deslistagem.

O Bloco 6 – Decisão de Deslistagem concentra as variáveis dependentes do modelo, relacionadas à percepção dos respondentes sobre o custo-benefício da manutenção da listagem, a eficácia dos controles e do compliance na prevenção de riscos e a visão da listagem como vantagem competitiva.

A formulação dessas variáveis se apoia em estudos de Kashefi Pour e Lasfer (2013), Martinez, Serve e Djama (2016) e Bortolon e Silva Jr. (2015), que identificam uma relação direta entre custos de listagem, desempenho financeiro e valor de mercado. Assim, a operacionalização desse bloco busca verificar se a decisão de permanecer ou se retirar da bolsa é influenciada por fatores estruturais e comportamentais discutidos nos blocos anteriores.

Por fim, o Bloco 7 – Eventos e Impactos (Pandemia COVID-19) foi incluído com base nos achados de Jain (2024), que analisou o aumento das deslistagens voluntárias na Índia durante a pandemia, associando o fenômeno à redução de liquidez, aumento dos custos regulatórios e retração dos investidores institucionais.

De forma geral, a estrutura das variáveis reflete a integração de múltiplas dimensões teóricas sobre controle interno, compliance, governança corporativa, teoria da agência e que, em conjunto, permitem compreender a decisão de deslistagem sob uma ótica sistêmica.

A utilização de uma escala ordinal de quatro pontos facilita a mensuração da maturidade das práticas empresariais, permitindo análises estatísticas que relacionem a presença de deficiências de controle e governança com a probabilidade de saída do mercado. Assim, a operacionalização proposta busca preencher a lacuna identificada por Lopes et al. (2019) e ampliar o debate iniciado por Kizko et al. (2023) e Magni et al. (2021) sobre como estruturas internas e fatores comportamentais afetam a continuidade das companhias abertas.

A formulação das variáveis utilizadas neste estudo foi estruturada a partir dos trabalhos citados, tomando como referência estudos que sustentam mecanismos no desempenho e na resiliência das organizações. Os blocos analíticos foram organizados conforme os principais achados identificados na literatura, permitindo avaliar a coerência entre as respostas declaradas pelas empresas e sua realidade operacional, especialmente no contexto da deslistagem.

No Bloco 2 (Controle Interno), a literatura destaca a importância da formalização do ambiente de controle, da adoção de frameworks amplamente reconhecidos, como o COSO (2013), e da segregação de funções como elementos essenciais para a mitigação de riscos operacionais e fraudes (Lopes et al., 2019; Lopes et al., 2015; Bortolon & Silva Jr., 2015).

Esses estudos indicam que organizações com estruturas de controle mais robustas apresentam maior consistência, rastreabilidade e aderência às práticas de governança, justificando a utilização de variáveis como estrutura formal, adoção do COSO, segregação de funções, revisões periódicas e integração à governança. Tais elementos refletem o nível de formalização que a empresa declara possuir e que, neste estudo, será comparado com sua trajetória real, especialmente quando há ocorrência de deslistagem.

Pour e Lasfer (2013), Liu e Li (2014) e Kizko et al. (2023) fundamentam o Bloco 3 (Compliance) ao demonstrar que programas de compliance bem estruturados contribuem para a redução de riscos legais, regulatórios e reputacionais, além de influenciarem decisões estratégicas e ampliarem a transparência organizacional. De forma complementar, Lopes et al. (2015) reforçam que o compliance exerce papel preventivo relevante, enquanto a divulgação de deficiências constitui indicador de maturidade organizacional e accountability. Assim, variáveis relacionadas à existência de programas de compliance, ao monitoramento de riscos, à influência nas decisões estratégicas e à transparência quanto a falhas foram incorporadas com o objetivo de mensurar o discurso organizacional acerca da conformidade.

Bortolon e Silva Jr. (2015), Azevedo et al. (2024), Park et al. (2023) e Macey et al. (2008) fundamentam o Bloco 4 (Governança Corporativa), ao evidenciarem que conselhos de

administração independentes, clareza na separação entre propriedade e gestão, fortalecimento da governança no processo de abertura de capital e mitigação de falhas de alinhamento são determinantes para a credibilidade e a sustentabilidade das companhias. No contexto do mercado de capitais, tais elementos influenciam diretamente a confiança dos investidores e a percepção de risco. A inclusão dessas variáveis no estudo permite comparar as práticas declaradas de governança com os eventos que culminaram no cancelamento do registro de companhia aberta.

Jensen e Meckling (1976), Martinez, Serve, (2016) e Kizko et al. (2023) fundamentam o Bloco 5 (Teoria da Agência), ao explorarem o papel do desalinhamento entre gestores e acionistas, vieses comportamentais, excesso de confiança gerencial, resistência a auditorias e fragilidades nos mecanismos de supervisão. A literatura indica que esses fatores influenciam diretamente falhas de controle e podem desencadear processos de deterioração operacional, aumentando o risco de deslistagem. Nesse sentido, as variáveis incorporadas buscam captar contradições entre o discurso organizacional sobre governança e os comportamentos efetivamente observados.

Bortolon e Silva Jr. (2015), Martinez, Serve e Djama (2016) e Pour e Lasfer (2013) sustentam o Bloco 6 (Deslistagem), ao demonstrarem que decisões de cancelamento de registro estão associadas à redução dos benefícios econômicos da listagem, à deterioração dos mecanismos de controle e à perda de vantagem estratégica em permanecer no mercado de capitais. Assim, as variáveis relacionadas à percepção da utilidade dos controles internos, à relação custo-benefício da listagem e à vantagem competitiva fornecem subsídios para avaliar a coerência entre a narrativa das empresas e seus desfechos efetivos.

Jain (2024) e Kizko et al. (2023) fundamentam o Bloco 7 (COVID-19), ao evidenciarem que a pandemia provocou alterações significativas nas estruturas de liquidez, nos custos operacionais e nos mecanismos de governança corporativa, acelerando processos de reestruturação e deslistagem. Dessa forma, a inclusão dessa variável permite avaliar se as companhias reconhecem o impacto do ambiente externo sobre sua estabilidade financeira, sua governança e seus processos de gestão.

Partindo desses blocos conceituais e da literatura que os sustenta, foram formuladas as hipóteses do estudo, considerando o propósito central da pesquisa: avaliar se existe coerência (ou inconsistência) entre o que as empresas declaram em termos de controles, governança e compliance, e o que realmente ocorreu especialmente quando o resultado é a deslistagem.

Dessa forma, estabelece-se a seguinte hipótese geral:

H₀ (Hipótese nula): Não existem diferenças estatisticamente significativas entre os grupos de motivos de deslistagem quanto às práticas de controles internos, compliance e governança corporativa.

H₁ (Hipótese alternativa): Existem diferenças estatisticamente significativas entre pelo menos dois grupos de motivos de deslistagem quanto às práticas de controles internos, compliance e governança corporativa.

3.4.1 Codificação das variáveis do instrumento

A etapa de codificação das variáveis do instrumento de pesquisa foi realizada com o objetivo de garantir consistência analítica, padronização das respostas e viabilidade de aplicação das técnicas estatísticas previstas no estudo. As variáveis foram organizadas a partir das questões Q1 a Q41 do questionário, estruturadas conforme blocos teóricos previamente definidos: caracterização da amostra, controle interno, compliance, governança corporativa, teoria da agência, deslistagem e impactos da COVID-19.

As questões Q1 a Q9 possuem natureza descritiva e foram codificadas como variáveis categóricas de controle, permitindo a caracterização das empresas e dos respondentes quanto a aspectos como setor de atuação, porte, tempo de operação, tempo de listagem, função exercida e área organizacional. Embora não integrem diretamente os construtos analíticos centrais do modelo teórico, essas variáveis desempenham papel metodológico relevante ao possibilitar segmentações estatísticas, controle de heterogeneidade amostral e aumento da validade externa dos resultados. Adicionalmente, tais variáveis de controle foram empregadas no processo de codificação do motivo de deslistagem, permitindo relacionar a decisão de saída do mercado de capitais a características estruturais das organizações e ao perfil dos respondentes, o que contribui para maior precisão interpretativa das análises subsequentes.

As variáveis analíticas correspondentes às questões Q10 a Q41 foram codificadas em escala ordinal de quatro pontos, refletindo o grau de concordância ou aderência às assertivas relacionadas aos construtos investigados. A adoção de uma escala sem ponto neutro foi intencional, buscando reduzir respostas ambíguas e estimular posicionamento avaliativo por parte dos respondentes, prática recorrente em pesquisas de governança corporativa, controles internos e comportamento organizacional. Dessa forma, valores mais baixos representam menor aderência às práticas analisadas, enquanto valores mais altos indicam maior maturidade estrutural, conformidade regulatória ou intensidade dos fenômenos avaliados.

A codificação também respeitou a organização conceitual dos blocos teóricos. As questões Q10 a Q14 representam o construto controle interno; Q15 a Q18 correspondem ao compliance; Q19 a Q24 refletem a governança corporativa; Q25 a Q32 capturam dimensões da teoria da agência e vieses gerenciais; Q33 a Q35 abordam diretamente a deslistagem; e Q36 a Q41 mensuram os impactos sistêmicos da pandemia de COVID-19. Essa estrutura hierárquica possibilita tanto análises individuais por variável quanto agregações por construto, viabilizando testes estatísticos multivariados coerentes com o modelo teórico da pesquisa.

A padronização da codificação permitiu a construção de bases de dados compatíveis com procedimentos estatísticos não paramétricos e multivariados, como testes de diferenças entre grupos, análises de associação e técnicas de agrupamento, assegurando alinhamento entre a mensuração empírica e os métodos analíticos empregados. Esse cuidado metodológico contribui para a confiabilidade dos resultados e para a robustez das inferências sobre os fatores associados a deslistagem de companhias abertas no contexto investigado.

3.5 PROCEDIMENTO DE COLETA DE DADOS

3.5.1 Instrumento de coleta

Os dados utilizados nesta pesquisa foram coletados a partir de informações públicas disponibilizadas pela B3, por meio da seção “Empresas com listagem cancelada”, disponível no portal institucional da bolsa de valores brasileira (https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/empresas-com-listagem-cancelada/).

Essa base contém o histórico das companhias que tiveram o registro de companhia aberta cancelado, incluindo informações sobre o motivo da deslistagem, data de encerramento e eventuais operações societárias associadas, constituindo a principal fonte empírica para a composição da amostra analisada no período de 2019 a 2025.

Para atender aos objetivos da pesquisa, optou-se pela aplicação de um questionário como instrumento de coleta de dados. A capacidade de gerar uma escala de valor sobre as práticas de cultura de controles internos em um ambiente de mudança, diante de novas exigências de governança dentro das organizações, associando-a à sua capacidade de responder adequadamente ao problema de pesquisa quanto à regulamentações e práticas de governança corporativa nas empresas de capital aberto.

Para atender aos objetivos da pesquisa, optou-se pela aplicação de um questionário estruturado como instrumento de coleta de dados. Essa técnica possibilita mensurar, em escala

ordinal, o grau de maturidade das práticas de cultura de controles internos e de governança corporativa adotadas pelas companhias abertas, permitindo a análise comparativa entre diferentes contextos organizacionais.

Koeswayo, Haryanto e Handoyo (2024) e Ahmad e Muslin (2024) demonstram que a utilização de questionários é adequada em pesquisas recentes sobre governança e controle, pois possibilita a obtenção de percepções diretas dos gestores acerca do alinhamento entre normas internas, políticas de conformidade e desempenho institucional.

Giannopoulos et al. (2025) acrescentam que esse método facilita a construção de escalas de valor capazes de refletir o nível de aderência das empresas às boas práticas de controle e compliance, contribuindo para o diagnóstico de sua capacidade de adaptação a ambientes de mudança e a novas exigências regulatórias.

Conforme apontam Shibao (2024) e Koeswayo *et al.* (2024), instrumentos quantitativos estruturados, como questionários, são essenciais para mensurar percepções sobre cultura organizacional, integridade e efetividade dos mecanismos de governança, viabilizando a correlação entre variáveis normativas e práticas observadas nas empresas de capital aberto.

O questionário foi elaborado com o intuito de capturar a percepção dos respondentes pesquisados sobre a eficácia das práticas de controles internos no tocante à governança corporativa. Freitas *et al.* (2000) destacam que envolve a coleta de dados em um único momento para descrever e analisar o estado de uma ou várias variáveis nesse momento específico. As questões formuladas foram elaboradas de maneira a não permitir que as respostas fossem obtidas por outros métodos de coleta de dados, reforçando a importância desse procedimento na obtenção de informações relevantes e específicas.

O questionário utiliza uma abordagem quantitativa, possibilitando a construção de variáveis que refletem a qualidade das práticas de *compliance* implementadas nas organizações. Esses escores são fundamentais para entender como a cultura de *compliance* pode ser um instrumento efetivo de controle. Manzato e Santos (2012) elucidam que a interpretação dos dados deve ser feita com rigor, utilizando ferramentas e técnicas estatísticas para validar as conclusões. A análise permite levantar como esses dados são analisados e interpretados para garantir a credibilidade e a relevância dos resultados obtidos.

Os itens que compõem o questionário foram cuidadosamente selecionados e adaptados a partir de uma revisão da literatura existente sobre o tema. Essa adaptação é essencial para garantir que as perguntas sejam pertinentes ao contexto específico da pesquisa, respeitando as

particularidades das organizações envolvidas. A estrutura do questionário foi organizada em dimensões que abordam diferentes aspectos das razões sobre deslistagem das companhias de capital aberto e de mudanças de práticas de governança e controle.

Além disso, a escolha do formato do questionário permite uma análise mais dinâmica dos dados coletados. As respostas são classificadas em uma escala ordinal de quatro pontos, que possibilita medir o grau de concordância dos respondentes em relação às afirmações propostas.

Essa abordagem quantitativa não apenas facilita a comparação entre os dados obtidos, mas também possibilita uma análise estatística que pode revelar padrões e tendências importantes sobre a cultura de *compliance* nas organizações. No entanto, é importante destacar que, embora o questionário ofereça uma percepção inicial sobre o ambiente corporativo, suas limitações devem ser consideradas, especialmente em relação à impossibilidade de generalização dos resultados. Cada organização possui características e contextos únicos que podem influenciar as respostas, o que ressalta a necessidade de uma interpretação cuidadosa dos dados coletados.

A partir da aplicação do questionário, é possível construir uma escala de valor que reflete evidências sobre o problema de pesquisa. Essa abordagem não apenas contribui para o levantamento das razões voltadas à práticas de governança em um ambiente de mudança, mas também promove uma cultura organizacional mais robusta e consciente das suas obrigações éticas e legais. Assim, o questionário se torna uma ferramenta para a coleta de informações que, quando analisadas, podem orientar a implementação de melhorias nas práticas de controles internos e, conseqüentemente, fortalecer a governança corporativa nas organizações.

3.5.2 Pré-teste e validação do instrumento de coleta

O pré-teste e a validação do instrumento de coleta serão realizadas para assegurar a confiabilidade e a validade do questionário a ser utilizado na pesquisa. Neste contexto, será realizado um pré-teste utilizando o coeficiente alfa de *Cronbach*, uma das métricas mais reconhecidas para avaliar a consistência interna de escalas de medida. O alfa de *Cronbach* permite verificar até que ponto os itens de um questionário estão correlacionados entre si e, portanto, se realmente medem o mesmo construto subjacente. Valores de alfa superiores a 0,70 são frequentemente considerados aceitáveis, indicando que o instrumento possui uma boa consistência interna.

Mathiensen (2011) indica que o coeficiente alfa de *Cronbach* mede a confiabilidade de um conjunto de indicadores de um construto, que é um conceito teórico mensurável apenas indiretamente. A confiabilidade indica a consistência nas medições, com valores variando de 0 a 1, onde valores próximos a 1 indicam maior confiabilidade. Embora o alfa não garanta unidimensionalidade, pressupõe que ela existe. O aumento da aceitação do alfa de Cronbach é relevante para sua adoção em pesquisas.

A aplicação do pré-teste será feita em um grupo piloto, que será escolhido com base em critérios semelhantes aos da população-alvo da pesquisa. Esse grupo poderá incluir representantes de diversas funções e níveis hierárquicos dentro da organização, garantindo uma representação diversificada das percepções sobre a cultura de *compliance*. Durante o pré-teste, os participantes serão convidados a preencher o questionário e fornecer feedback sobre a clareza das questões, a relevância dos itens e a adequação da escala utilizada. Este feedback é essencial para identificar potenciais ambiguidades ou dificuldades na compreensão das perguntas, permitindo ajustes antes da aplicação final do instrumento.

Além da análise do coeficiente alfa de *Cronbach*, a validação do questionário também incluirá adaptações de variáveis e itens de outros estudos relevantes na literatura sobre *compliance* e gestão de riscos. A revisão da literatura permite identificar escalas já testadas e aprovadas em pesquisas anteriores, que podem ser adaptadas ao contexto da presente investigação.

Após a realização do pré-teste e das adaptações, o questionário será reavaliado, levando em consideração as observações e *feedbacks* coletados. Se necessário, ajustes adicionais serão feitos com base nos resultados obtidos nessa nova fase de teste. O objetivo final é garantir que o questionário seja um instrumento robusto e eficaz, capaz de captar com precisão a cultura de *compliance* das organizações e a percepção dos colaboradores sobre os riscos.

Para avaliar a consistência interna do questionário aplicado, procedeu-se à análise de confiabilidade por meio do coeficiente Alfa de *Cronbach*. O valor obtido foi de 0,937, o que indica excelente nível de consistência interna entre os quarenta itens que compõem o instrumento. Segundo Hair Jr. *et al.* (2019), valores de alfa superiores a 0,9 demonstram forte coerência entre as variáveis e evidenciam que os itens medem adequadamente o mesmo construto teórico.

O questionário foi respondido por profissionais de controladoria inseridos em contextos corporativos de controles internos e conformidade, o que reforça a validade de conteúdo e a

aplicabilidade do instrumento dentro do escopo desta pesquisa. A escolha desse público foi estratégica, uma vez que tais profissionais detêm conhecimento técnico sobre processos de governança, compliance e gestão de riscos, aspectos centrais para a compreensão dos fatores que influenciam a deslistagem de companhias abertas.

A análise item a item revelou que a maioria das variáveis apresentou correlação item-total corrigida superior a 0,7, indicando alta contribuição individual para a consistência geral da escala. Ademais, os valores observados na coluna “*Cronbach’s Alpha if Item Deleted*” variaram entre 0,932 e 0,937, demonstrando que a exclusão de qualquer item não elevaria significativamente o índice de confiabilidade, o que confirma a adequação e estabilidade da estrutura do questionário.

Esses resultados evidenciam que o instrumento é tecnicamente confiável e conceitualmente consistente para mensurar as percepções relacionadas à efetividade dos controles internos e dos mecanismos de governança nas empresas analisadas. Mesmo com um número reduzido de respondentes ($n = 7$), o perfil especializado dos participantes confere robustez qualitativa aos dados, validando a aplicabilidade do questionário e sua pertinência para estudos futuros sobre maturidade em controladoria e risco de deslistagem.

Tabela 4 – Dados do Pré-Teste

Estatística	Valor	Interpretação
Número de itens analisados	40	Total de questões incluídas no instrumento (Q10–Q49)
Número de casos válidos	7	Questionários completos incluídos na análise
Alfa de Cronbach (α)	0,937	Excelente consistência interna
Intervalo de confiança 95% (estimado)	0,91 – 0,96	Alta precisão do coeficiente
Correlação média item-total	0,73	Forte associação entre os itens e o construto geral
Itens com correlação negativa	0	Não foram identificados itens inconsistentes
Variação do α se item removido	0,932 – 0,943	Nenhum item compromete a confiabilidade global

Fonte: Elaboração própria - Dados da pesquisa (*SPSS Statistics*, 2025).

3.6 PROCEDIMENTOS PARA ANÁLISE DE DADOS

3.6.1 Técnicas para análise estatística de dados

Para a compreensão dos dados e análise das variáveis do estudo é necessário interpretação dos resultados obtidos e na validação do questionário, especialmente quando se busca compreender as práticas de controles internos que ocasionaram a deslistagem das companhias e entender como essas práticas foram relevantes para a causa. Neste contexto, as técnicas de análise de conteúdo e testes não paramétricos se destacam como ferramentas para a análise dos dados coletados.

3.6.1.1 Estatística descritiva

A estatística descritiva é uma abordagem fundamental para a análise de dados, oferecendo ferramentas essenciais para resumir, organizar e interpretar informações coletadas em uma pesquisa. No contexto do estudo sobre o ambiente de governança corporativa e controles internos, a estatística descritiva resgata os dados ao fornecer uma visão geral dos dados e facilitar a compreensão das características principais das variáveis estudadas.

Medri (2011) destaca que a Estatística Descritiva organiza, apresenta e sintetiza dados por meio de gráficos, tabelas e medidas, fornecendo informações iniciais para modelagem e análise inferencial posterior.

Além das medidas de tendência central, a estatística descritiva também envolve o uso de medidas de dispersão, como desvio padrão, variância e intervalo interquartil. O desvio padrão quantifica a variação dos dados em relação à média, oferecendo uma ideia de quão dispersos ou concentrados os dados estão. A variância, que é o quadrado do desvio padrão, também fornece informações sobre a dispersão dos dados, enquanto o intervalo interquartil mede a diferença entre o primeiro e o terceiro quartis, destacando a variação dos dados em torno da mediana.

Outro aspecto importante da estatística descritiva é a representação gráfica dos dados. Gráficos como histogramas, ferramentas visuais que facilitam a interpretação dos dados, permitindo identificar padrões. Os histogramas, por exemplo, são úteis para visualizar a distribuição de dados contínuos, enquanto os gráficos de barras são eficazes para representar a frequência de categorias em dados categóricos.

No contexto do estudo sobre *compliance*, a estatística descritiva permite analisar a percepção dos respondentes sobre a cultura de *compliance* em suas organizações. Por meio da aplicação dessas técnicas, é possível identificar quais aspectos da cultura de *compliance* são mais valorizados e quais áreas podem requerer melhorias. Além disso, a estatística descritiva facilita a comparação entre diferentes grupos dentro da amostra, como colaboradores de diferentes departamentos ou níveis hierárquicos, oferecendo insights sobre como a cultura de *compliance* pode variar entre essas subpopulações.

Por fim, a estatística descritiva é uma etapa inicial fundamental na análise de dados, preparando o terreno para análises estatísticas mais complexas, como a correlação e a análise fatorial. Ao fornecer uma compreensão clara das características dos dados coletados, a

estatística descritiva não apenas ajuda na interpretação dos resultados, mas também na formulação de hipóteses e no desenvolvimento de modelos analíticos mais robustos.

3.6.1.2 Interpretação dos motivos de deslistagem

A análise dos dados provenientes dos motivos de cancelamento de registro das empresas listadas na B3 foi conduzida com base na técnica de análise de conteúdo proposta por Bardin (2016), cuja estrutura metodológica compreende três etapas fundamentais: a pré-análise, a exploração do material e o tratamento dos resultados com inferência e interpretação.

Essa abordagem mostrou-se adequada para este estudo, pois permite transformar informações textuais descritivas, como as justificativas fornecidas pelas empresas ou registradas pela B3, em categorias analíticas claras e comparáveis, possibilitando a sistematização de padrões relacionados à governança, estrutura societária, controles internos e fatores econômicos.

Dalla Valle e Ferreira (2024) sugere que a análise de conteúdo na perspectiva é válida quando o pesquisador precisa classificar textos institucionais em significados analíticos que permitam compreender fenômenos organizacionais de forma objetiva.

Na pré-análise, realizou-se a seleção documental composto pelos motivos oficiais de deslistagem divulgados pela B3 para as 117 companhias analisadas. Esse material passou por uma leitura, conforme recomendado na literatura, com o objetivo de familiarização e identificação preliminar de temas recorrentes. Mayring (2014) demonstra que a construção de categorias depende da identificação de unidades de sentido consistentes, derivadas diretamente do conteúdo analisado, o que permite transformar textos complexos e heterogêneos em estruturas analíticas comparáveis.

A segunda etapa, referente à exploração do material, envolveu o processo de codificação por meio de palavras-chave e categorias previamente definidas, ao enfatizar que a categorização passa pelo processo de classificação de elementos constitutivos de um conjunto por diferenciação e, posteriormente, por reagrupamento segundo analogias.

A Tabela 5 demonstra a estruturação das categorias analíticas utilizadas na interpretação dos motivos de deslistagem das companhias, evidenciando como cada grupo de palavras-chave (Q1–Q4) foi definido a partir da análise de conteúdo dos textos divulgados pela B3.

Tabela 5 – Categorias e Palavras-chave

Categoria (Q1–Q4)	Descrição da Meta-Pergunta	Palavras-chave Utilizadas na Categorização	Racional de Construção da Categoria
Q1 – Deficiências de controles internos / compliance	Motivos relacionados a descumprimento regulatório, falhas de reporte, irregularidades e ausência de conformidade.	Descumprimento; irregularidade; não conformidade; sanção; CVM; regulatório; pena; auto de infração; multa; falta de reporte	A categoria foi construída para captar situações em que a empresa sofreu penalidades, autuações ou apontamentos por deficiências no sistema de controle interno e compliance. As palavras-chave refletem termos regulatórios usados pela CVM, B3 e órgãos fiscalizadores, permitindo identificar motivos de deslistagem associados à falta de governança operacional mínima.
Q2 – Problemas de governança / agência	Conflitos entre gestores e acionistas, falta de transparência, conselhos ineficazes, independência comprometida.	Conflito; governança; independência; acionista controlador; minoritário; transparência; conselho; AGE; AGO; comitê	Essa categoria agrupa situações em que o problema central não é regulatório, mas sim de natureza organizacional e decisória. As palavras-chave foram selecionadas por representarem conceitos centrais da teoria da agência e boas práticas de governança, permitindo identificar quando a deslistagem decorre de disputas, decisões assimétricas ou falhas deliberativas.
Q3 – Fatores econômicos / mercado	Questões financeiras que comprometem a manutenção da listagem, como prejuízo, risco financeiro ou liquidez insuficiente.	Baixa liquidez; prejuízo; endividamento; inviabilidade; reestruturação financeira; resultado negativo; crise; mercado; risco financeiro; redução de liquidez	Essa categoria aglutina motivos relacionados ao desempenho econômico da empresa. As palavras-chave refletem indicadores clássicos de fragilidade financeira, reconhecidos em estudos de viabilidade corporativa. Assim, a classificação permite identificar quando a saída da bolsa está associada a incapacidade financeira e não a questões de governança.
Q4 – Reestruturação societária	Motivos derivados de OPA, fusões, incorporações, cisões ou decisão estratégica de fechamento de capital.	OPA; fusão; incorporação; cisão; fechamento de capital; migração; reorganização; oferta pública; troca de ações; reestruturação societária	A categoria representa casos em que a saída da bolsa é planejada, resultante de alteração societária. As palavras-chave correspondem aos termos jurídicos e operacionais usados nesses processos. O agrupamento permite diferenciar deslistagens estratégicas daquelas forçadas ou motivadas por fraquezas organizacionais.

Fonte: Elaboração própria.

Dos Santos e Gonçalves (2024) demonstram que a aplicação de questionários combinada a técnicas sistemáticas de codificação é eficaz para captar a percepção de auditores sobre governança e controles internos, evidenciando que a definição de categorias bem estruturadas contribui diretamente para a consistência e a validade das análises realizadas.

Para operacionalizar a análise, foi elaborada uma matriz de codificação na qual cada motivo de cancelamento informado pela B3 foi confrontado com as listas de palavras-chave associadas às categorias Q1, Q2, Q3 e Q4. Sempre que o texto apresentava termos, expressões ou construções compatíveis com uma dessas categorias, atribuía-se o valor 1; na ausência de correspondência textual, registrava-se o valor 0.

A partir dessa estrutura, estabeleceu-se um score final, resultante da soma dos valores atribuídos às quatro categorias, variando de 0 a 4 pontos. Esse score permitiu classificar cada motivo de deslistagem em um continuum de relevância interpretativa, sendo posteriormente associado a níveis de concordância em uma escala inspirada no modelo Likert. Essa abordagem assegurou a padronização dos critérios de avaliação e permitiu a comparação sistemática dos diferentes tipos de deslistagem registrados na B3.

Bengtsson (2016) explica que a codificação consiste em transformar o texto em unidades de significado, que são pequenos trechos que contêm a essência da informação relevante para o pesquisador. Cada unidade é então marcada com um código, que ajuda a organizar o conteúdo e identificar padrões no material.

A autora destaca que os códigos podem ser criados dedutivamente, a partir de categorias pré-estabelecidas, ou indutivamente, emergindo do próprio texto. Para garantir rigor e confiabilidade, recomenda-se utilizar uma lista de códigos clara e consistente e repetir o processo de codificação mais de uma vez, assegurando estabilidade na interpretação.

Em consonância com a autora, os procedimentos de análise de dados adotados, fundamentados na técnica de análise de conteúdo de Bardin e apoiados em autores que demonstram a validade desse método em estudos de governança, controle interno e auditoria, permitiram sistematizar de forma rigorosa os motivos de deslistagem da B3, transformando dados textuais dispersos em categorias analíticas robustas que sustentam a interpretação dos resultados e a resposta ao problema de pesquisa.

Capovilla e Gonçalves (2018) utilizam a análise de conteúdo como a base metodológica para tratar os dados documentais e avaliar o ambiente de controle interno nas organizações públicas estudadas.

Slomski et al. (2022) demonstram que a análise de conteúdo possibilita organizar e interpretar de forma sistemática informações relacionadas a práticas de governança e controles internos.

Ribeiro et al. (2022) evidenciam como informações relacionadas à governança, riscos e controles internos podem ser categorizadas e transformadas em evidências analíticas consistentes, estruturando dados textuais para compreender padrões, fragilidades e práticas institucionais relacionadas.

3.6.1.3 Análise de Agrupamentos (Clusters)

A segunda etapa envolveu a aplicação da análise de *clusters* com o agrupamento hierárquico e não hierárquico, técnica utilizada para segmentar as companhias em grupos homogêneos de acordo com a similaridade de suas respostas. O objetivo foi identificar perfis distintos de maturidade em controles internos, compliance e governança corporativa, refletindo diferentes estágios de estruturação e desempenho organizacional.

Farisyi et al. (2023) aplicam análise de clusters para agrupar 110 empresas segundo indicadores de governança, estrutura acionária, tamanho e nível de disclosure, identificando dois perfis organizacionais distintos. A técnica permitiu revelar diferenças claras entre companhias mais maduras e aquelas focadas em objetivos de curto prazo, demonstrando como a clusterização evidencia padrões estruturais em governança e sustentabilidade.

Capovilla e Gonçalves (2018) utilizam uma lógica de agrupamento semelhante à análise de clusters ao classificar organizações públicas em níveis diferenciados de maturidade do ambiente de controle interno, com base no COSO. Essa abordagem permitiu identificar padrões comuns e fragilidades específicas entre entidades, mostrando como a técnica auxilia na diferenciação de estruturas de governança e controle.

Rusu et al. (2023) empregam k-means e agrupamento hierárquico para segmentar empresas de energia conforme seus scores ESG, destacando diferenças entre os grupos quanto à estabilidade informacional e práticas de governança. Embora não encontrem impacto direto no retorno das ações, os clusters revelam perfis distintos de comportamento corporativo, reforçando o papel da técnica na comparação entre grupos.

Kronová *et al.* (2024) mostram que, em aplicação prática, o uso de clusterização hierárquica permitiu identificar três grupos distintos em processos logísticos, com base em dendrograma e similaridade de envio, o que reforça a utilidade da técnica para segmentar perfis em maturidade estrutural.

Oliveira *et al.* (2015) aplicaram a análise de agrupamentos hierárquicos para investigar padrões de similaridade entre 25 variáveis físicas, químicas e biológicas em um ecossistema marinho da região de Arraial do Cabo, no Brasil. O estudo utilizou a distância de *Pearson-r* como medida de similaridade entre os pontos amostrais, e o método de *Ward* como regra de ligação, por se mostrar mais eficaz na formação de grupos homogêneos uma vez que esse método baseia-se em critérios de análise de variância (ANOVA) para calcular a distância entre os *clusters*.

Giannopoulos *et al.* (2025) aplicam medidas de distância Euclidiana ao quadrado e o método de ligação Ward em estudos sobre governança e comportamento corporativo, abordagem também adotada nesta pesquisa para a formação dos agrupamentos na análise de *clusters*.

Após a definição inicial dos agrupamentos hierárquicos, aplicou-se o método K-means para refinar a classificação e obter maior estabilidade entre os clusters. Essa combinação permitiu validar grupos de empresas com características comuns, tais como: (i) estruturas de controle robustas e governança consolidada; (ii) governança intermediária com lacunas de compliance; e (iii) controles internos incipientes e maior propensão à deslistagem.

3.6.1.4 Análise comparativa entre Grupos (Teste de *Kruskal-Wallis*)

O teste de *Kruskal-Wallis* foi empregado neste estudo como procedimento estatístico destinado a verificar a existência de diferenças significativas entre múltiplos grupos independentes, considerando variáveis dependentes de natureza ordinal. Conforme definido por Kruskal e Wallis (1952), o método consiste em um procedimento que utiliza postos para testar se k amostras independentes provêm de populações idênticas. Assim, o teste foi aplicado para analisar se empresas classificadas em diferentes grupos de motivos de deslistagem apresentam diferenças estatisticamente significativas nas práticas de governança corporativa, controles internos e compliance.

O *Kruskal-Wallis* consiste em um teste não paramétrico amplamente utilizado quando não se pode assumir normalidade dos dados ou quando as variáveis são mensuradas em escalas ordinais, como ocorre com escalas *Likert*. Trata-se da alternativa não paramétrica à ANOVA de um fator, sendo apropriado para comparar três ou mais grupos independentes. O teste baseia-se na ordenação dos dados (ranks), avaliando se as distribuições dos grupos são estatisticamente equivalentes.

Conceitualmente, o teste avalia a hipótese nula de que as distribuições das variáveis dependentes são iguais entre os grupos, contra a hipótese alternativa de que pelo menos um grupo difere dos demais. Assim, sua aplicação permite verificar se diferentes categorias, neste caso, motivos de deslistagem, estão associadas a padrões distintos de práticas de governança e controle.

A utilização do *Kruskal-Wallis* é recorrente em pesquisas de governança corporativa e contabilidade, especialmente quando se analisam percepções, práticas organizacionais e níveis de maturidade institucional. Field (2024) destaca que testes não paramétricos são

particularmente adequados em estudos organizacionais, nos quais dados de natureza ordinal e amostras heterogêneas são comuns.

De forma complementar, Conover (1999) ressalta que o *Kruskal-Wallis* apresenta robustez frente a violações de normalidade e homocedasticidade, sendo indicado para contextos nos quais comparações entre grupos são necessárias sem pressupostos paramétricos rigorosos.

No presente estudo, a escolha do teste se fundamenta na natureza dos dados coletados. As variáveis de governança, compliance e controles internos foram mensuradas em escala ordinal, e os grupos de comparação foram definidos a partir dos diferentes motivos de deslistagem. Essa combinação caracteriza o cenário típico de aplicação do *Kruskal-Wallis*.

Além disso, a adoção do teste contribui para a consistência metodológica da pesquisa ao permitir avaliar empiricamente se diferentes trajetórias de saída do mercado de capitais estão associadas a diferentes níveis de maturidade de governança e controle. A abordagem é coerente com estudos que associam práticas de controle interno à condição financeira e ao contexto institucional das firmas. Doyle, Ge e McVay (2007) demonstram que deficiências de controle interno tendem a variar conforme características organizacionais e contextuais, reforçando a pertinência de análises comparativas entre grupos.

No contexto específico da investigação sobre deslistagem, governança corporativa e controles internos, o *Kruskal-Wallis* se mostra particularmente adequado porque o fenômeno da deslistagem é categórico por natureza e as práticas de governança são frequentemente capturadas por meio de escalas de percepção. Assim, a técnica permite testar empiricamente se diferentes motivos de deslistagem estão associados a diferentes padrões de práticas organizacionais.

Dessa forma, o teste de *Kruskal-Wallis* cumpre papel central nesta pesquisa ao possibilitar a identificação de diferenças significativas entre grupos de empresas deslistadas, contribuindo para uma análise mais robusta do fenômeno. Sua utilização evita interpretações meramente descritivas e permite avaliar, com base estatística, se a maturidade de governança e controles internos varia conforme o tipo de deslistagem, fortalecendo a validade dos achados apresentados nas seções subsequentes.

3.6.1.5 Triangulação dos dados - Questionário vs. Dados Secundários

A triangulação dos dados foi adotada neste estudo como estratégia metodológica para integrar evidências provenientes de diferentes fontes, com o objetivo de ampliar a robustez

analítica e fortalecer a validade interpretativa dos achados. A pesquisa combinou dados secundários relativos a 117 companhias deslistadas da B3 com dados primários obtidos por meio de questionários estruturados em escala *Likert* aplicados a profissionais com conhecimento em governança, controles internos e compliance.

Johnson, Onwuegbuzie e Turner (2007) afirmam que a triangulação de dados aumenta a validade e confiabilidade das pesquisas ao combinar múltiplas fontes de evidências, razão pela qual este estudo adotou a triangulação como estratégia metodológica. Essa abordagem não apenas amplia a compreensão estatística por meio de testes como o *Kruskal-Wallis*, mas também incorpora nuances interpretativas que emergem das percepções dos gestores.

Essa abordagem segue a lógica de métodos mistos, na qual diferentes fontes de evidência são utilizadas de forma complementar para examinar o mesmo fenômeno sob múltiplas perspectivas. A triangulação, conforme proposta originalmente por Denzin (1978), consiste na utilização de múltiplas fontes de dados, métodos ou teorias para examinar um fenômeno, reduzindo vieses inerentes a abordagens únicas e permitindo maior confiabilidade nas conclusões.

Naidu-Valentine (2024) destaca que a triangulação em pesquisas de métodos mistos envolve o uso de múltiplas fontes de dados e métodos para reduzir vieses e fornecer uma compreensão mais completa dos fenômenos, o que está alinhado ao desenho desta investigação. No contexto deste trabalho, a triangulação de dados foi realizada comparando os resultados estatísticos derivados de dados secundários com as interpretações descritas pelos respondentes do questionário.

No contexto desta pesquisa, a triangulação é predominantemente do tipo triangulação de dados, uma vez que integra evidências documentais e percepções de respondentes. Os dados secundários forneceram base quantitativa objetiva sobre os motivos de deslistagem, características das companhias e padrões observados no mercado.

Esses dados permitiram a aplicação de testes estatísticos não paramétricos, como o *Kruskal-Wallis*, para verificar diferenças entre grupos de empresas conforme o motivo de deslistagem. Assim, foi possível identificar padrões associados a níveis distintos de maturidade de governança, controles internos e práticas de compliance. Rana (2025) ressalta que triangulação refere-se ao uso de múltiplos métodos ou fontes de dados para validar achados e ampliar a robustez dos resultados, especialmente em designs mistos em que é necessário conciliar abordagens quantitativas e qualitativas.

Por sua vez, os dados primários obtidos via questionário capturam percepções e interpretações de profissionais envolvidos com governança e reporte corporativo. Embora o número de respondentes seja reduzido, sua função na pesquisa não é de generalização estatística, mas de aprofundamento interpretativo. Conforme argumenta Creswell (2014), em pesquisas de métodos mistos, dados qualitativos ou perceptivos podem ser utilizados para explicar, contextualizar ou corroborar resultados quantitativos.

Nesse sentido, a triangulação foi realizada por meio da comparação entre: padrões estatísticos identificados nos dados secundários, percepções declaradas nos questionários e convergência ou divergência entre essas evidências. Hanson-DeFusco (2023) argumenta que a triangulação valida interpretações ao testar a validade de dados por meio da convergência de evidências provenientes de diferentes fontes, algo que foi buscado neste estudo ao comparar evidências quantitativas e percepções qualitativas.

Quando as percepções dos respondentes indicam, por exemplo, que controles internos existem formalmente, mas nem sempre são efetivos, essa evidência é interpretada à luz dos resultados quantitativos que apontam diferenças significativas entre grupos de deslistagem em variáveis de controle e governança. Essa convergência sugere coerência entre percepção profissional e comportamento observado nas empresas.

Oranga e Matere (2025) defendem que a triangulação no design de métodos mistos proporciona uma visão mais holística do problema de pesquisa ao compreender padrões quantitativos e qualitativos em conjunto, favorecendo a interpretação de fenômenos complexos que não seriam plenamente capturados por um único método. No contexto da deslistagem de empresas, essa integração é particularmente relevante, uma vez que fatores econômicos, regulatórios e comportamentais interagem de formas que apenas uma análise puramente quantitativa não conseguiria descrever com profundidade.

A triangulação, portanto, não busca replicação estatística entre as bases, mas sim convergência interpretativa. Bryman (2012) destaca que a triangulação em métodos mistos serve para verificar se diferentes fontes de dados conduzem a conclusões compatíveis, aumentando a credibilidade dos resultados. Assim, mesmo com número limitado de respondentes, os dados primários contribuem para validar a plausibilidade dos padrões identificados na base secundária.

Complementarmente, Kawar (2024) demonstra que a triangulação representa um elo entre tradições quantitativas e qualitativas, esclarecendo semelhanças e diferenças

metodológicas em um mesmo estudo. Assim, mesmo com número limitado de respondentes, os dados primários contribuem para validar a plausibilidade dos padrões identificados na base secundária, não por representatividade estatística, mas por coerência interpretativa.

Schlunegger, Zumstein-Shaha e Palm (2024) analisaram, por meio de uma *scoping review*, como a triangulação metodológica e de análise tem sido aplicada em estudos de caso, identificando que a combinação de diferentes fontes de dados e procedimentos analíticos qualitativos e quantitativos possibilitam a construção de compreensões mais robustas e aprofundadas dos fenômenos investigados. Os autores destacam que a integração entre dados numéricos, documentos e relatos qualitativos amplia a capacidade explicativa dos estudos, ao permitir a convergência e o contraste de evidências oriundas de distintas perspectivas analíticas. Essa abordagem é particularmente relevante para pesquisas que envolvem fenômenos complexos e multifatoriais.

No presente estudo, tal perspectiva fundamenta a adoção da triangulação entre dados primários e secundários, bem como entre análises estatísticas e análise de conteúdo, contribuindo para uma compreensão mais abrangente dos fatores associados à decisão de deslistagem das companhias abertas.

Além disso, a triangulação permite mitigar limitações inerentes a cada fonte. Dados secundários oferecem abrangência e objetividade, mas não capturam motivações internas ou percepções gerenciais. Questionários, por outro lado, capturam percepções especializadas, mas podem conter vieses subjetivos. A integração de ambas as fontes gera uma compreensão mais completa do fenômeno da deslistagem.

Kawar et al. (2024) desenvolveram um estudo de caráter conceitual e metodológico, no qual sistematizam e comparam abordagens quantitativas, qualitativas, de métodos mistos e de triangulação, destacando que a integração entre diferentes métodos amplia o rigor analítico e a validade interpretativa das pesquisas. Embora aplicado ao campo da enfermagem, o referencial metodológico apresentado é multidisciplinar e fundamenta a adoção de métodos mistos em estudos organizacionais e de governança.

No presente estudo, a triangulação contribui para reforçar a interpretação de que a deslistagem é fenômeno multifatorial, envolvendo dimensões de governança, controles internos, compliance e contexto econômico. Quando evidências quantitativas e percepções profissionais apontam na mesma direção, aumenta-se a confiança analítica nas conclusões.

Assim, a triangulação dos dados desempenha papel central na estratégia metodológica da pesquisa, não apenas como técnica de validação, mas como instrumento de aprofundamento interpretativo. Essa abordagem permite compreender o fenômeno da deslistagem para além dos números, incorporando a visão de profissionais experientes e fortalecendo a validade dos achados apresentados.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS DADOS

4.1 Caracterização das companhias analisadas

Nesta seção são apresentados os perfis das companhias analisadas, onde avaliou-se aspectos estruturais e operacionais das três companhias que responderam ao questionário aplicado nesta pesquisa. O objetivo é delinear o perfil das organizações analisadas, oferecendo uma visão abrangente do porte, maturidade, tempo de operação, setor econômico, alcance dos serviços e características dos gestores que forneceram as respostas.

Considerando que o estudo busca compreender a relação entre ambiente de controles internos, compliance, governança corporativa e o processo de deslistagem de companhias de capital aberto, a caracterização das companhias é fundamental para contextualizar a análise estatística e interpretar adequadamente os resultados encontrados no percurso metodológico.

A Tabela 6 apresenta os dados que compõem as companhias desta pesquisa, descrevendo o perfil dos respondentes e os atributos estruturais das organizações analisadas. A partir desses dados, torna-se possível compreender o contexto organizacional no qual estão inseridas, bem como identificar elementos que podem influenciar seu nível de maturidade em controles internos, governança corporativa e compliance.

Tabela 6 – Perfil dos respondentes

Empresa	Idade	Escolaridade	Função
Empresa A	26 a 35 anos	Mestrado	Gestor
Empresa B	46 a 55 anos	Pós-graduação (MBA/Especialização)	Gestor
Empresa C	36 a 45 anos	Pós-graduação (MBA/Especialização)	Gestor

Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

A presença de profissionais com pós-graduação reforça a qualificação técnica dos respondentes e, conseqüentemente, a confiabilidade das percepções fornecidas sobre práticas estruturais de governança e controles.

A Tabela 7 apresenta o tempo de operação das companhias, respondendo à dimensão de maturidade institucional, que pode influenciar a adoção de práticas consistentes de governança

corporativa. Entre as organizações participantes: uma opera há 6 a 10 anos, e duas operam há mais de 15 anos.

Tabela 7 – Tempo de operação das empresas

Empresa	Tempo de Operação
Empresa A	6 a 10 anos
Empresa B	Mais de 15 anos
Empresa C	Mais de 15 anos

Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

A predominância de empresas mais maduras pode indicar ciclos operacionais mais consolidados, favorecendo estruturas mais formais de controles internos e compliance.

Tabela 8 - Tempo de listagem na bolsa

Empresa	Tempo de Listagem
Empresa A	Até 5 anos
Empresa B	Até 5 anos
Empresa C	Mais de 15 anos

Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

Os resultados da Tabela 8 dialogam diretamente com a literatura, que aponta que empresas com menores oportunidades de crescimento, baixa liquidez e maior sensibilidade a custos regulatórios tendem a deslistar de forma mais rápida. As duas companhias com até cinco anos de listagem podem ter enfrentado, em curto prazo, esse conjunto de fatores, tornando o ambiente regulado pouco vantajoso e acelerando a decisão de saída.

Já a empresa com mais de quinze anos pode ter acumulado, ao longo do tempo, pressões operacionais, custos de conformidade e conflitos de agência que tornaram a permanência na bolsa menos atrativa. Assim, tanto a curta quanto a longa permanência refletem condições distintas que convergem para o mesmo resultado: a deslistagem como escolha estratégica diante do desequilíbrio entre custos e benefícios.

Bessler *et al.* (2023) sugere que enfrentam companhias que sofrem pressões operacionais, deterioração de desempenho, custos regulatórios elevados e falhas de governança tendem a down-listar ou a se retirar completamente do mercado, reforçando a necessidade de reformas nos mercados de capitais que conciliem melhor as preferências de empresas e investidores.

A Tabela 9 apresenta o setor econômico em que as empresas respondentes estão inseridas. Observa-se que duas delas atuam no segmento industrial, enquanto a terceira pertence ao setor financeiro.

Tabela 9 – Setor de atuação

Empresa	Setor Principal
Empresa A	Indústria

Empresa B	Indústria
Empresa C	Financeiro

Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

A composição setorial diversificada permite análises comparativas entre ambientes regulatórios distintos, especialmente porque o setor financeiro possui exigências próprias de compliance e estruturação de controles.

A composição setorial diversificada permite análises comparativas entre ambientes regulatórios distintos, especialmente porque o setor financeiro possui exigências próprias de compliance e estruturação de controles.

A Tabela 10 apresenta o número de colaboradores das companhias, relacionando quanto à complexidade operacional e aos mecanismos formais de governança. Os dados demonstram que uma empresa de até 100 colaboradores, uma com 101 a 150 colaboradores, e uma empresa de grande porte, com mais de 1000 profissionais.

Tabela 10 – Porte das empresas

Empresa	Número de Profissionais
Empresa A	Até 100
Empresa B	Mais de 1000
Empresa C	101 a 150

Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

A Tabela 10 referente ao número de profissionais revela uma forte heterogeneidade no porte das companhias respondentes, variando entre organizações de pequeno porte (até 100 colaboradores), médio porte (101 a 150 colaboradores) e uma empresa de grande porte com mais de 1000 empregados.

O quadro revela que duas das três companhias respondentes possuem porte reduzido, com até 150 profissionais, enquanto apenas uma é de grande porte. O predomínio de empresas menores indica estruturas operacionais reduzidas, o que pode dificultar o atendimento às exigências de governança, controles internos e *disclosure* do mercado regulado. Assim, o tamanho reduzido da maior parte das companhias sugere limitações estruturais que podem impactar a capacidade de conformidade e, conseqüentemente, vulnerabilidade a processos de deslistagem.

Empresas de diferentes portes enfrentam desafios distintos no ambiente de listagem. Alzumai e Alshammari (2023) destacam que organizações maiores tendem a possuir estruturas de governança e recursos mais sólidos para cumprir exigências regulatórias, enquanto empresas menores podem ter dificuldades em atender aos custos e obrigações de transparência, o que pode torná-las mais propensas a considerar a deslistagem como alternativa estratégica.

Dados empíricos recentes apontam que o porte da empresa atua como fator de mitigação da probabilidade de deslistagem. Hoang e The (2023) afirmam que empresas de maior porte, com conselhos mais ativos e com maior participação estatal e institucional são menos propensas a serem deslistadas. Os autores explicam que esses atributos fortalecem a governança corporativa, ampliam o monitoramento e reduzem falhas que poderiam levar à exclusão do mercado.

No contexto brasileiro, Moreira *et al.* (2017) identifica o maior tamanho como uma das variáveis explicativas relevantes para a decisão de cancelamento de registro na bolsa. Esses achados reforçam a hipótese de que companhias com maior escala operacional ou estrutura administrativa possuem recursos e governança mais robustos, o que lhes confere alguma vantagem frente ao risco de deslistagem.

Empresas com pouco tempo de listagem, em geral, ainda estão em fase de consolidação de sua base de investidores, de seus processos de governança e de sua capacidade de geração consistente de resultados no ambiente de mercado. Nesse estágio, é comum haver maior volatilidade de desempenho e maior sensibilidade a custos regulatórios, exigências de disclosure e pressões por performance, o que pode influenciar sua decisão futura de permanecer ou não listadas.

Fama e French (2024) comentam que firmas recém-listadas apresentam baixa lucratividade inicial e maior incerteza quanto ao crescimento, o que aumenta a probabilidade de deslistagem por desempenho insatisfatório. Assim, empresas com menor tempo de listagem tendem, em média, a apresentar maior risco de saída do mercado, o que está alinhado ao fato de duas empresas possuírem até cinco anos de operação como companhias abertas.

Engel, Hayes e Wang (2007) evidenciam que o aumento de custos regulatórios pode influenciar a decisão de permanência na bolsa, especialmente para empresas menores ou com menor benefício líquido em permanecer públicas. Os autores mostram que, após a introdução de regulações mais rigorosas, houve aumento na frequência de operações de fechamento de capital, indicando que o custo de ser listada pode superar os benefícios para algumas firmas. Isso sugere que empresas em estágios iniciais de listagem podem ser mais sensíveis a custos de compliance e governança.

Kamar, Karaca-Mandic e Talley (2009) apontam que o aumento de exigências regulatórias tende a afetar desproporcionalmente empresas menores, elevando a probabilidade de saída do mercado público entre firmas de menor porte. O estudo indica que empresas

pequenas, por obterem benefícios relativamente menores de estar listadas, tornam-se mais propensas a deixar o mercado quando os custos de manutenção do status de companhia aberta aumentam.

4.2 Estatística Descritiva

4.2.1 Análise dos Dados Primários – Questionário (Práticas Gerenciais)

Nesta seção são analisadas as variáveis do questionário relacionadas ao ambiente das companhias que passaram pelo processo de deslistagem divulgadas pela B3. Relaciona-se às estruturas de controles internos, *compliance*, governança corporativa, gestão e eventos que impactaram o ambiente das empresas.

A etapa de análise dos dados primários concentrou-se nas respostas obtidas por meio do questionário aplicado às companhias, elaborado com base nas dimensões teóricas e nas evidências identificadas na análise documental. O instrumento foi estruturado em escala ordinal de quatro pontos, permitindo captar o grau de concordância dos respondentes em relação a afirmações sobre controles internos, *compliance*, governança corporativa e fatores econômico-financeiros associados ao processo de deslistagem.

Do universo de 117 companhias deslistadas consideradas neste estudo, correspondente à totalidade da população analisada, foram obtidas 3 (três) respostas válidas ao questionário, compondo a base de dados primários de caráter exploratório. Embora numericamente reduzido, esse retorno foi tratado como evidência complementar da pesquisa, e não como base exclusiva de inferência estatística. O objetivo principal dessa etapa foi explorar percepções internas das organizações sobre os fatores que podem ter contribuído para o processo de saída do mercado de capitais, funcionando como triangulação em relação aos dados secundários.

A análise das respostas seguiu abordagem descritiva, observando-se os padrões de concordância e discordância em cada dimensão investigada, a partir da escala ordinal. Essa leitura permitiu identificar, de forma exploratória, se as percepções dos respondentes convergiam com os fatores mapeados na análise de conteúdo dos documentos públicos. Assim, os dados primários foram utilizados para reforçar ou contrastar interpretações derivadas dos dados secundários, contribuindo para uma compreensão mais abrangente do fenômeno.

Cabe destacar que, em razão do baixo número de respondentes, os resultados do questionário não foram utilizados para generalizações estatísticas, mas sim como evidência ilustrativa e complementar à análise principal. Ainda assim, a coleta de dados primários agrega

valor à pesquisa ao incorporar a perspectiva direta de agentes organizacionais, ampliando a validade interpretativa do estudo e indicando caminhos para investigações futuras com número de companhias mais ampla.

As questões contemplam aspectos como formalização e revisão de controles, independência do conselho, alinhamento entre gestores e acionistas, gestão de riscos legais e regulatórios, bem como percepções sobre custos de listagem e fatores que contribuíram para a decisão de deslistagem. Os resultados dessas variáveis, apresentados na Tabela 11, permitem avaliar o grau de maturidade organizacional nesses pilares e sua relação com a permanência ou saída do mercado de capitais.

Tabela 11 - Variáveis Governança, Controles Internos e Compliance

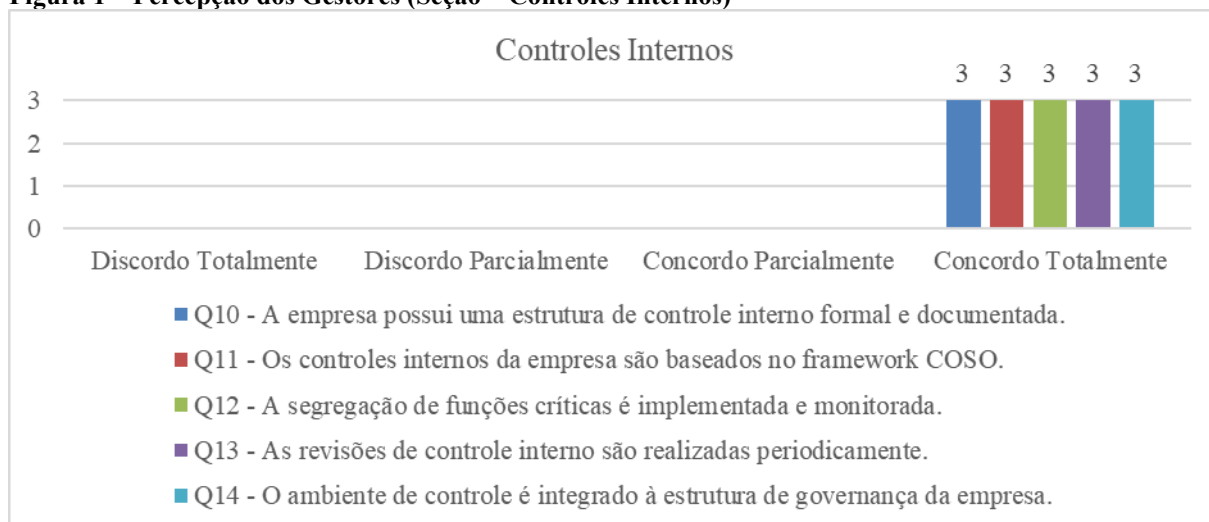
Questão	Descrição da Variável
Q10	A empresa possui uma estrutura de controle interno formal e documentada.
Q11	Os controles internos da empresa são baseados no framework COSO.
Q12	A segregação de funções críticas é implementada e monitorada.
Q13	As revisões de controle interno são realizadas periodicamente.
Q14	O ambiente de controle é integrado à estrutura de governança da empresa.
Q15	A empresa possui um programa de compliance implementado.
Q16	Os riscos legais e regulatórios são formalmente avaliados e monitorados.
Q17	As práticas de conformidade impactam nas decisões estratégicas da empresa.
Q18	A empresa divulga suas deficiências de compliance em seus relatórios.
Q19	A composição do conselho de administração é independente e técnica.
Q20	Estrutura de governança corporativa fortalecida durante o processo de abertura de capital.
Q21	Desalinhamento entre diretrizes de governança e gestão contribuiu para a decisão de deslistagem.
Q22	A estrutura da empresa prevê a separação entre propriedade (acionistas) e gestão (administradores).
Q23	A concentração de poder afeta a transparência nas decisões.
Q24	Não monitoramento de requisitos de governança exigidos para a continuidade da listagem.
Q25	Os interesses dos gestores estão alinhados aos dos acionistas.
Q26	O conselho atua ativamente na supervisão da gestão.
Q27	Stakeholders externos influenciam nas decisões estratégicas.
Q28	Gestores com excesso de confiança impactaram negativamente a eficácia dos controles internos.
Q29	A ausência de autocrítica por parte da alta gestão comprometeu a identificação de riscos relevantes.
Q30	Gestores que alegavam dominar os controles sem conhecimento técnico suficiente.
Q31	Decisões estratégicas foram tomadas com excesso de autoconfiança.
Q32	O perfil de liderança da empresa dificulta o reconhecimento de deficiências internas
Q33	A estrutura atual de controle e compliance é suficiente para evitar a deslistagem.
Q34	Os custos de listagem superam os benefícios percebidos.
Q35	A listagem em bolsa era percebida como vantagem competitiva.
Q36	A crise da COVID-19 levou a empresa a reavaliar sua permanência no mercado de capitais.
Q37	O aumento dos custos de conformidade regulatória na pandemia influenciou a percepção de listagem
Q38	Durante a pandemia, queda acentuada na liquidez ou capitalização, afetando sua posição na bolsa.
Q39	Impactos e incertezas decorrentes da COVID-19 levaram a debates internos sobre fechar o capital.
Q40	A redução da atratividade dos investidores na pandemia impactou na decisão de listagem
Q41	A empresa teve dificuldades de adaptação a eventos caóticos.

Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

4.2.1.1 Análise das práticas de controles internos

A Figura 1 apresenta a percepção dos gestores quanto às práticas de controles internos existentes nas organizações analisadas, abrangendo variáveis estruturais como formalização dos controles, adoção do framework COSO, segregação de funções, revisões periódicas e integração do ambiente de controle à governança corporativa.

Figura 1 – Percepção dos Gestores (Seção – Controles Internos)



Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

Evidenciou-se concordância dos participantes da pesquisa em todas as variáveis avaliadas (Q10 a Q14), indicando não apenas a presença desses mecanismos, mas um elevado nível de maturidade e institucionalização dos controles internos. A consistência das percepções demonstradas no quadro reforça que as companhias respondentes operam com estruturas de controle, alinhadas a boas práticas internacionais e aos requisitos regulatórios aplicáveis.

Os resultados evidenciam elevado grau de maturidade das empresas respondentes no que se refere ao ambiente de controles internos. Todas as variáveis Q10 a Q14 receberam 100% de concordância total, indicando que as organizações possuem estrutura formalizada de controles internos, aderência explícita ao framework COSO, segregação de funções implementada, revisões periódicas e integração do ambiente de controle com a governança corporativa.

Lai, Liu e Chen (2020) demonstram que fraquezas materiais em controles internos, em empresas listadas sujeitas à SOX, resultam em decisões de investimento ineficientes e menor confiabilidade das informações financeiras. Os achados sugerem diálogo com os dados da pesquisa, uma vez que o ambiente interno deve ser eficiente operacionalmente e a percepção dos gestores seguem esse caminho.

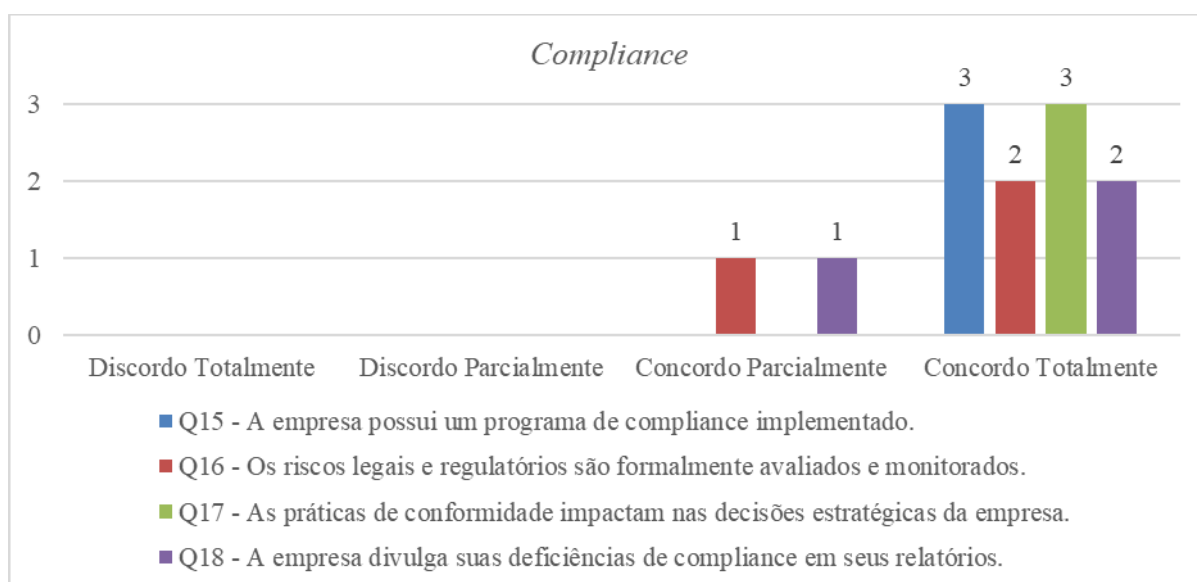
Chen e Chen (2024) indicam que a auditoria de controles internos disciplina decisões financeiras e reduz comportamentos especulativos em empresas listadas na China. Isso reforça o papel dos controles internos como mecanismo de governança e proteção aos acionistas. Os resultados da pesquisa, sugerem que em um ambiente com estruturas formais e baseadas em frameworks fortalecem a disciplina gerencial e reduzem riscos.

Amanamah (2024) evidencia que, em empresas listadas de mercados emergentes, a qualidade dos controles internos e da governança viabiliza a confiabilidade do reporte financeiro na confiança dos investidores. O estudo demonstra que sistemas de controle bem estruturados elevam a transparência e o desempenho informacional. Esses achados convergem com o observado nos resultados desta pesquisa, reforçando que controles formais e alinhados ao COSO fortalecem significativamente o ambiente de controles internos.

4.2.1.2 Análise das práticas de compliance

A Figura 2 apresenta os resultados referentes ao bloco que compõe a avaliação sobre a maturidade, efetividade e integração das práticas de compliance nas companhias analisadas. Esse conjunto busca mensurar se há programas de compliance estruturados, se a avaliação de riscos legais e regulatórios é sistemática, se a área de conformidade influencia decisões estratégicas e se a organização adota transparência na divulgação de deficiências.

Figura 2 – Percepção dos Gestores (Seção – Compliance)



Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

O resultado propõe que as empresas reconhecem possuir estruturas formais de compliance, indicando institucionalização de políticas, treinamentos e mecanismos de

integridade. Apesar do apesar do reconhecimento do processo, há possíveis assimetrias na avaliação de riscos, o que pode sugerir que os riscos não são gerenciados para mitigar a materialização de fenômenos adversos.

Christensen, Hail e Leuz (2021) demonstram que a transparência e a divulgação obrigatória são mecanismos essenciais para fortalecer governança e *accountability*. Os autores evidenciam que empresas que publicam suas deficiências apresentam maior resiliência regulatória e menor risco de eventos adversos. Isso dialoga diretamente com a variável Q18, reforçando que organizações transparentes tendem a sustentar maior confiança do mercado.

Os resultados ainda indicam que o ambiente e a cultura de compliance não opera como função isolada, mas como elemento integrante da estratégia. Isso pode evidenciar uma estratégia consolidada e com perspectiva consultiva dentro da governança, uma vez que impactam diretamente nos objetivos das companhias.

As deficiências são gerenciadas, porém, o resultado sugere que a transparência nem sempre é percebida, podendo ser compreendida como conservadorismo em apontar deficiências ou fragilidades por receio de impactos reputacionais ou regulatórios.

4.2.1.3 Análise das práticas de governança corporativa

A Figura 3 apresenta a percepção dos gestores sobre aspectos essenciais de governança corporativa, abrangendo independência do conselho, estrutura organizacional, alinhamento entre gestão e diretrizes de governança, concentração de poder e monitoramento de requisitos para manutenção da listagem.

Figura 3 – Percepção dos Gestores (Seção – Governança Corporativa)



Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

Os resultados mostram certa heterogeneidade nas respostas, indicando que, embora alguns elementos de governança estejam bem estabelecidos, como a independência técnica do conselho (Q19), a separação entre propriedade e gestão (Q22) e o fortalecimento da estrutura de governança durante o processo de abertura de capital (Q20), persistem fragilidades percebidas em pontos críticos.

As variáveis relacionadas ao desalinhamento entre governança e gestão (Q21), concentração de poder que afeta a transparência (Q23) e não monitoramento de requisitos de listagem (Q24) apresentaram respostas distribuídas e até discordância, sugerindo potenciais assimetrias, conflitos decisórios e riscos de conformidade. Esse conjunto de percepções indica que, apesar da presença de mecanismos formais, a efetividade prática da governança ainda pode ser limitada por falhas estruturais e comportamentais no nível da alta administração.

Embora alguns itens como estrutura formal de controle interno, adoção do framework COSO e segregação de funções tenham predominância entre os respondentes, esse consenso não indica necessariamente que exista eficiência operacional.

Nguyen, Kim e Suardi (2025) identificam que empresas que possuem conselhos mais estruturados, práticas mais sólidas de supervisão e mecanismos eficazes de governança tendem a apresentar maior estabilidade, menor risco regulatório e menor chance de serem removidas da bolsa por problemas de desempenho ou conformidade.

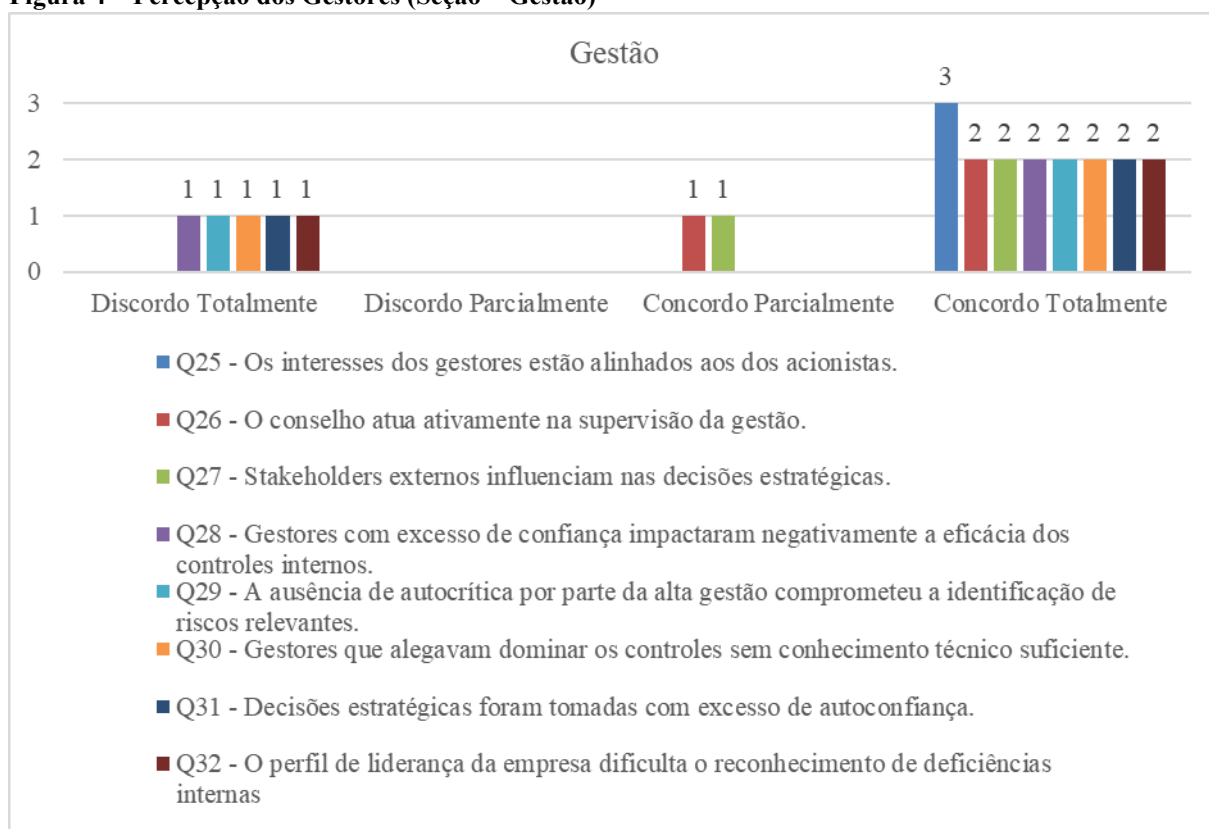
Os achados dos autores convergem com os resultados desta pesquisa ao revelar que, embora itens como estrutura formal de controle interno, adoção do framework COSO e segregação de funções apareçam como práticas amplamente declaradas pelos respondentes, tal aderência formal não garante, por si só, eficiência operacional.

Konno e Itoh (2018) evidenciam que estruturas formais de governança não garantem resultados superiores, pois variáveis que deveriam refletir seus benefícios como custos de agência e eficiência de fluxos não mostraram significância estatística nos resultados da pesquisa dos autores. As decisões de deslistagem foram explicadas por fatores estruturais, como concentração acionária, porte da empresa e relação entre valor de mercado e ativos. O estudo reforça que mecanismos de governança, quando apenas formais, não asseguram desempenho ou estabilidade organizacional.

4.2.1.4 Análise das práticas de gestão

A Figura 4 apresenta a percepção dos gestores sobre aspectos relacionados à atuação gerencial, ao alinhamento com os interesses dos acionistas e ao comportamento da alta administração. Os resultados mostram uma combinação de concordância total em variáveis associadas ao alinhamento de interesses (Q25) e à atuação ativa do conselho na supervisão da gestão (Q26), mas revelam divergências importantes nas questões que tratam de comportamentos gerenciais de risco.

Figura 4 – Percepção dos Gestores (Seção – Gestão)



Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

Variáveis como excesso de confiança dos gestores (Q28 e Q31), ausência de autocritica (Q29), alegação de domínio técnico sem preparo adequado (Q30) e perfil de liderança que dificulta o reconhecimento de falhas internas (Q32) apresentaram respostas distribuídas, incluindo discordância total, indicando percepção de fragilidades comportamentais que podem comprometer a eficácia dos controles internos e da governança corporativa. Essas evidências sugerem que, embora exista alinhamento formal entre gestão e acionistas, fatores comportamentais e assimetrias de competência na alta administração podem representar riscos significativos, especialmente em contextos de tomada de decisão estratégica e de exposição ao mercado de capita

Makrominas e Yiannoulis (2021) demonstram que a assimetria de informação é um dos principais determinantes do risco de deslistagem, destacando que empresas com baixa qualidade de auditoria, menor conteúdo informacional em prospectos e reduzido nível de disclosure voluntário apresentam probabilidade significativamente maior de serem removidas da bolsa.

A tese de Collevicchio (2022) evidencia que a governança orienta de fato a estratégia e influencia a gestão, indo além de estruturas formais. Conselhos pouco alinhados geram práticas apenas simbólicas, sem integração operacional. Esse ponto converge com o resultado do Q21, que indica falhas no alinhamento entre governança e gestão. Essa desconexão fragiliza controles, prejudica o monitoramento de requisitos e aumenta o risco de deslistagem.

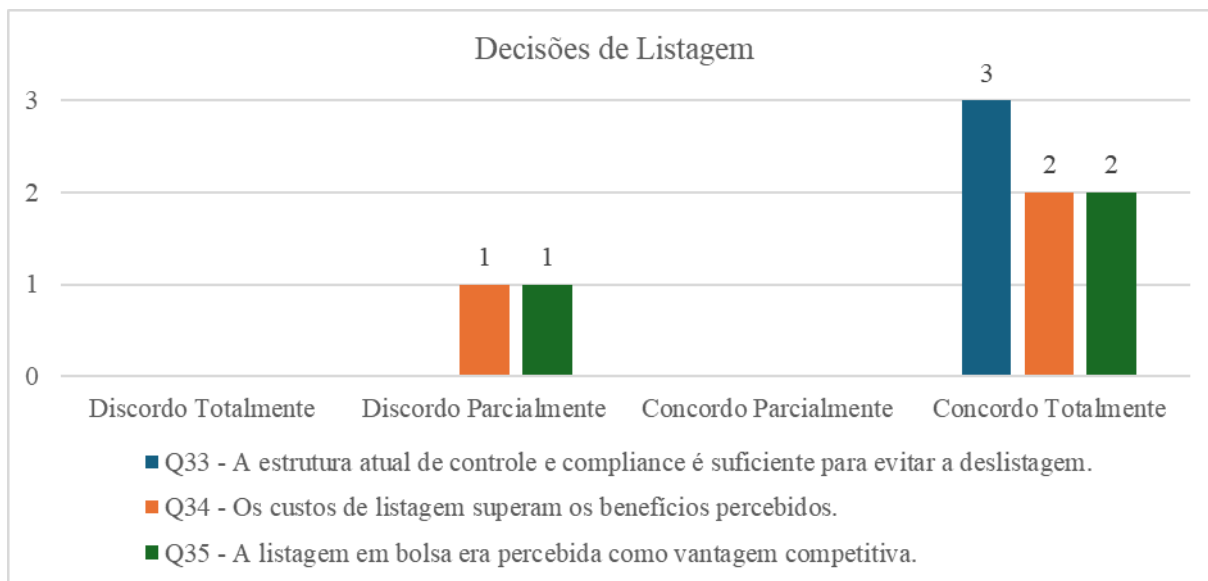
O presente estudo dialoga com Salehi *et al.* (2021) demonstram que conselhos pouco qualificados ou com comportamentos ineficientes aumentam custos de agência, ampliam assimetrias informacionais e enfraquecem o controle sobre a gestão, resultando em decisões desalinhadas aos interesses estratégicos da organização

Al-Absy e Hasan (2023) mostram que características formais do board como independência, tamanho, reuniões e diversidade não se traduzem em desempenho superior, pois muitas organizações mantêm estruturas de governança apenas formalizadas, sem impacto real nas decisões gerenciais.

4.2.1.5 Análise das decisões de deslistagem

A Figura 5 avalia a percepção dos gestores sobre fatores diretamente relacionados ao processo de deslistagem, abordando a suficiência da estrutura de controle e compliance (Q33), a relação entre custos e benefícios da listagem (Q34) e a percepção da listagem como vantagem competitiva (Q35). Os resultados revelam concordância total quanto à adequação do ambiente de controles e conformidade para evitar a deslistagem, indicando confiança na estrutura organizacional vigente.

Figura 5 – Percepção dos Gestores (Seção – Decisões de Listagem)



Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

A Figura 5 avalia a percepção dos gestores sobre fatores diretamente relacionados ao processo de listagem e consequências para deslistagem, abordando a suficiência da estrutura de controle e compliance (Q33), a relação entre custos e benefícios da listagem (Q34) e a percepção da listagem como vantagem competitiva (Q35). Os resultados revelam concordância total quanto à adequação do ambiente de controles e conformidade para evitar a deslistagem, indicando confiança na estrutura organizacional vigente.

As respostas às variáveis Q34 e Q35 apresentam maior similaridade, refletindo que, para parte dos gestores, os custos da listagem podem superar os benefícios percebidos, ao mesmo tempo em que nem todos consideram a permanência na bolsa como uma vantagem competitiva clara. Esse conjunto de percepções sugere que, embora a estrutura interna seja vista como robusta, a decisão de deslistar pode ser influenciada mais por fatores estratégicos e econômico-regulatórios do que por deficiências estruturais de controle interno ou compliance.

Martinez, Serve e Djama (2016) mostram que decisões de deslistagem voluntária ocorrem quando os custos de permanecer listado superam os benefícios, destacando que estruturas fortes de governança reduzem o risco de saída involuntária. Seus achados reforçam que práticas de transparência e controle são essenciais para sustentar a permanência no mercado.

Thomsen e Vinten (2007) evidenciam que maior proteção aos acionistas e padrões elevados de governança reduzem significativamente a probabilidade de deslistagem involuntária ou “going-private”, indicando que governança robusta atua como mecanismo

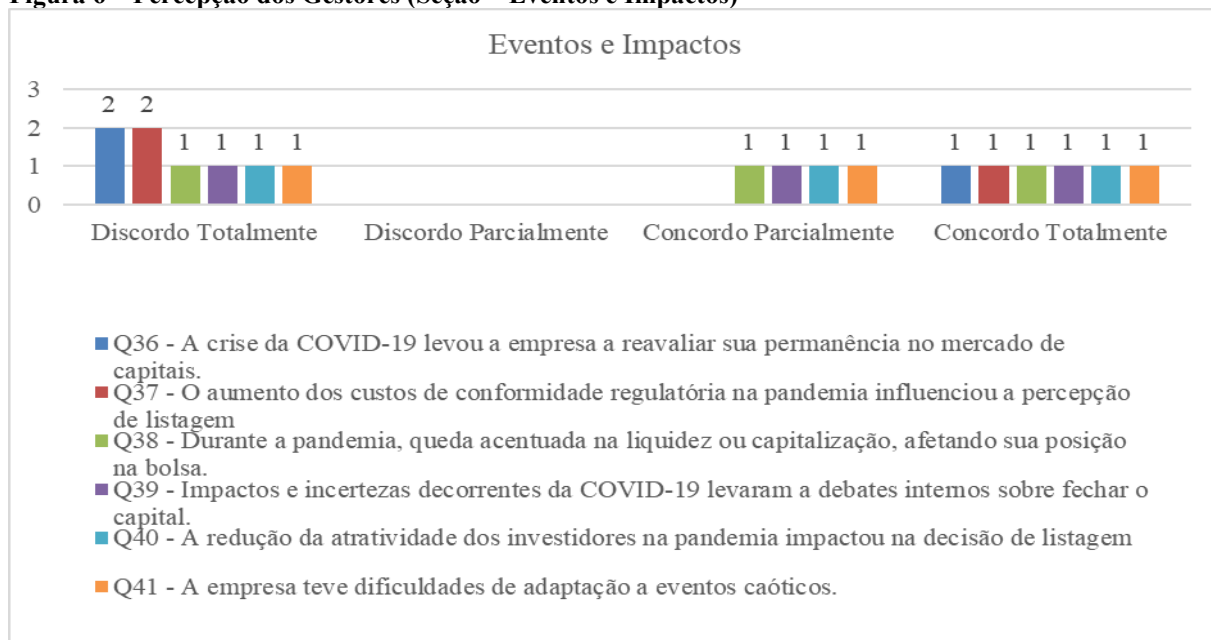
preventivo. Seus resultados reforçam a centralidade do controle interno e da prestação de contas na manutenção da listagem.

Lansdell, Botha e Marx (2025) evidenciam que governança corporativa fortalecida, aliada a composição acionária diversificada, reduz substancialmente o risco de deslistagem em economias emergentes. O autor destaca que transparência, controles internos efetivos e accountability são pilares determinantes para evitar a saída do mercado.

4.2.1.6 Análise de eventos e impacto

Os eventos extraordinários associados à pandemia da COVID-19 configuraram um contexto de elevada incerteza econômica, financeira e institucional, exigindo das companhias abertas uma reavaliação de suas estratégias, estruturas internas e permanência no mercado de capitais. Nesse cenário, fatores como o aumento dos custos de conformidade regulatória, a redução da liquidez, a menor atratividade para investidores e as dificuldades de adaptação a eventos caóticos passaram a influenciar de forma significativa o processo decisório das empresas. Assim, os resultados apresentados nesta seção buscam captar a percepção dos responsáveis pela gestão quanto aos impactos desses eventos sobre a organização, evidenciando como tais fatores contribuíram para debates internos relacionados à continuidade da listagem e, em última instância, para a decisão de saída do mercado de capitais.

Figura 6 – Percepção dos Gestores (Seção – Eventos e Impactos)



Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

Estes resultados permitem identificar como os responsáveis pela gestão avaliam a efetividade das estruturas internas e em que medida tais práticas foram mantidas ou deixaram de ser priorizadas ao longo do período que antecedeu a saída da empresa do mercado de capitais.

Os resultados mostram variáveis diretamente relacionadas às causas da deslistagem, como desalinhamento entre governança e gestão (Q21), concentração de poder e falta de transparência (Q23), não monitoramento de requisitos essenciais para a continuidade da listagem (Q24). Impactos negativos da autoconfiança excessiva da alta gestão (Q28 a Q32), apresentam discordância parcial ou total de pelo menos um dos respondentes.

Esse padrão indica que, no interior da organização, há diferentes percepções sobre o papel das falhas de governança no processo de deslistagem, divergência típica em empresas que passam por retração, fechamento de capital ou perda de posição no mercado. A discordância nestes itens não elimina a fragilidade; ao contrário, evidencia que as próprias lideranças não reconhecem plenamente fatores internos que contribuíram para a descontinuidade, um elemento frequentemente descrito na literatura sobre fracassos de governança.

Brandão e Crisóstomo (2024) mostram que estruturas acionárias com controle dominante ampliam conflitos de agência, elevam o risco de expropriação de minoritários e reduzem o valor da firma, pois o poder excessivo facilita decisões opacas e pouco monitoradas

De forma complementar, Wang e Shailer (2015), em sua meta-análise, demonstram que alta concentração de propriedade em mercados emergentes tende a prejudicar o desempenho devido ao aumento de comportamentos oportunistas, redução da transparência e enfraquecimento dos mecanismos de governança.

Esses achados se aproximam com o resultado do Q23, indicando que a concentração de poder nas empresas cria assimetrias informacionais, limita a transparência e agrava conflitos de agência, fatores que elevam a vulnerabilidade organizacional e aumentam o risco de deslistagem.

Aspectos ligados ao ambiente externo também reforçam esse cenário. As questões referentes à pandemia da COVID-19 (Q36 a Q41) apresentam um conjunto disperso de respostas, distribuídas entre discordância total, parcial e concordância. Essa heterogeneidade indica ausência de consenso sobre o impacto real da crise, outro indício típico de empresas que enfrentam desorganização interna, falta de visão integrada e dificuldades em mensurar efeitos sistêmicos na governança.

Jain (2024) demonstra que a pandemia intensificou deslistagens voluntárias ao provocar quedas bruscas de demanda, rupturas produtivas e forte deterioração financeira, sobretudo em empresas jovens e vulneráveis. Esse cenário dialoga com a dispersão de respostas observada nos itens Q36–Q41, pois organizações com baixa maturidade em governança tendem a perceber os impactos diante de cenários de instabilidade e incertezas.

Conforme as respostas dos gestores, pode existir evidências que a pandemia pode ter intensificado fragilidades pré-existentes e acelerado debates sobre saída da bolsa, especialmente quando combinada com queda de liquidez, custos regulatórios crescentes e pressões financeiras.

Outro ponto relevante é que, embora itens como estrutura suficiente de controle e compliance para evitar a deslistagem (Q33) tenham recebido concordância total, esse resultado contrasta com a percepção expressa nas questões que tratam da falta de monitoramento de requisitos de governança, da concentração de poder e das decisões gerenciais tomadas com excesso de confiança.

Essa contradição interna sugere que, mesmo diante de evidências de desmontagem ou fragilidade da governança, alguns gestores ainda percebem o ambiente de controle como adequado, o que pode refletir tanto desconhecimento técnico quanto resistência em reconhecer falhas estruturais que conduziram ao fechamento de capital.

Por fim, os itens sobre custos de manutenção da listagem (Q34), perda de vantagem competitiva (Q35) e queda de atratividade de investidores (Q40) revelam que fatores econômicos e estratégicos também foram percebidos como relevantes. Esses elementos reforçam a conclusão de que a deslistagem não decorreu apenas de fatores conjunturais externos, mas da combinação entre enfraquecimento das práticas de governança, redução da efetividade dos controles internos e deterioração da capacidade de conformidade, um ambiente que gradualmente torna insustentável a permanência no mercado de capitais.

4.3 Análise dos dados secundários – Base B3

4.3.1 Análise de Conteúdo e Codificação - Motivos de Deslistagem (Informação B3)

A análise dos dados secundários constitui uma etapa central deste estudo, permitindo compreender em profundidade o cenário de deslistagem de companhias abertas no Brasil e identificar padrões estruturais relacionados à governança corporativa, controles internos e compliance.

Para esta pesquisa, foram analisadas 117 empresas deslistadas da B3 entre 2019 e 2025, cujas informações foram obtidas por meio da divulgação no site da B3 em relação as empresas com registro cancelado. A base de dados do ambiente compreende dados históricos desde o ano de 1999. Esses dados foram cruzados com as variáveis analisadas no questionário aplicado às empresas participantes, permitindo estabelecer conexões entre as percepções declaradas e as evidências documentais observadas.

O estudo de Bortolon & Silva Jr. (2015) analisou 227 empresas brasileiras deslistadas usando dados secundários da CVM, BM&FBOVESPA e Economática, estruturando variáveis ligadas a propriedade, liquidez, caixa, crescimento e tamanho. Para comparação, criou um grupo de controle por setor e porte. A pesquisa aplicou estatísticas descritivas, testes de médias e modelos *logit*, segmentando resultados pelo tipo de controlador e oferecendo um método robusto para entender o fechamento de capital no Brasil.

No contexto norte-americano, Engel, Hayes e Wang (2007) usam bases da SEC para analisar os determinantes das saídas de capital após a SOX. Os autores criam um grupo de controle pareado por setor, tamanho e finanças para comparar empresas que fecharam o capital com aquelas que permaneceram listadas. Com testes de diferenças e modelos logísticos, medem o impacto regulatório da SOX sobre a probabilidade de *going-private*, oferecendo um método quantitativo robusto e replicável.

O estudo de Kamar, Karaca-Mandic & Talley (2009) utiliza uma base global de fusões e aquisições da Thomson Reuters, juntamente com índices internacionais de desempenho de mercados acionários, para comparar empresas americanas e estrangeiras. Com uma estratégia de diferenças-em-diferenças e modelos probit, os autores analisam o período pré e pós-SOX. Os resultados mostram que a lei aumentou significativamente a probabilidade de pequenas empresas americanas deixarem o mercado público ao serem adquiridas por compradores privados.

Dialogando com as pesquisas recentes mencionadas, a análise dos dados secundários desta pesquisa buscou aprofundar a compreensão do processo de deslistagem de companhias de capital aberto no Brasil, examinando a forma como essas organizações descrevem suas características estruturais, contextuais e decisórias.

Para quantificar as informações relacionadas às motivações de deslistagem, foi necessário interpretar os dados a partir da leitura das justificativas apresentadas pela B3. Assim, os motivos foram organizados e classificados de forma a permitir sua exemplificação e tradução

analítica. Ressalta-se, contudo, que essa etapa constituiu uma limitação do estudo, pois muitas justificativas são breves e carecem de elementos objetivos que permitam uma quantificação mais precisa.

A Tabela 12 apresenta a classificação dos motivos de deslistagem informados pela B3, com base nos dados das empresas que tiveram o registro cancelado. A análise foi realizada a partir das justificativas constantes em documentos oficiais e comunicados ao mercado. Essa sistematização permite visualizar a frequência e a distribuição das diferentes razões que levaram as empresas a deixar o mercado acionário, distinguindo decisões voluntárias, reestruturações societárias e eventos associados à falência, liquidação ou descumprimento regulatório. O estudo compreende a análise de 117 companhias deslistadas, correspondentes à totalidade da população definida para o período analisado.

Utilizando a técnica de análise de conteúdo, foram identificadas palavras-chave durante a análise e, a partir delas, os casos foram categorizados em seis grupos, a fim de facilitar a interpretação dos dados e viabilizar análises estatísticas complementares à pesquisa.

Tabela 12 – Motivo de Deslistagem

Número de Categorias	Motivo de Deslistagem	Quantidade	(%)
1	Cancelamento voluntário	38	32,48%
2	Incorporação / fusão societária	36	30,77%
3	Cancelamento após OPA / controlador	14	11,97%
4	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	11,97%
5	Falência / liquidação / dissolução	12	10,26%
6	Encerramento de BDR / Emissor estrangeiro	3	2,56%

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados indicam que 38 empresas (32,48%) tiveram sua deslistagem classificada como cancelamento voluntário, constituindo a categoria mais frequente. Esse percentual evidencia que a saída do mercado de capitais brasileiro ocorre majoritariamente por decisão estratégica dos controladores, e não apenas por imposições externas ou fracasso econômico.

O resultado sugere que a listagem é continuamente avaliada sob uma ótica de custo-benefício, na qual exigências regulatórias, custos de conformidade, obrigações de transparência e pressões de governança podem reduzir a atratividade de permanecer listada. Estudos como o de Azevedo (2024) mostram que o timing do delisting voluntário tende a ser escolhido em momentos nos quais os controladores conseguem maximizar ganhos econômicos ao retornar ao ambiente privado, frequentemente associados à redução de custos de compliance e à menor exposição regulatória.

A segunda maior categoria corresponde às incorporações ou fusões societárias, com 36 empresas (30,77%). Esse resultado confirma que reestruturações societárias representam parcela substancial das saídas da bolsa. Nesses casos, a deslistagem não decorre necessariamente de fragilidade, mas de reorganizações que visam ganho de escala, sinergias operacionais e simplificação de estruturas societárias.

Após a consolidação societária, a manutenção da listagem pode perder relevância econômica, sobretudo quando a nova estrutura reduz a necessidade de captação via mercado. Esse padrão é coerente com evidências apresentadas por Magni et al. (2022), que identificam que empresas em reestruturação, pressionadas por necessidades de eficiência financeira ou liquidez, tendem a migrar para estruturas com maior flexibilidade decisória e menor custo regulatório.

Os casos de cancelamento após OPA ou por decisão do controlador somam 14 empresas (11,97%). Esse percentual confirma que as ofertas públicas de aquisição permanecem como mecanismo relevante de fechamento de capital, geralmente associadas a movimentos de consolidação ou reconcentração de controle. Manne (1965) já apontava o mercado de aquisições como instrumento de disciplina e reorganização do controle societário.

Evidências discutidas por Dencic-Mihajlov (2009), mostram que aquisições em ambientes regulatórios mais exigentes frequentemente culminam em fechamento de capital, pois o controlador passa a internalizar custos de governança e disclosure que antes eram compartilhados com o mercado.

A categoria de descumprimento regulatório também reúne 14 empresas (11,97%), indicando que uma parcela não desprezível das companhias enfrenta dificuldades para atender aos requisitos normativos e de negociação mínima exigidos pela B3 e pela CVM. Esses casos podem refletir deficiências de governança, baixa transparência informacional ou incapacidade de sustentar padrões mínimos de conformidade.

Esse achado converge com evidências internacionais de Charitou, Louca e Oikonomou (2007), que demonstram que fragilidades de governança e qualidade informacional elevam significativamente o risco de deslistagem involuntária em mercados desenvolvidos, como a New York Stock Exchange.

Os casos de falência, liquidação ou dissolução totalizam 12 empresas (10,26%), confirmando que crises financeiras severas e incapacidade de continuidade operacional também figuram como vetores relevantes de saída do mercado. Embora não sejam a principal causa,

esses eventos representam a forma mais extrema de deslistagem, na qual a saída do mercado é consequência direta da inviabilidade econômica. Magni et al. (2022) evidenciam, no contexto europeu, que deterioração do desempenho financeiro e restrições de caixa são fatores decisivos tanto para encerramento de atividades quanto para retirada do mercado de capitais.

Por fim, o encerramento de BDRs ou saída de emissores estrangeiros corresponde a 3 casos (2,56%), sendo a menor categoria. Embora numericamente reduzida, essa modalidade reflete decisões estratégicas de emissores internacionais relacionadas a custos de manutenção de programas de recibos de ações, liquidez local limitada ou reorientação de estratégia de captação em outros mercados.

Assim, os percentuais observados revelam um fenômeno heterogêneo: a deslistagem no Brasil resulta principalmente de motivações estratégicas (cancelamento voluntário e reorganizações), mas também de dificuldades regulatórias e de fragilidade econômico-financeira, padrões que refletem tendências identificadas tanto em mercados desenvolvidos quanto emergentes.

4.3.2 Análise de Conteúdo e Codificação – Base de Dados vs. Variáveis (Informação B3)

O racional de classificação adotado na pesquisa partiu da técnica de análise de conteúdo, com o objetivo de transformar informações qualitativas presentes em documentos oficiais, fatos relevantes e comunicados ao mercado em variáveis passíveis de tratamento quantitativo.

Inicialmente, foi realizada uma leitura sistemática dos registros de cancelamento de listagem das companhias, buscando identificar termos recorrentes que indicassem as razões subjacentes à deslistagem. A partir dessa etapa exploratória, foram definidas palavras-chave representativas de cada dimensão teórica de interesse da dissertação, alinhadas aos construtos de controles internos e compliance, governança e conflitos de agência, fatores econômicos e de mercado e reestruturações societárias.

Cada conjunto de palavras-chave foi associado a uma meta-pergunta (Q1 a Q4), refletindo categorias analíticas derivadas da literatura sobre governança corporativa, teoria da agência, compliance e distress financeiro. Por exemplo, termos como “descumprimento”, “irregularidade”, “sanção”, “multa” e “falta de reporte” foram vinculados à dimensão de deficiências de controles internos e compliance (Q1), por indicarem fragilidades em conformidade regulatória e reporte ao mercado.

Já expressões como “conflito”, “independência”, “acionista controlador” e “conselho” foram associadas à dimensão de governança e problemas de agência (Q2), por refletirem potenciais desalinhamentos entre gestores e acionistas. De modo semelhante, palavras relacionadas a desempenho financeiro e condições de mercado, como “prejuízo”, “endividamento”, “crise” e “baixa liquidez”, compuseram a dimensão de fatores econômicos e de mercado (Q3). Por fim, termos como “OPA”, “fusão”, “incorporação” e “fechamento de capital” foram utilizados para caracterizar reestruturações societárias (Q4).

Com base nesse dicionário de palavras-chave, procedeu-se à codificação dos casos. Sempre que uma justificativa de deslistagem apresentava evidência textual compatível com determinada categoria, atribuía-se valor 1 à respectiva variável; na ausência de evidências, atribuía-se valor 0.

Esse procedimento permitiu converter dados qualitativos em variáveis binárias, posteriormente utilizadas na construção das variáveis ordinais do questionário aplicado às empresas reais. Assim, o questionário refletiu dimensões empiricamente observadas no mercado, garantindo maior aderência entre a etapa documental e a coleta primária de dados.

Esse racional metodológico assegura transparência e replicabilidade ao processo de classificação, além de fortalecer a validade de construto da pesquisa, ao alinhar a operacionalização das variáveis aos conceitos teóricos discutidos na literatura e às evidências empíricas observadas no contexto das deslistagens.

A Tabela 13 apresenta os resultados interpretados a partir da análise dos dados realizados para quantificar a interpretação dos motivos dispostos no portal da B3.

Tabela 13 – Dados quantificados – Motivo de Deslistagem (Dados Secundários)

Variáveis	Discordo Totalmente	Discordo Parcialmente	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Total
1	66	5	46	0	117
2	114	3	0	0	117
3	90	21	6	0	117
4	73	36	8	0	117
5	87	24	6	0	117
6	92	23	2	0	117
7	71	35	10	1	117
8	89	21	6	1	117
9	102	0	14	1	117
10	90	19	8	0	117
11	101	16	0	0	117
12	87	14	16	0	117
13	59	52	6	0	117
14	97	13	7	0	117
15	98	10	8	1	117
16	66	51	0	0	117

17	59	52	6	0	117
18	89	22	6	0	117
19	101	6	10	0	117
20	94	13	10	0	117
21	101	6	10	0	117
22	93	18	6	0	117
23	99	7	11	0	117
24	101	16	0	0	117
25	102	14	1	0	117
26	104	7	6	0	117
27	105	0	12	0	117
28	90	12	15	0	117
29	104	0	11	2	117
30	101	16	0	0	117
31	106	8	3	0	117
32	105	9	3	0	117

Fonte: Elaboração própria.

A análise dos dados secundários evidencia um padrão das respostas nas categorias de discordância, especialmente em “discordo totalmente”, o que sugere uma percepção de baixa aderência às práticas relacionadas a controles internos, compliance e governança corporativa no conjunto das companhias analisadas.

O resultado indica que, sob a ótica dos dados levantados, os mecanismos formais de controle e supervisão são percebidos como insuficientemente estruturados ou pouco efetivos no contexto das empresas que passaram por processos de deslistagem.

A elevada incidência de respostas em “discordo totalmente” sinaliza um cenário em que determinados elementos do ambiente de controle podem estar ausentes, fragilizados ou não institucionalizados. A literatura recente tem apontado que deficiências significativas de controles internos estão associadas a maiores níveis de risco organizacional, menor qualidade da informação reportada e maior probabilidade de eventos adversos de natureza estratégica e financeira.

Muhtar, Winarna e Sutaryo (2023) demonstram que fragilidades nos sistemas de controles internos estão associadas a problemas estruturais de governança e de monitoramento, evidenciando que ambientes de controle fragilizados apresentam maior vulnerabilidade a falhas organizacionais e menor capacidade de mitigação de riscos.

Ismail, Kathim e Al-Kanani (2023), demonstram que a adoção de estruturas de governança e controles internos, quando restrita ao plano formal, não assegura a eficiência do sistema de controle. Segundo os autores, a ausência de integração entre governança, controles internos e práticas organizacionais compromete a efetividade dos mecanismos de controle, resultando em estruturas fragmentadas e pouco incorporadas às rotinas decisórias.

Esses resultados corroboram evidências de que a simples existência de estruturas formais de governança não é suficiente para assegurar sua efetividade. O Audit Office of New South Wales, em relatório conduzido sob a responsabilidade do Auditor-General for New South Wales (2022), destaca que deficiências recorrentes nos mecanismos de monitoramento e accountability comprometem o funcionamento do ambiente de controles internos e limitam a efetividade das estruturas de governança. Segundo o órgão, mesmo na presença de auditorias financeiras regulares, fragilidades nos controles internos tendem a persistir quando não há integração adequada entre governança, supervisão e práticas operacionais, afetando a qualidade das decisões organizacionais e a gestão de riscos.

As respostas classificadas como “concordo parcialmente”, ainda que menos frequentes, indicam a presença de práticas pontuais ou componentes específicos de controle que podem estar operando de maneira isolada. Essa configuração sugere níveis intermediários de maturidade, nos quais há iniciativas de governança e compliance, porém sem integração sistêmica entre os elementos do ambiente de controle.

Já a reduzida incidência de respostas em “concordo totalmente” indica que são raros os casos em que os mecanismos avaliados são percebidos como plenamente estabelecidos e efetivos. O conjunto dos resultados aponta para um ambiente de controles internos percebido como de baixa maturidade nas companhias analisadas. Esses achados convergem com estudos recentes que relacionam fragilidades de governança a maior exposição a riscos estratégicos e a decisões corporativas que podem culminar em reestruturações relevantes, incluindo saídas do mercado de capitais.

Ressalta-se, contudo, que tais evidências indicam associações e padrões perceptivos, não permitindo estabelecer relações causais diretas com o evento de deslistagem. Nesse sentido, a análise dos dados secundários contribui como uma das dimensões da triangulação metodológica proposta, oferecendo subsídios para uma compreensão mais ampla do fenômeno investigado.

4.4 Análise dos dados secundários – Base B3 (Setor das Empresas)

A análise descritiva da distribuição setorial das 117 companhias deslistadas permite identificar padrões sobre quais segmentos econômicos apresentam maior incidência de saída do mercado acionário. A classificação setorial evidencia que a deslistagem não se concentra em um único setor, mas apresenta maior frequência em segmentos específicos da economia brasileira.

O setor financeiro reúne 23 empresas, correspondendo a 19,66% do universo, configurando-se como o grupo mais representativo. Essa predominância pode estar associada à elevada sensibilidade do setor financeiro a requisitos regulatórios, de capital, governança e transparência, que tornam o custo de manutenção da listagem potencialmente mais elevado. Além disso, instituições financeiras frequentemente passam por consolidações, aquisições e reorganizações societárias, o que pode culminar em fechamento de capital ou incorporação por grupos maiores.

Na sequência, aparecem Indústria/Manufatura e Serviços Diversos, cada um com 15 empresas (12,82% cada). Esses resultados sugerem que setores com grande heterogeneidade de modelos de negócio e margens variáveis podem enfrentar maior volatilidade de desempenho, o que influencia decisões de permanência na bolsa. No caso industrial, ciclos econômicos, necessidade de investimento intensivo em capital e exposição a variações de demanda podem impactar a atratividade de permanecer listado. Já em serviços diversos, a diversidade de atividades e níveis de maturidade de governança pode explicar a dispersão de resultados.

O grupo de Construção, Infraestrutura, Logística e Transportes soma 14 empresas (11,97%), percentual relevante que pode ser interpretado à luz da natureza cíclica desses setores, fortemente dependentes de condições macroeconômicas, crédito e investimento público ou privado. Oscilações econômicas tendem a afetar diretamente esses segmentos, aumentando riscos financeiros e estratégicos.

O setor de Energia responde por 10 empresas (8,55%). Trata-se de um segmento regulado e intensivo em capital, sujeito a variações tarifárias, políticas públicas e exigências ambientais, fatores que podem alterar o custo-benefício da listagem ao longo do tempo.

Comércio e Varejo representa 8 casos (6,84%), refletindo um setor altamente competitivo e sensível a ciclos de consumo, inflação e crédito. Empresas varejistas podem optar pelo fechamento de capital em momentos de reestruturação ou quando a volatilidade de resultados reduz a atratividade para investidores.

O segmento de Seguros e Saúde aparece com 7 empresas (5,98%), também marcado por forte regulação e necessidade de compliance, o que pode elevar custos de permanência no mercado de capitais.

Mineração e Óleo & Gás somam 6 empresas (5,13%), setores tipicamente expostos a ciclos de commodities e volatilidade de preços internacionais. Essas características podem influenciar decisões estratégicas de listagem conforme o ciclo de mercado.

Os setores de Tecnologia/Digital/Software e Imobiliário apresentam 5 empresas cada (4,27% cada). No caso de tecnologia, embora seja um setor associado a crescimento, empresas podem migrar para estruturas privadas buscando maior flexibilidade estratégica. Já o setor imobiliário é fortemente afetado por ciclos de crédito e mercado imobiliário.

O Agronegócio/Agroindústria e o setor de Telecomunicações contam com quatro empresas cada (3,42% cada). Ambos são estratégicos para a economia brasileira, porém estão sujeitos a riscos específicos. No agronegócio, destacam-se fatores climáticos e a volatilidade dos preços internacionais. Nas telecomunicações, sobressaem a regulação setorial e a necessidade de investimentos contínuos.

Por fim, Educação apresenta apenas 1 empresa (0,85%), sendo o setor menos representado no universo.

De forma geral, a distribuição setorial indica que a deslistagem é um fenômeno transversal, mas com maior incidência em setores regulados, cíclicos ou intensivos em capital. Isso sugere que fatores macroeconômicos, exigências regulatórias e necessidade de investimentos recorrentes podem influenciar a decisão de permanecer ou sair do mercado acionário. Ao mesmo tempo, a presença de empresas de praticamente todos os setores reforça que a deslistagem não é exclusiva de segmentos em declínio, mas parte de uma dinâmica estratégica e financeira mais ampla das organizações.

4.5 Análise dos dados secundários - Base B3 (Codificação)

O primeiro passo dessa codificação consistiu na definição de quatro questões que serviram como base (Q1 a Q4), tratadas como critérios binários (0 ou 1) em relação ao que foi indicado como motivação pelo cancelamento da listagem na base de dados da B3. Cada empresa recebeu o valor 1 quando o texto dos documentos fazia referência explícita ou implícita a um conjunto de palavras-chave associadas àquele critério, e 0 quando tal menção não estava presente.

Quadro X – Critérios e Palavras-Chave para Classificação das Causas de Deslistagem

Critério	Palavras-chave associadas
Q1 – Deficiências de controles internos / compliance	descumprimento; irregularidade; não conformidade; sanção; CVM; regulatório; pena; auto de infração; multa; falta de reporte
Q2 – Problemas de governança / agência	conflito; governança; independência; acionista controlador; minoritário; transparência; conselho; AGE; AGO; comitê
Q3 – Fatores econômicos / mercado	baixa liquidez; prejuízo; endividamento; inviabilidade; reestruturação financeira; resultado negativo; crise; mercado; risco financeiro; redução de liquidez

Q4 – Reestruturação societária	OPA (Oferta Pública de Aquisição de Ações); fusão; incorporação; cisão; fechamento de capital; migração; reorganização; oferta pública; troca de ações; reestruturação societária
---------------------------------------	---

Fonte: Elaborado pelo autor mediante dados de pesquisa.

A Q1 buscou identificar situações em que a própria companhia reconhecia, ainda que de forma indireta, deficiências de controles internos ou de compliance, utilizando termos como descumprimento, irregularidade, não conformidade, sanção, auto de infração, multa, falta de reporte ou menções a problemas regulatórios perante a CVM.

A Q2 agrupou expressões relativas a problemas de governança e conflitos de agência, tais como conflito, governança, independência, acionista controlador, acionista minoritário, transparência, conselho, comitê, assembleias (AGE/AGO) e demais elementos que remetessem a assimetrias de poder ou fragilidade na estrutura decisória.

A Q3, por sua vez, concentrou-se em fatores econômicos e de mercado – baixa liquidez, prejuízo, endividamento, inviabilidade econômica, reestruturação financeira, resultado negativo, crise, risco financeiro, redução de liquidez – sinalizando narrativas em que a deslistagem era atribuída principalmente a condições econômicas adversas.

Por fim, a Q4 visou capturar situações de reestruturação societária, como OPA, fusão, incorporação, cisão, fechamento de capital, migração de listagem, reorganização societária, oferta pública e troca de ações, isto é, casos em que a saída da bolsa era apresentada como decorrência de operações societárias estratégicas.

A definição destes parâmetros associativos para apoiar na interpretação dos dados divulgados pela B3, permitiu considerar Q1 e Q2 como categorias que respondam a causas internas, como deficiências de controles internos, cultura de compliance não assistida e governança sem monitoramento. Enquanto Q3 e Q4 representam categorias relacionadas com causas externas e que podem ter impacto ou relação com fatores de mercado, reestruturações societárias ou até mesmo condições ou eventos alheios relacionadas como por exemplo a COVID-19 que impactou empresas nos últimos 5 anos.

A distribuição dos códigos mostra que, na maior parte das empresas analisadas, as justificativas oficiais enfatizam fatores econômicos e societários, sendo mais frequente a ativação de Q3 e Q4 do que de Q1 e Q2. Em outras palavras, as companhias tendem a narrar a deslistagem como consequência de condições de mercado desfavoráveis, baixa liquidez, crises financeiras ou operações de reorganização e fechamento de capital, ao passo que raramente

assumem, de modo direto, que deficiências de controle interno, compliance ou governança tenham contribuído para a decisão de sair do mercado de capitais.

A assimetria sugere um primeiro achado relevante: há um deslocamento da responsabilidade, em que as causas estruturais ligadas à gestão e à governança aparecem suavizadas ou silenciadas, enquanto ganham destaque fatores mais “aceitáveis” perante investidores e reguladores.

Em complemento ao mapeamento binário das meta-perguntas, foi aplicada uma segunda camada de análise, por meio da codificação ordinal das questões Q10 a Q41, nas quais cada empresa recebeu valores de 1 a 4. Nessa escala, o valor 1 corresponde à ausência de evidências documentais que sustentem a afirmação (discordância total), o valor 2 indica sinais fracos ou indiretos (discordância parcial), o valor 3 reflete a presença de elementos documentais razoáveis que corroboram a proposição (concordância parcial) e o valor 4 expressa evidência forte e clara de que a característica está de fato presente ou foi relevante no caso analisado (concordância total).

Importa destacar que, diferentemente de um *survey* de percepção respondido por gestores, essa codificação se baseia exclusivamente na leitura sistemática de documentos oficiais: apenas aquilo que está registrado de forma explícita ou implícita, mas verificável nos textos, pode ser utilizado para atribuir os escores.

De modo geral, observa-se uma predominância marcante de valores igual a 1 ao longo de todo o conjunto de itens, com frequência relativamente menor de respostas 2 e apenas casos pontuais com valores 3 ou 4. Esse padrão indica que, nos documentos analisados, são raros os trechos que demonstram, de forma robusta, a existência de práticas estruturadas de controle interno, compliance e governança, bem como o reconhecimento de fatores internos – como conflitos de agência ou vieses da alta gestão – na explicação da deslistagem. A maior parte das empresas, portanto, descreve o processo de saída da bolsa com pouca profundidade em relação a esses aspectos, reforçando a narrativa focada em fatores econômicos e societários já captada pelas meta-perguntas Q3 e Q4.

Quando se examina o bloco de questões relacionadas a controles internos (Q10 a Q14), percebe-se que o item que obtém valores ligeiramente mais elevados é aquele que indaga sobre a existência de uma estrutura de controle interno formal e documentada. Em diversos casos, os relatórios mencionam a presença de políticas, manuais ou comitês de auditoria, o que permite atribuir, ainda que de forma moderada, valores superiores a 1.

No entanto, ao avançar para dimensões mais exigentes – como a implementação e o monitoramento da segregação de funções críticas, a realização periódica de revisões de controle e a integração do ambiente de controle à estrutura mais ampla de governança – as evidências praticamente desaparecem dos documentos.

A codificação concentra-se novamente em valores iguais a 1, sugerindo que, se tais práticas existem, não são destacadas nem problematizadas no discurso oficial que acompanha a decisão de deslistagem. Esse resultado dialoga com o referencial teórico baseado no COSO, na medida em que demonstra uma lacuna entre o modelo ideal de ambiente de controle e a forma como as empresas efetivamente relatam suas práticas no momento em que deixam o mercado de capitais.

O bloco de itens destinados a capturar a existência de programas de compliance e práticas estruturadas de gestão de riscos legais e regulatórios (Q15 a Q18) apresenta um comportamento semelhante. Em alguns poucos casos, há menção a comitês de ética, canais de denúncia ou processos de mapeamento de riscos, o que permite codificar pontualmente respostas de valor 2 ou 3.

Contudo, a tônica predominante é novamente a ausência de evidências mais consistentes, sobretudo quando a questão se refere à divulgação das deficiências de compliance em relatórios e notas explicativas. De maneira geral, as empresas não reconhecem nem comunicam, de forma transparente, falhas de conformidade que possam ter contribuído para o enfraquecimento de sua posição no mercado de capitais.

A leitura integrada desses itens sugere que o compliance, quando aparece, tende a ocupar um papel mais formal e reativo, alinhado ao atendimento mínimo às exigências regulatórias, e não como mecanismo estratégico de prevenção de riscos e fortalecimento da governança, em contraste com a literatura que associa programas robustos de compliance à redução do risco de deslistagem (como argumentam, por exemplo, Christensen, Hail e Leuz; Nguyen, Kim e Suardi).

Na sequência, os itens que tratam especificamente de governança corporativa e problemas de agência (Q19 a Q27) procuram identificar elementos como independência e composição técnica do conselho, separação entre propriedade e gestão, alinhamento de interesses entre administradores e acionistas, atuação efetiva do conselho na supervisão da gestão e monitoramento dos requisitos de governança necessários à manutenção da listagem.

Os resultados indicam que os documentos frequentemente registram a existência formal de conselhos de administração e, em alguns casos, mencionam a separação entre acionistas e administradores ou a criação de comitês especializados. Isso permite a atribuição esparsa de valores 2 e, em situações mais claras, de valores 3.

Porém, quando a questão se volta para a avaliação crítica do papel desses órgãos – por exemplo, se a falta de alinhamento entre diretrizes de governança e práticas de gestão contribuiu para a deslistagem, se a concentração de poder afetou a transparência nas decisões ou se a empresa deixou de monitorar adequadamente os requisitos de governança para se manter listada, as evidências praticamente desaparecem.

Em outras palavras, os documentos até registram a estrutura formal de governança, mas raramente admitem que essa estrutura tenha falhado ou sido insuficiente, reforçando a tendência de não atribuir responsabilidade à própria arquitetura decisória da organização.

Um dos blocos mais sensíveis do questionário é aquele que aborda a autoconfiança excessiva e a ausência de autocritica por parte da alta gestão (Q28 a Q32), inspirado na discussão teórica sobre vieses cognitivos e efeito *Dunning-Kruger*. Não surpreende que, nesse conjunto de itens, a quase totalidade das codificações recaia sobre o valor 1.

Não se encontrou, nos documentos oficiais, declarações que assumam que decisões estratégicas ligadas à governança ou à manutenção da listagem foram tomadas com base em julgamentos excessivamente autoconfiantes, sem validação técnica ou sem análise de impacto adequada; tampouco há menções a resistência da gestão durante auditorias, a ambientes culturais que desestimulem a crítica interna ou à dificuldade de reconhecer deficiências por parte de lideranças que se presumem plenamente competentes.

Esse silêncio documental é, por si só, informativo: ao contrário da literatura, que aponta a autoconfiança excessiva como fator de risco para decisões equivocadas e subestimação de ameaças, os textos oficiais das companhias deslistadas praticamente não abrem espaço para esse tipo de autorreflexão.

O bloco de questões relativo à percepção sobre custos e benefícios da listagem (Q33 a Q35) também revela um padrão de pouca explicitação. Os documentos analisados raramente apresentam análises detalhadas sobre se a estrutura de controles e compliance seria suficiente para evitar a deslistagem, se os custos de permanecer listado superavam os benefícios percebidos ou se a listagem em bolsa era vista, de fato, como vantagem competitiva.

Ainda que algumas empresas mencionem genericamente o aumento de custos regulatórios ou a baixa atratividade de investidores, tais referências não se organizam em um discurso estruturado de custo-benefício, o que mantém os escores predominantemente em níveis baixos. Isso reforça a ideia de que as justificativas formais se concentram em argumentos pontuais – como operações de OPA, reorganizações societárias ou dificuldades de liquidez – em vez de uma discussão transparente sobre a estratégia de longo prazo e a relação entre governança, custos de observância regulatória e permanência no mercado de capitais.

Por fim, as questões que buscam captar o impacto da pandemia de COVID-19 (Q36 a Q41) apresentam resultados que indicam papel secundário desse evento nas narrativas oficiais de deslistagem. Embora algumas companhias mencionem efeitos da crise sanitária sobre liquidez, capitalização, custos de conformidade ou comportamento de investidores institucionais, essas referências são em geral acessórias e não aparecem como fator central na decisão de fechar o capital ou migrar de segmento.

A codificação resultou, novamente, em maior concentração de respostas no valor 1 e apenas alguns casos esparsos com valores intermediários, sugerindo que a pandemia atuou mais como elemento de contexto que expôs fragilidades preexistentes – como deficiências de controles, baixa resiliência financeira e falhas de governança – do que como causa determinante e isolada do processo de deslistagem.

A leitura integrada dos resultados das meta-perguntas Q1 a Q4 com as codificações ordinais de Q10 a Q41 permite, portanto, construir uma interpretação crítica do fenômeno estudado. Por um lado, a literatura recente sobre delistagem em mercados emergentes enfatiza a combinação de fatores financeiros e não financeiros, destacando o papel de deficiências de controles internos, fragilidades de governança e enforcement regulatório na elevação do risco de saída da bolsa.

Por outro, os dados secundários aqui analisados mostram que, quando as próprias empresas narram sua trajetória de deslistagem, tendem a privilegiar justificativas baseadas em fatores econômicos, de mercado e reestruturações societárias, ao mesmo tempo em que minimizam ou simplesmente omitem o reconhecimento de falhas internas em controles, compliance e governança.

Os resultados sugerem desalinhamento entre as causas que a literatura identifica como estruturais e aquelas que são publicamente assumidas pelas organizações, o que reforça a hipótese central desta dissertação: no contexto brasileiro, a decisão de deslistar companhias de

capital aberto está intimamente relacionada a deficiências de controles internos e de compliance, mas essas deficiências permanecem, em grande medida, invisíveis no discurso oficial, sendo encobertas por narrativas que enfatizam fatores externos e estratégicos.

4.6 Diferenças entre grupos - Teste de *Kruskal-Wallis*

A escolha do teste de *Kruskal-Wallis* como procedimento estatístico neste estudo justifica-se pelas características dos dados, pela estrutura da amostra e pelos objetivos analíticos da pesquisa. As variáveis analisadas foram obtidas, em sua maioria, a partir de escalas ordinais, construídas com base em categorias qualitativas e respostas em níveis de concordância, o que inviabiliza a utilização de testes paramétricos que pressupõem distribuição normal e mensuração em escala intervalar ou de razão.

Para a proposta deste trabalho, *Kruskal-Wallis* é amplamente recomendado quando trata-se de estudo empírico com variáveis em escala ordinal ou quando não se pode assumir a normalidade dos dados. Ostertagová, Ostertag e Kováč (2014) destacam que o método constitui uma alternativa não paramétrica, sendo adequado para a comparação de três ou mais grupos independentes na ausência dos pressupostos de normalidade e homogeneidade de variâncias.

Para Gobo et al. (2006), o teste de *Kruskal-Wallis* mostra-se eficiente para análises comparativas em estudos empíricos baseados em questionários, reforçando sua adequação como ferramenta estatística para investigar diferenças estruturais entre grupos definidos por critérios qualitativos, como os motivos de deslistagem analisados nesta pesquisa

A análise dos resultados do teste de *Kruskal-Wallis* (N=117; 6 grupos por motivo de deslistagem) indica que a distribuição dos escores das variáveis 10 a 41 não é homogênea entre os grupos, ou seja, há evidência de que companhias que saem da bolsa por razões distintas apresentam padrões diferentes nas dimensões de controle interno, compliance, governança e fatores contextuais.

Nesta etapa, as companhias deslistadas foram classificadas em seis grupos independentes, conforme o motivo de deslistagem: (i) cancelamento voluntário (n=38), (ii) incorporação/fusão (n=36), (iii) descumprimento regulatório (n=14), (iv) cancelamento após OPA/controlador (n=14), (v) falência/liquidação/dissolução (n=12) e (vi) encerramento de BDR/emissor estrangeiro (n=3), totalizando 117 observações.

O objetivo do teste *Kruskal-Wallis* foi verificar se as respostas (em escala ordinal) associadas às variáveis 10 a 41 apresentam diferenças estatisticamente significativas entre os

grupos, indicando que o motivo de deslistagem se associa a padrões distintos de controle interno, compliance, governança e fatores contextuais/comportamentais.

A Tabela 14 apresenta os resultados do teste não paramétrico de *Kruskal-Wallis* aplicado às variáveis analisadas no estudo. São apresentados os valores do estatístico qui-quadrado (χ^2), os graus de liberdade e os níveis de significância associados a cada variável, permitindo avaliar a existência de diferenças estatisticamente significativas entre os grupos definidos pelos motivos de deslistagem.

Tabela 14 — Teste Kruskal-Wallis: estatísticas (χ^2), graus de liberdade e significância por variável

Variável	χ^2	gl	p-valor (Asymp. Sig.)
10. Estrutura formal e documentada de controle interno	20,234	5	0,001
11. Controles internos baseados no COSO	4,191	5	0,522
12. Segregação de funções críticas implementada/monitorada	44,622	5	<0,001
13. Revisões periódicas de controle interno	64,579	5	<0,001
14. Ambiente de controle integrado à governança	40,275	5	<0,001
15. Programa de compliance implementado	41,236	5	<0,001
16. Riscos legais/regulatórios avaliados e monitorados	56,305	5	<0,001
17. Conformidade impacta decisões estratégicas	41,572	5	<0,001
18. Divulgação de deficiências de compliance	19,053	5	0,002
19. Conselho independente e técnico	39,224	5	<0,001
20. Governança fortalecida durante o IPO	33,669	5	<0,001
21. Desalinhamento governança vs práticas contribuiu para deslistagem	30,964	5	<0,001
22. Separação propriedade vs gestão (agência)	48,623	5	<0,001
23. Concentração de poder afeta transparência	55,74	5	<0,001
24. Falha em monitorar requisitos de governança para manter listagem	15,341	5	0,009
25. Interesses gestores alinhados aos acionistas	66,57	5	<0,001
26. Conselho atua ativamente na supervisão	48,623	5	<0,001
27. Stakeholders externos influenciam decisões estratégicas	54,913	5	<0,001
28. Excesso de confiança prejudicou eficácia dos controles	17,184	5	0,004
29. Falta de autocritica comprometeu identificação de riscos	12,715	5	0,026
30. Resistência a auditorias/revisões por autoconfiança	16,063	5	0,007
31. Decisões autoconfiantes sem validação técnica	45,042	5	<0,001
32. Perfil de liderança dificulta reconhecer deficiências internas	19,316	5	0,002
33. Estrutura atual de controle/compliance é suficiente para evitar deslistagem	33,669	5	<0,001
34. Custos de listagem superam benefícios	27,484	5	0,041
35. Listagem era vantagem competitiva	11,574	5	<0,001*
36. COVID-19 levou a reavaliar permanência no mercado	42,125	5	<0,001
37. Aumento de custos regulatórios na pandemia influenciou manter listagem	22,537	5	<0,001
38. Queda de liquidez/capitalização na pandemia afetou posição	38,106	5	<0,001
39. Restrições/incertezas levaram a debate de fechar capital	33,669	5	<0,001
40. Menor atratividade de institucionais na pandemia afetou motivação	39,838	5	<0,001
41. Dificuldade de adaptação a eventos caóticos	34,952	5	<0,001

Fonte: Dados gerados pelo SPSS.

Os resultados indicam que 31 das 32 variáveis testadas apresentaram diferenças estatisticamente significativas entre os grupos definidos pelo motivo de deslistagem ($p < 0,05$), evidenciando que companhias que se deslistam por razões distintas apresentam padrões diferentes nas dimensões de controle interno, compliance, governança e contexto. He, Kang e

Zhao (2026), indicam que a qualidade dos controles internos varia conforme o contexto estratégico e reputacional das empresas, influenciando seu perfil de risco e suas decisões corporativas.

Em termos práticos, os resultados se assemelham ao detalhar fatores que associam ao fato de que controles internos são vistos de formas distintas, influenciadas pelo meio. Os resultados sustentam que o fenômeno da deslistagem não é uniforme, podendo estar associado a configurações organizacionais distintas, que podem refletir diferentes níveis de maturidade, pressão regulatória e postura de governança.

Nesse contexto, os maiores valores de χ^2 indicam maior evidência de que as respostas diferem entre os motivos de deslistagem. A coluna “gl” corresponde aos graus de liberdade do teste, calculados como $k-1$, em que k é o número de grupos comparados; como o estudo considera seis motivos de deslistagem, os graus de liberdade são iguais a cinco em todas as variáveis.

Na prática, os graus de liberdade influenciam a distribuição de referência utilizada para calcular o p -valor. Para um mesmo valor de χ^2 , diferentes graus de liberdade levariam a níveis distintos de significância. Assim, o fato de todas as variáveis apresentarem $gl=5$ indica consistência metodológica no desenho do teste e confirma que todas as análises foram conduzidas considerando a mesma estrutura de comparação entre os seis motivos de deslistagem. Por sua vez, o p -valor indica a significância estatística do teste, isto é, a probabilidade de observar diferenças tão extremas entre os grupos caso não existissem diferenças reais na população.

A variável que não apresentou diferença significativa foi a 11 (controles internos baseados no framework COSO) ($\chi^2=4,191$; $gl=5$; $p=0,522$). Isso sugere que, independentemente do motivo de deslistagem, as companhias tendem a apresentar declarações semelhantes quanto ao alinhamento ao COSO. Em termos interpretativos, é plausível discutir que o COSO pode funcionar como um referencial difundido na narrativa corporativa, mas que não diferencia os grupos quando o recorte é “motivo de deslistagem”.

Como o resultado da variável 11 apresentou p -valor = 0,522, portanto, superior ao nível de significância de 5% ($\alpha = 0,05$), não se rejeita a hipótese nula do teste de *Kruskal-Wallis*. Em termos estatísticos, isso indica que não há evidência de diferença significativa entre os seis grupos de motivo de deslistagem quanto às respostas sobre controles internos baseados no framework COSO.

O achado sugere que o alinhamento ao COSO tende a ser relativamente homogêneo entre companhias que se deslistaram por razões distintas. Ou seja, a referência ao COSO parece funcionar mais como um padrão institucionalizado ou uma linguagem comum de governança e controle interno do que como um fator discriminante entre tipos de deslistagem.

Isso permite argumentar que a simples declaração de adoção do COSO não distingue perfis de saída do mercado, reforçando a ideia de que a diferença entre os grupos pode estar menos na adoção formal de frameworks e mais na efetividade prática, na profundidade de implementação ou no monitoramento contínuo dos controles. Assim, o resultado não invalida a relevância do COSO, mas indica que ele, isoladamente, não explica variações nos motivos de deslistagem.

Os achados do presente estudo corroboram com a literatura recente ao indicar que a adoção declarada de *frameworks* de controle interno, como o COSO, não necessariamente diferencia empresas quanto a seus resultados ou comportamentos estratégicos. Eugster *et al.* (2024) mostram que nem todos os mecanismos internos de governança estão associados à redução de má conduta corporativa, sugerindo que a existência formal de estruturas de governança não garante sua efetividade prática.

De modo complementar, Bagh (2025) indica que práticas de governança e *disclosure* podem atuar como sinais institucionais ao mercado, funcionando como padrões esperados no ambiente corporativo. Nesse sentido, o alinhamento ao COSO pode refletir mais uma institucionalização discursiva da governança do que um fator efetivamente discriminante entre motivos de deslistagem, reforçando a interpretação de que a efetividade e a profundidade de implementação dos controles são mais relevantes do que sua mera adoção formal.

Por outro lado, itens que capturam maturidade operacional do controle e integração com governança mostraram diferenças expressivas ($p < 0,001$). O achado dialoga com o estudo de Cao (2025), que argumenta que governança corporativa e controles internos atuam como mecanismos complementares na garantia da qualidade informacional e na mitigação de riscos organizacionais.

Nas variáveis de arquitetura de controle interno e governança do controle (10, 12, 13, 14 e 16), os resultados são fortemente significativos ($p \leq 0,001$) indicando que os grupos diferem de forma consistente em itens centrais de estrutura e funcionamento do controle. Por exemplo, segregação de funções (12), revisões periódicas (13), integração do ambiente de controle à governança (14) e monitoramento de riscos legais/regulatórios (16) apresentam mean ranks

mais elevados em grupos como Falência/Liquidação/Dissolução e, em várias variáveis, também em Descumprimento regulatório e OPA/Controlador.

Os itens avaliam a existência ou a força dos controles internos, é possível que grupos submetidos a maior estresse organizacional ou pressão regulatória passem a apresentar maior evidência formal e documental de controles, seja por reforço tardio de práticas, seja por necessidade de comprovação perante reguladores, auditores e investidores. Nessa leitura, a maior presença de controles não necessariamente indica maior maturidade, mas pode refletir movimentos de formalização e estruturação ocorridos em resposta a situações críticas.

Além disso, os itens capturam a exposição ou a ênfase do tema nos documentos corporativos, grupos que enfrentaram eventos mais severos podem apresentar maior incidência de registros simplesmente porque estiveram mais sujeitos a auditorias, investigações, comunicações ao mercado ou conflitos de governança. Nesse caso, os resultados das variáveis podem refletir maior visibilidade dos problemas e das respostas institucionais, e não apenas a robustez dos controles.

De forma convergente, a literatura recente indica que fragilidades e dinâmicas de controle interno variam conforme o contexto organizacional e institucional, e que a qualidade dos controles internos se relaciona com decisões corporativas relevantes, incluindo processos de reestruturação e saídas do mercado de capitais. Assim, os achados do estudo podem ser compreendidos como parte de um fenômeno contextual, em que controles internos, governança e ambiente regulatório interagem de maneira dinâmica ao longo do ciclo de vida das companhias listadas.

Isso pode ser observado nas evidências dispostas em variáveis como segregação de funções (12), revisões periódicas de controles (13), integração do ambiente de controle à governança (14) e monitoramento de riscos legais e regulatórios (16). Esses achados reforçam a discussão de que os motivos de deslistagem tendem a se relacionar não apenas com existência declarada de estruturas, mas com práticas efetivas, rotinas de monitoramento e mecanismos de governança.

Além disso, variáveis de governança corporativa e agência (19 a 27) também apresentaram diferenças significativas, sugerindo que fatores como independência e atuação do conselho, concentração de poder, alinhamento de interesses e monitoramento de requisitos para continuidade da listagem variam conforme o tipo de deslistagem. Isso abre espaço para discutir que certos motivos podem refletir decisões predominantemente estratégicas (ex.: cancelamento

voluntário, M&A), enquanto outros se associam a pressões de conformidade, fragilidade institucional ou estresse operacional, como exemplo descumprimento regulatório e falência/liquidação.

Ainda, os resultados contribuem ao acender o debate sob diferentes perspectivas e visões. Destaca-se, nesse sentido, o bloco comportamental/viés decisório (28 a 32), que apresentou significância estatística, indicando diferenças entre os grupos quanto a elementos como excesso de confiança, baixa autocrítica, resistência a auditorias e tomada de decisões sem validação técnica adequada.

Harp e Barnes (2017) demonstram que deficiências em controles internos reduzem a qualidade das informações utilizadas pela gestão e podem levar a decisões menos eficientes, o que converge com as evidências de excesso de confiança e baixa autocrítica observadas entre os grupos analisados no presente estudo.

Esse conjunto reforça a interpretação de que existem perfis distintos de tomada de decisão e de governança que podem influenciar a capacidade de detecção e correção de deficiências de controle, dialogando diretamente com sua abordagem de maturidade e efetividade de controles internos.

As variáveis relacionadas à COVID-19 e a fatores de choque ou instabilidade (36 a 41) também apresentaram significância estatística em praticamente todos os casos, indicando que os impactos e pressões associados ao período pandêmico não foram percebidos de forma homogênea entre os diferentes motivos de deslistagem. Esse resultado sugere que a pandemia atuou de maneira assimétrica sobre as companhias, afetando de forma distinta suas estruturas de governança, controles internos e capacidade de resposta organizacional.

Boshnak, Alsharif e Alharthi (2023) demonstram que, durante a COVID-19, o desempenho das empresas variou de acordo com suas características de governança, sendo que determinados mecanismos foram capazes de mitigar os efeitos da crise. Os resultados desta pesquisa mostram-se alinhados a essa proposição, especialmente no que se refere às variáveis analisadas, sugerindo que eventos catastróficos, sejam eles de natureza sanitária, econômica ou institucional, podem gerar impactos relevantes sobre as organizações.

Já Hsu e Yang (2022) argumentam que a pandemia elevou os níveis de incerteza e assimetria informacional, levando as empresas a respostas heterogêneas em termos de governança e reporte financeiro. Nesse sentido, os resultados desta pesquisa dialogam com a

literatura ao indicar que eventos macroeconômicos e choques externos podem funcionar como gatilhos ou amplificadores para decisões de saída do mercado, inclusive a deslistagem.

Putra (2024) mostra que a pandemia altera o efeito de mecanismos de governança sobre o desempenho, ora enfraquecendo, ora fortalecendo essas relações, evidenciando que choques externos modificam a dinâmica entre governança e resultados corporativos. Isso reforça a interpretação de que a COVID-19 não atua apenas como evento exógeno, mas como elemento que interage com estruturas internas das firmas.

A discussão oferece suporte empírico para a interpretação dos resultados desta pesquisa, na medida em que evidenciam que a pandemia não apenas impacta o desempenho corporativo de forma direta, mas também modifica a efetividade dos mecanismos de governança. Essa evidência dialoga com os resultados aqui obtidos ao indicar que fatores de choque, como a COVID-19, podem alterar a forma como estruturas de governança e controles internos influenciam as decisões organizacionais.

Assim, os resultados de Putra (2024) reforçam a interpretação de que eventos externos de grande magnitude atuam como moderadores das relações entre governança, controles internos e desfechos corporativos, incluindo decisões de permanência ou saída do mercado de capitais.

Os achados apontam para uma visão heterogênea dos efeitos da crise sanitária, indicando que choques externos podem influenciar a efetividade dos controles internos e, conseqüentemente, contribuir de maneira indireta ou direta para decisões de deslistagem. O achado da pesquisa é útil para sustentar que, além de governança e controle, há influência de contexto macroeconômico e eventos externos, que podem atuar como gatilhos ou amplificadores para saída do mercado.

Os resultados deste estudo, assemelham-se com estudos da literatura que realizaram a partir do teste de Kruskal-Wallis entendimento sobre diferenças entre grupos. Carvalho Junior *et al.* (2021) evidenciam que, embora existam práticas estruturadas de controle interno, não se observam diferenças claramente delimitadas entre os grupos analisados quando se utiliza o teste não paramétrico de *Kruskal-Wallis*. Ao investigar a percepção de presidentes, conselheiros de administração e auditores internos.

Silva *et al.* (2020) analisaram a transparência nas Universidades Federais por meio de um checklist de práticas de governança e identificaram, via análise de clusters e testes não paramétricos, diferenças estatisticamente significativas entre grupos com distintos níveis de

evidenciação. Esses resultados indicam heterogeneidade entre as instituições quanto às práticas de governança e transparência. Em contraste, o presente estudo não identificou diferenças tão claramente delimitadas entre os grupos analisados. Tal divergência pode ser explicada pelas diferenças de contexto, tipo de dado e operacionalização das variáveis entre os estudos.

Mojtahedi e Zhou (2024) analisam deficiências técnicas efetivamente reportadas e diferenciadas por categoria e setor, ao passo que este estudo evidencia que o uso do COSO como linguagem de governança é transversal e pouco informativo para distinguir comportamentos organizacionais em situações críticas como a deslistagem. Esse contraste reforça a interpretação de que a mera adoção formal de frameworks reconhecidos não é suficiente para explicar resultados adversos no mercado, sendo necessário avançar da conformidade declaratória para a análise da efetividade real dos controles internos.

4.7 Triangulação dos Dados – Dados Primários vs. Dados Secundários

A triangulação de dados tem sido amplamente empregada em pesquisas empíricas nas áreas de auditoria, governança corporativa e controles internos como estratégia metodológica para ampliar a robustez analítica dos achados, especialmente em contextos nos quais uma única fonte de dados pode apresentar limitações estruturais.

Diferentemente da noção restrita de triangulação como combinação de métodos qualitativos, a literatura contemporânea reconhece a triangulação como um processo de integração analítica de evidências provenientes de fontes distintas, com vieses, naturezas e graus de controle diferentes, permitindo uma interpretação mais consistente dos fenômenos investigados.

No campo da auditoria e do controle interno, o estudo de Trotman e Wright (2012) constitui uma das principais referências conceituais ao propor o modelo de triangulação da evidência de auditoria, no qual julgamentos profissionais mais robustos emergem da articulação entre evidências internas controladas pela gestão, informações operacionais e evidências externas independentes.

Os autores demonstram, por meio de experimento controlado, que a consideração simultânea dessas fontes amplia o ceticismo profissional e melhora a avaliação de riscos, sobretudo em cenários de inconsistência entre informações financeiras e desempenho operacional. Embora o foco do estudo esteja na detecção de fraude, sua contribuição metodológica é diretamente aplicável a pesquisas empíricas que buscam compreender

deficiências de controles internos para uma possível deslistagem da bolsa, como no presente trabalho.

Ackermann (2017) adota explicitamente um desenho de triangulação por transformação de dados, combinando questionários aplicados a membros de comitês de auditoria (dados primários) com análise de conteúdo de relatórios anuais (dados secundários). Os resultados evidenciam uma lacuna recorrente entre aquilo que é formalmente divulgado pelas organizações e a efetiva atuação das funções de auditoria interna em governança e controle interno. A triangulação, nesse caso, não apenas valida os achados, mas revela assimetrias informacionais relevantes, que não seriam identificadas por uma única fonte de dados.

Essa lógica metodológica dialoga diretamente com a presente pesquisa. Os dados primários obtidos por meio do questionário aplicado às companhias deslistadas apresentam limitações inerentes ao tamanho reduzido do universo, fato reconhecido pela literatura como recorrente em estudos envolvendo empresas fora do mercado de capitais ou em situações de encerramento operacional.

No entanto, conforme argumentado por Ackermann (2017), a limitação quantitativa do questionário pode ser mitigada quando os achados são triangulados com dados secundários independentes, permitindo validação cruzada e interpretação contextualizada dos resultados.

Sob uma perspectiva quantitativa da triangulação, Shapland et al. (2024) propõem um framework estruturado para integração de evidências provenientes de diferentes fontes empíricas, com foco na consistência analítica e no controle de vieses. Os autores definem a triangulação como um procedimento de fortalecimento da inferência por meio da combinação de resultados oriundos de abordagens sujeitas a diferentes fontes de viés, permitindo avaliar a convergência entre estimativas.

Nesse contexto, a triangulação não se limita à verificação da direção dos efeitos, mas envolve a análise da magnitude e da consistência dos resultados, podendo inclusive ser operacionalizada por meio de técnicas quantitativas de integração, como ajustes de viés e meta-análise. Dessa forma, a convergência de evidências provenientes de diferentes estruturas analíticas contribui para o aumento da robustez inferencial, mesmo quando as estimativas apresentam variações em termos de magnitude.

O estudo de Nyangweso (2018) caracteriza-se predominantemente como uma pesquisa quantitativa, ao adotar uma abordagem baseada na mensuração de variáveis, aplicação de modelos econométricos e testes estatísticos para análise das relações entre qualidade dos lucros

(earnings quality), atraso no relatório de auditoria (audit report lag) e qualidade da governança corporativa. A autora utiliza dados secundários provenientes de relatórios financeiros de empresas listadas, bem como dados primários obtidos por meio de questionários estruturados, analisados com suporte de técnicas estatísticas, como regressão, correlação, testes de normalidade, multicolinearidade e análise de confiabilidade, evidenciando o rigor metodológico típico de estudos quantitativos

Dentro desse aspecto, a presente pesquisa contribui ao incorporar evidências primárias obtidas a partir de gestores que conhecem, por vivência direta, o ambiente de controles, compliance e governança das companhias e, sobretudo, o encadeamento de fatores internos que antecederam a decisão de deslistagem.

Ao relacionar essa percepção organizacional com os motivos formais de deslistagem divulgados publicamente e com os padrões identificados na base secundária ampliada, a triangulação permitiu superar uma limitação deste estudo representado pelo baixo retorno dos questionários enviados.

Os resultados do levantamento primário indicam que os níveis de maturidade percebidos em controles internos, compliance e governança variam de forma consistente com a natureza da deslistagem.

Em situações associadas a decisões predominantemente estratégicas (tais como cancelamento voluntário ou deslistagem decorrente de reorganização societária sob influência de controlador), observou-se um padrão de respostas com maior concordância quanto à existência de estrutura formal e documentada de controle interno, adoção de práticas alinhadas a frameworks reconhecidos, implementação de segregação de funções e integração do ambiente de controle à estrutura de governança.

Nesses casos, a percepção reportada sugere que a deslistagem não se explica primariamente por ausência de mecanismos de controle e compliance, mas por decisões de racionalidade econômica e estratégica, com destaque para a reavaliação do custo-benefício da permanência no mercado, bem como mudanças no contexto e nos incentivos de governança.

Em contraste, nas situações em que a deslistagem se associa a deterioração organizacional ou a restrições de continuidade (como cenários compatíveis com falência/liquidação/dissolução), as respostas primárias tendem a sinalizar maior fragilidade relativa no ambiente de controle e na efetividade prática dos mecanismos de compliance e governança.

Esse padrão não se manifesta apenas como ausência formal de estruturas, mas principalmente como menor evidência de monitoramento periódico, menor capacidade de avaliação e acompanhamento de riscos legais e regulatórios, menor integração entre governança e gestão de controles e, em especial, menor confiança de que a estrutura vigente de controle e compliance seria suficiente para evitar o desfecho de deslistagem.

A análise secundária reforça e amplia essas interpretações ao evidenciar que, quando se observa a base ampliada segmentada por motivos formais de deslistagem e por agrupamentos, emergem padrões sistemáticos nas variáveis relativas a controles internos, compliance e governança.

Em deslistagens classificadas por descumprimento regulatório, são mais frequentes perfis com escores inferiores em itens diretamente relacionados à formalização e ao monitoramento do sistema de controles e à gestão de riscos regulatórios, além de maior associação com indícios de falha no acompanhamento dos requisitos de governança necessários para a continuidade da listagem. Essa convergência entre as duas fontes sugere que, nesses casos, o motivo formal divulgado publicamente é coerente com uma fragilidade estrutural subjacente, tornando plausível interpretar a deslistagem como resultado de deficiências de conformidade e de controles, e não apenas de uma decisão estratégica isolada.

Por sua vez, nos grupos de deslistagem associados a reorganizações societárias, incorporações e eventos ligados ao controlador, o padrão secundário é mais compatível com a existência de estruturas formais de governança e controle, mas com potenciais efeitos de concentração decisória e racionalidade de fechamento de capital, isto é, a saída do mercado ocorre mesmo quando existem mecanismos estruturados, porque os incentivos e a lógica econômica do controlador e da organização se alteram.

Esse achado corrobora com a percepção capturada no questionário ao indicar que, nesses contextos, a deslistagem não necessariamente decorre de um colapso do ambiente de controle, mas pode ocorrer apesar de um nível de maturidade percebida relativamente mais alto em controle e governança.

A triangulação também trouxe um resultado relevante sobre a dimensão comportamental da governança e da tomada de decisão: ainda que variáveis relacionadas a excesso de confiança, baixa autocrítica e resistência a auditorias não apareçam, por definição, de forma explícita nos motivos formais de deslistagem, a presença dessas dimensões no

instrumento primário ajuda a explicar por que determinadas organizações podem manter estruturas formais, mas ainda assim falhar na efetividade do controle.

Esse ponto sugere que a qualidade dos controles internos e do compliance não depende apenas de sua existência documental, mas também de práticas gerenciais, da cultura de validação técnica, da abertura a críticas e da capacidade de reconhecer deficiências. Tais elementos tendem a ser pouco visíveis em dados públicos, embora afetem diretamente a maturidade real do sistema.

Assim, a principal contribuição analítica do cruzamento entre dados primários e secundários reside no fato de que as duas fontes convergem para uma leitura mais realista: a deslistagem não é um fenômeno homogêneo. Há trajetórias em que fatores internos de controles, compliance e governança se mostram mais determinantes e há trajetórias em que a decisão é predominantemente estratégica e societária, como cancelamento voluntário ou eventos ligados ao controlador, podendo ocorrer mesmo quando o ambiente de controle é percebido como mais estruturado.

Nesse sentido, a triangulação reduz o risco de inferências enviesadas pelo tamanho reduzido do questionário, porque os padrões observados na percepção dos respondentes se mostram coerentes, em direção e sentido, com os perfis encontrados na base secundária.

Vivek, Nanthagopan e Piriyaarshan (2023) reforça a triangulação como uma resposta metodológica à complexidade dos fenômenos sociais, especialmente quando há assimetria entre o que é formalmente divulgado e o que é vivenciado internamente pelas organizações. Os autores argumentam que a triangulação é particularmente indicada quando o pesquisador precisa articular percepções subjetivas dos atores organizacionais com registros objetivos e dados institucionais.

Diante dos estudos que sustentam a metodologia, a triangulação realizada nesta dissertação assume caráter eminentemente exploratório ao articular os resultados do questionário aplicado às companhias deslistadas, que capturam percepções sobre controles internos, compliance e governança e os dados secundários analisados estatisticamente, que refletem características objetivas do processo de deslistagem, tempo de listagem, motivos formais de saída da bolsa e padrões identificados por meio de testes não paramétricos.

Os resultados do questionário indicam, de forma consistente, fragilidades na formalização e no monitoramento de controles internos, bem como lacunas na integração entre práticas de compliance e a estrutura de governança corporativa. Esses achados convergem com

os resultados obtidos na análise dos dados secundários, nos quais grupos de empresas deslistadas por descumprimento regulatório, falência ou cancelamento voluntário apresentam escores significativamente distintos nas variáveis relacionadas ao ambiente de controle e à governança, conforme evidenciado pelo teste de *Kruskal-Wallis*.

Ackermann (2017), observa-se uma dissociação entre a existência formal de mecanismos de governança e sua efetividade prática, especialmente em empresas que optaram pela deslistagem voluntária ou que apresentaram deterioração progressiva de seus controles internos antes da saída do mercado.

Schlunegger, Zumstein-Shaha e Palm (2024) analisam de que forma a triangulação tem sido aplicada em estudos de caso empíricos e demonstram que essa estratégia metodológica se mostra especialmente relevante quando uma única fonte de dados não é suficiente para explicar fenômenos organizacionais complexos. Os autores destacam que a combinação entre dados documentais, bases secundárias estruturadas e evidências primárias ampliam a validade analítica e a consistência interpretativa dos achados.

Nesse sentido, a presente pesquisa corrobora a recomendação dos autores quanto à aplicação da triangulação, uma vez que o número de respostas obtidas no levantamento primário foi reduzido no período analisado. A incorporação da análise de dados secundários públicos permitiu mitigar essa limitação, ampliando o alcance empírico do estudo e possibilitando a identificação de padrões consistentes que complementam e contextualizam as percepções capturadas nos questionários.

Trotman e Wright (2012), ao demonstrar que evidências independentes corroboram percepções obtidas a partir de fontes internas, aumentando a confiabilidade das inferências realizadas.

Adicionalmente, a triangulação permite mitigar o risco metodológico associado ao número reduzido de respondentes no questionário. Conforme defendido por Shapland *et al.* (2024), a consistência direcional dos resultados entre diferentes fontes é mais relevante para a robustez analítica.

Nesse sentido, os resultados desta pesquisa indicam que, apesar da limitação quantitativa dos dados primários, há coerência substantiva entre os achados do *survey* e os padrões identificados nos dados secundários, fortalecendo a validade interna e externa do estudo.

A triangulação adotada nesta dissertação não se limita a uma estratégia metodológica compensatória, mas constitui um elemento central da análise empírica, permitindo compreender o fenômeno da deslistagem sob múltiplas perspectivas. Os resultados indicam que deficiências em controles internos e práticas de compliance não apenas se manifestam na percepção dos agentes organizacionais, mas também se refletem objetivamente nos padrões de saída do mercado de capitais, corroborando a literatura internacional e ampliando a compreensão do fenômeno no contexto brasileiro.

4.7 Síntese dos Resultados

Embora apenas uma das variáveis analisadas (controles internos baseados no COSO) não tenha apresentado diferença estatisticamente significativa entre os grupos, o conjunto dos resultados atende plenamente ao propósito do estudo. Isso porque o objetivo da pesquisa não era demonstrar que todas as dimensões diferenciam os motivos de deslistagem, mas verificar se o fenômeno da deslistagem se associa a padrões distintos de governança, controles internos e contexto organizacional.

Nesse sentido, o fato de 31 das 32 variáveis apresentarem diferenças significativas entre os grupos reforça de maneira robusta a hipótese de que a deslistagem não é um evento homogêneo, mas um fenômeno multifacetado, associado a diferentes configurações organizacionais, níveis de maturidade de controles, pressões regulatórias e contextos estratégicos. A elevada incidência de significância estatística indica que os motivos de saída do mercado se relacionam a perfis distintos de governança e controle.

A única variável não significativa, relacionada à adoção do framework COSO, não fragiliza os achados; ao contrário, oferece uma contribuição interpretativa relevante. O resultado sugere que a referência ao COSO pode estar institucionalizada como linguagem comum de governança, não funcionando como elemento discriminante entre tipos de deslistagem. Assim, o estudo aponta que a adoção formal de frameworks é menos explicativa do que sua efetividade prática e sua integração às rotinas organizacionais.

Portanto, os resultados sustentam o argumento central da pesquisa: a deslistagem está associada a diferentes padrões de governança, controle e resposta a choques externos. A combinação de variáveis estruturais, comportamentais e contextuais permite compreender o fenômeno de forma mais ampla, evidenciando que decisões de saída do mercado refletem não apenas fatores econômicos, mas também dinâmicas internas de governança e controle.

A interpretação dos resultados considera o recorte temporal da pesquisa, que abrange o período de 2019 a 2025, o qual contempla diferentes momentos do ambiente econômico e institucional. O período anterior à pandemia apresenta condições de maior estabilidade relativa do mercado.

Durante a pandemia de COVID-19, observam-se elevados níveis de incerteza, restrições operacionais e pressões financeiras sobre as organizações. No período posterior, identifica-se um movimento de reequilíbrio do mercado, acompanhado pela reavaliação das estratégias corporativas e dos custos associados à permanência no mercado de capitais. Nesse contexto, os padrões identificados nas variáveis analisadas refletem não apenas características estruturais das organizações, mas também respostas adaptativas a esses diferentes cenários ao longo do tempo, o que reforça o caráter dinâmico do fenômeno da deslistagem.

Ainda, os resultados permitem inferir que, em determinados contextos, especialmente aqueles associados a pressões financeiras, regulatórias ou operacionais mais intensas, pode haver uma trajetória de deterioração progressiva dos controles internos e dos mecanismos de governança. Essa deterioração pode se manifestar por fragilidades na segregação de funções, redução na efetividade dos processos de monitoramento e menor integração entre controle e estratégia, configurando um processo cumulativo que antecede a decisão de deslistagem. Ainda que não seja possível estabelecer uma sequência causal direta, os achados sugerem que o enfraquecimento dessas estruturas pode estar associado ao contexto que precede a saída das companhias do mercado de capitais.

Em síntese, o estudo cumpre seu propósito ao demonstrar que a deslistagem se relaciona a configurações organizacionais distintas, contribuindo para a literatura ao integrar dimensões de governança, controles internos, comportamento decisório e contexto macroeconômico em uma mesma análise.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve por objetivo investigar a relação entre os controles internos, no contexto da governança corporativa e do compliance, e os diferentes motivos de deslistagem de companhias abertas. Buscou-se compreender se empresas que deixam o mercado de capitais por razões distintas apresentam padrões diferenciados nessas dimensões. Parte-se do pressuposto de que a deslistagem não constitui um fenômeno homogêneo, mas está potencialmente associada a distintas configurações organizacionais, níveis de maturidade dos controles internos e contextos institucionais específicos.

Para a realização da pesquisa, adotou-se um recorte temporal compreendido entre os anos de 2019 e 2025, de modo a contemplar diferentes contextos institucionais e regulatórios relacionados aos processos de deslistagem. Esse intervalo temporal foi definido para considerar múltiplos motivos de saída do mercado e, acompanhar mudanças recentes no ambiente econômico, regulatório e organizacional, permitindo uma análise mais consistente da relação entre controles internos, governança corporativa e compliance ao longo de um período marcado por transformações relevantes no cenário global e nacional.

No delineamento metodológico, os motivos de deslistagem foram tratados como a variável independente, por representarem o fator explicativo central da pesquisa, utilizado para classificar as companhias em grupos distintos. As variáveis dependentes correspondem às dimensões de controles internos, compliance e governança corporativa, operacionalizadas por meio de variáveis ordinais avaliadas em escala ordinal de quatro pontos, refletindo diferentes níveis de maturidade organizacional.

Essa estrutura analítica permitiu avaliar se variações nos motivos de deslistagem estão associadas a diferenças estatisticamente significativas nos padrões dessas práticas, fundamentando a utilização de testes estatísticos não paramétricos e a triangulação com dados secundários.

Os resultados obtidos por meio do teste de Kruskal-Wallis indicaram que a grande maioria das variáveis analisadas apresentou diferenças estatisticamente significativas entre os grupos definidos pelo motivo de deslistagem. Esse achado fornece evidências empíricas de que companhias que se deslistam por cancelamento voluntário, fusões e incorporações, descumprimento regulatório, ofertas públicas para fechamento de capital, falência ou encerramento de BDRs não compartilham necessariamente o mesmo perfil de governança e controle interno.

Essa evidência reforça a interpretação de que a deslistagem deve ser compreendida como um fenômeno heterogêneo, influenciado por aspectos estruturais, institucionais, estratégicos e comportamentais. Em particular, variáveis relacionadas à segregação de funções, revisões periódicas de controles, monitoramento de riscos regulatórios e integração do ambiente de controle à governança mostraram diferenças relevantes entre os grupos, sugerindo que práticas efetivas de controle e supervisão se relacionam ao contexto que antecede a saída do mercado.

Os achados dialogam com Bortolon e Silva Junior (2015), ao rejeitarem a interpretação homogênea da deslistagem ao demonstrarem que companhias deslistadas apresentam características distintas de governança corporativa quando comparadas às empresas que permanecem listadas. Embora o referido estudo concentre-se prioritariamente em dimensões estruturais da governança, seus resultados reforçam a premissa central desta pesquisa de que a deslistagem está associada a diferentes configurações organizacionais.

De modo semelhante, Azevedo *et al.* (2024) demonstram que a deslistagem voluntária resulta de um trade-off racional entre custos regulatórios, incentivos de agência e choques macroeconômicos. Os resultados desta investigação ampliam essa interpretação ao evidenciar que tais trade-offs se manifestam, no nível organizacional, por meio de distintos níveis de maturidade dos controles internos, das práticas de compliance e da governança corporativa.

A análise comparativa entre os diferentes motivos de deslistagem revelou que essas dimensões não se distribuem de forma homogênea entre os grupos, indicando que a decisão de saída do mercado está associada não apenas a condições macroeconômicas ou incentivos financeiros, mas também à efetividade prática dos mecanismos de controle e supervisão que antecedem a deslistagem.

Por outro lado, a ausência de diferença significativa na variável relacionada à adoção do *framework* COSO apresenta uma contribuição interpretativa. O resultado sugere que a declaração formal de alinhamento a frameworks reconhecidos pode refletir uma institucionalização discursiva da governança, não sendo suficiente, isoladamente, para distinguir perfis de deslistagem. Assim, reforça-se a necessidade de avaliar a efetividade prática, a profundidade de implementação e a capacidade de monitoramento contínuo dos controles.

Os resultados também evidenciaram a relevância de fatores comportamentais, como excesso de confiança gerencial, baixa autocrítica e resistência a auditorias, indicando que vieses decisórios podem afetar a capacidade de identificação e correção de deficiências de controle e influenciar, de forma indireta, a trajetória das companhias no mercado de capitais. Dessa forma, o estudo aproxima a literatura de controles internos das abordagens comportamentais em governança corporativa.

Adicionalmente, o bloco de variáveis relacionado à COVID-19 indicou que choques externos e contextos macroeconômicos afetam de forma heterogênea as empresas, impactando estruturas de governança, controles internos e decisões estratégicas. Esse achado sustenta a

compreensão de que eventos sistêmicos podem atuar como gatilhos ou amplificadores de processos de deslistagem.

Em termos teóricos, a pesquisa contribui ao integrar governança corporativa, controles internos, compliance e contexto macroeconômico na análise de deslistagens, ampliando a compreensão do fenômeno para além de explicações estritamente financeiras.

A triangulação metodológica constituiu-se na articulação entre dados primários e secundários, permitindo maior robustez interpretativa, especialmente diante das limitações da coleta primária. Os resultados estatísticos e a convergência das evidências secundárias assumem, portanto, papel central na sustentação analítica do estudo, enquanto os dados primários desempenham função complementar e interpretativa.

Os achados indicam que diferentes motivos de deslistagem estão associados a padrões distintos de maturidade em controles internos, compliance e governança, corroborando a natureza heterogênea do fenômeno. A triangulação evidenciou que contextos de maior fragilidade regulatória, organizacional ou financeira tendem a apresentar menores níveis de maturidade, ao passo que eventos estratégicos ou societários demonstram estruturas mais consolidadas.

Como complemento analítico, e não como encerramento conclusivo, os resultados sugerem implicações relevantes para reguladores, conselhos de administração e áreas de compliance e auditoria interna, ao indicarem que a efetividade dos controles internos e da governança pode estar associada à permanência das companhias no mercado.

Como toda pesquisa, o estudo apresenta limitações. A principal refere-se ao número reduzido de respondentes do questionário primário, o que impede qualquer inferência estatística baseada exclusivamente nessa fonte. Dessa forma, os dados primários não constituem fundamento para as conclusões do estudo, assumindo papel estritamente interpretativo e complementar à base secundária analisada. As inferências centrais, portanto, derivam predominantemente dos resultados estatísticos obtidos a partir da base documental ampliada e do processo de triangulação das evidências.

Outra limitação reside no uso de dados documentais e declarações públicas, sujeitos a vieses de *disclosure*. Além disso, o estudo não buscou estabelecer relações de causalidade, limitando-se à identificação de associações entre variáveis a partir de evidências estatísticas. Dessa forma, os resultados não permitem inferir que os fatores analisados sejam causas diretas

do processo de deslistagem, devendo ser interpretados como padrões de associação observados no conjunto de dados analisado.

Pesquisas futuras podem aprofundar análises longitudinais pré-deslistagem, explorar métodos qualitativos com executivos e conselheiros e aplicar modelos econométricos causais, bem como investigar fatores comportamentais em governança.

Em síntese analítica complementar, a deslistagem de companhias abertas mostra-se associada a uma combinação de fatores de governança, controle, comportamento gerencial e contexto econômico. Ao iluminar essas interações, o estudo amplia a compreensão do ciclo de vida das empresas no mercado de capitais, preservando como eixo central os resultados estatísticos e a triangulação das evidências empíricas.

Ainda, o estudo aborda o fenômeno da deslistagem no contexto recente do mercado de capitais brasileiro, considerando o período de 2019 a 2025. Do ponto de vista metodológico, a utilização de técnicas estatísticas não paramétricas, associada à triangulação entre dados primários e secundários, possibilitou a análise integrada de diferentes dimensões do fenômeno. Nesse sentido, a pesquisa contribui ao propor uma abordagem que articula governança corporativa, controles internos, compliance e fatores comportamentais em uma mesma estrutura analítica, permitindo a observação de padrões associados aos diferentes motivos de deslistagem.

REFERÊNCIAS

ABIODUN, E. A. Internal Control Procedures And Firm's Performance. *Interneational Journal of Scientific and Technology Research*, v. 9, 2020.

ACKERMANN, Christo. Using triangulation to view internal audit's governance functioning. ***Corporate Ownership & Control***, [s.l.], v. 13, n. 4, p. 287-297, 2016.

ADAMS, G. What is compliance?. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 2 Iss 4 pp. 278 - 285, 1994.

ADEROMOU, B. R.; NKHALAMBA, M. **Addressing corporate governance issues in APRM country review reports: a framework that works**, Emerald Open Research, Vol. 1 No. 13.

AGYEI-MENSAH, B. K. Internal control information disclosure and corporate governance: evidence from an emerging market. ***Corporate Governance***, 16(1), 79-95, 2016.

AHMAD, H.; MUSLIM, M. Exploring the nexus between internal control structures and good corporate governance. ***Advances in Applied Accounting Research***, v. 2, n. 2, p. 123-136, 2024.

AHMAD, Z. MAHMOOD, Z. Corporate governance regulation in the regulatory space of a developing country: actors, strategies and outcomes. ***Journal of Accounting in Emerging Economies***, v. 14, n. 1, p. 99-124, 2024.

AICPA. **Statements on Auditing Procedure, n°30**, Issued by the Committee on Auditing Procedure, American Institute of Certified Public Accountants 270 Madison Avenue, New York 16, N. Y, 1960.

AITHAL, P. S.; AITHAL, S. Exploratory Research Design and Quantitative Analysis Methods: A Conceptual Review. ***SSRN Electronic Journal***, 2023.

AL-ABSY, M.; HASAN, M. Impact of the board of directors' characteristics on firm performance: A case of Bahraini listed firms. ***Problems and Perspectives in Management***, v. 21, n. 1, p. 291–301, 2023.

ALAJMI, A.; WORTHINGTON, A. C. Corporate governance in Kuwait: joining the dots between regulatory reform, organisational change in boards and audit committees and firm market and accounting performance. ***Journal of Financial Reporting and Accounting***. 2022

- ALDRIDGE C. R.; COLBERT, J. N. Management's Report on Internal Control, and the Accountant's Response, **Managerial Auditing Journal**, Vol. 9 Iss 7 pp. 21 – 28, 1994.
- ALGEBALY, E. M.; IBRAHIM, Y.; AHMAD-ZALUKI, N. A. Determinants of involuntary delisting rate in the Egyptian IPO equity market. **Review of Accounting and Finance**, v. 13, n. 2, p. 171-190, 2014.
- ALI SHAH, S. Q.; et al. Exploring the effect of enterprise risk management for ESG risks towards green growth. **International Journal of Productivity and Performance Management**, [S.l.], v. 74, n. 2, p. 358-377, 2024.
- ALI, S.; LIU, B.; SU, J. J. Does corporate governance have a differential effect on downside and upside risk? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 49, p. 1642–1695, 2022.
- AL-SHAMMARI, H. A.; O'BRIEN, W. R.; ALBUSAIIDI, Y. H. Firm internationalization and IPO firm performance: the moderating effects of firm ownership structure. **International Journal of Commerce and Management**, v. 23, n. 3, p. 242-261, 2013.
- ALZUMAI, F. A.; ALSHAMMARI, F. N. **Balancing business objectives and shareholders' rights in voluntary delisting: a comparative analysis of selected legal jurisdictions.** *Comparative Law Review*, v. 29, p. 45-71, 2023.
- AMANAMAH, Richard Boateng. Corporate governance and financial reporting quality: mediating function of internal control from emerging markets. *Corporate Governance and Sustainability Review*, v. 8, n. 3, p. 36–50, 2024.
- American Institute Of Certified Public (AICPA). **The Wheat Study on Establishment of Accounting Principles (1971–72):** A historical study. 1972.
- ARAÚJO, V. C. et al. Narcisismo do CEO e o tax avoidance corporativo. **R. Cont. Fin. – USP**, São Paulo, v. 32, n. 85, p. 80-94, jan./abr. 2021.
- ATINC, G.; KROLL, M.; WALTERS, B. Detrimental effects of post-IPO corporate governance changes: The case of young entrepreneurial firms. **Management Decision**, v. 55, n. 2, p. 234-247, 2017.
- AUDIT OFFICE OF NEW SOUTH WALES. **Internal controls and governance 2022.** Sydney: Audit Office of New South Wales, 2022.
- AZEVEDO, A. et al. The timing of voluntary delisting. **Journal of Corporate Finance**, 2024.

B3. Empresas com listagem cancelada. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/empresas-com-listagem-cancelada/.

Acesso em: 21 out. 2024.

B3. Guia do IPO na B3: etapas e conceitos importantes, da tomada de decisão à vida de companhia aberta. São Paulo, 12 set. 2024. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/ipo-8AE490C9918979B50191E70C89902822.htm.

Acesso em: 10 out. 2024.

BABBIE, E. R. **Métodos de pesquisas de survey.** Belo Horizonte: Editora UFMG, 1999.

BAGH, T.; HUNJRA, A. I.; CORBET, S. The impact of corporate governance on firm value: Understanding the role of strategic change. **International Review of Economics and Finance**, v. 103, 104472, 2025.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo.** São Paulo: Edições 70, 2016.

BARROS, F. E. E. de et al. The evolution of corporate governance and agency control: the effectiveness of mechanisms in creating value for companies with IPO on the Brazilian stock exchange. **Corporate Governance**, v. 21, n. 5, p. 775-814, 2021.

BENDICKSON J. et al. Agency theory: background and epistemology, **Journal of Management History**, Vol. 22 Iss 4, 2016.

BENGTSSON, M. How to plan and perform a qualitative study using content analysis. **NursingPlus Open**, v. 2, p. 8–14, 2016.

BESSLER, W.; et al. Why do firms down-list or exit from securities markets? Evidence from the German Stock Exchange. **Review of Managerial Science**, v. 17, p. 1175–1211, 2023.

BHULLAR, P. S.; GROVER, K. L.; TIWARI, R. IPO underpricing: a comparative analysis of risk factor disclosures in the financial and non-financial sectors. **The Bottom Line**, v. 37, n. 3, p. 332-350, 2024.

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

BOSHNAK, H. A.; ALSHARIF, M.; ALHARTHI, M. Corporate governance mechanisms and firm performance in Saudi Arabia before and during the COVID-19 outbreak. **Cogent Business & Management**, v. 10, n. 1, 2195990, 2023

- BOSWORTH-DAVIES, R. The SEC: An examination of its structure, powers and procedures. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, v. 2, n. 1, pp. 31-41, 1993.
- BOUCKOVA, M. Management Accounting and Agency Theory. **Procedia Economics and Finance**, 25, p. 5-13, 2015.
- BOUHERAOUA, S.; DJAFRI, F. Adoption of the COSO methodology for internal Sharī'ah audit. **ISRA International Journal of Islamic Finance**, Kuala Lumpur, v. 14, n. 2, p. 221-235, 2022.
- BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. *Shareholding control, ownership concentration, and the value of the Brazilian firm*. **Borsa Istanbul Review**, v. 24, p. 984–995, 2024.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm operating performance. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 32, n. 2, p. 129–144, 2009.
- BROWN, R. G. Changing Audit Objectives and Techniques. **The Accounting Review**, Vol. 37, No. 4, pp. 696-703, 1962.
- BRYMAN, A. **Social research methods**. 4. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012
- CADBURY - COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE. **The financial aspects of corporate governance**. London: Gee and Co. Ltd., 1992.
- CAO, C. The impact of corporate governance and internal control on accounting information disclosure: evidence from the textile industry. **Asia Pacific Economic and Management Review**, [S. l.], v. 2, n. 5, p. 1–15, 2025
- CAPOVILLA, R. A.; GONÇALVES, R. S. Avaliação do ambiente de controle interno por meio de modelo de maturidade em organizações governamentais. **Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 16, n. 2, p. 147–166, mai./ago. 2018.
- CARVALHO JUNIOR, C. F. F. de; et al. Práticas de controle interno em cooperativas de crédito: análise sob a ótica de presidentes, conselheiros de administração e auditores internos. **Revista de Gestão e Organizações Cooperativas**, [S. l.], v. 8, n. 15, p. 01–32, 2022.
- CASTRILLÓN, M. A. G. The Concept of Corporate Governance. **Revista Visión de Futuro**, [S.l.], v. 25, n. 2, jul.-dez. 2021.

- CHALMERS, K et al. Internal control in accounting research: A review. **Journal of Accounting Literature**, 42, p. 80-103, 2019.
- CHARITOU, A.; LOUCA, C.; OIKONOMOU, I. Boards, ownership structure, and involuntary delisting from NYSE. **Journal of Banking & Finance**, v. 31, n. 6, p. 1606–1623, 2007.
- CHEN, K. C.W.; SCHODERBEK, M. P. The role of accounting information in security exchange delisting. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 18, p. 31-57, 1999.
- CHEN, Qi; CHEN, Zhihong. Mandatory internal control audit and corporate financialization. *Finance Research Letters*, v. 62, p. 105085, 2024.
- CHEN, S.; *et al.* **Overconfident managers and internal controls**. 2023.
- CHI, G.; GOODA, A. R. Internal control, debt risk, CEO education and earnings management: evidence from China. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, 22(1), 52-78, 2024.
- CHI, G.; GOODA, A. R. Internal control, debt risk, CEO education and earnings management: evidence from China. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 22, n. 1, p. 52-78, 2024.
- CHRISTENSEN, H. B.; HAIL, L.; LEUZ, C.. Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. **Review of Accounting Studies**, v. 26, p. 1176–1248, 2021.
- Cochran, W. G. **Sampling Techniques**. 3^o edition. Wiley. 1977.
- COLLEVECCHIO, F. **Corporate Governance and Sustainability: The Role of the Board of Directors**. 2022. Tese (Doutorado em Management and Law) – Università Politecnica delle Marche, Facoltà di Economia “Giorgio Fuà”, Ancona, 2022.
- CONOVER, W. J. **Practical nonparametric statistics**. 3. ed. New York: John Wiley & Sons, 1999.
- CONTEZINI, J. A.; BEUREN, I. M. Processo de implantação dos controles da Lei Sarbanes-Oxley: Um estudo em empresas com ADRs de Santa Catarina - Brasil. **Revista de Administração e Inovação**, São Paulo, v. 9 , n. 2, p .98-123, abril /jun. 2012
- COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 12. ed. Porto Alegre: AMGH, 2016.

- CRESWELL, J. W. **Investigação qualitativa e projeto de pesquisa: escolhendo entre cinco abordagens**. 3. ed. Porto Alegre: Penso, 2014.
- DALLA VALLE, P. R.; FERREIRA, J. de L. **Análise de conteúdo na perspectiva de Bardin: contribuições e limitações para a pesquisa qualitativa em educação**. 2024.
- DANDAPANI, K.; SHAHROKHI, M. Guest editorial: Historical perspectives on corporate governance debate and introduction to the special issue on corporate governance and sustainability. **Managerial Finance**, [S.l.], v. 48, n. 8, p. 1117-1122, 2022.
- DANGI, M. R. M.; et al. Application of COSO framework in whistle-blowing activities of public higher-learning institutions. **International Journal of Law and Management**, v. 62, n. 2, p. 193-211, 2020.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; RICE, E.M. Going private: Minority freeze outs and stockholder wealth. **The Journal of Law & Economics**, v. 27, n. 2, p. 367-401, 1984
- DENCIC-MIHAILOVIC, Ksenija. Reforms of takeover regulation: minority shareholders' protection. **South-East Europe Journal of Economics and Business**, v. 4, n. 2, p. 25-37, 2009.
- Denzin, N. K. (1978). **The research act: A theoretical introduction to sociological methods** (2nd ed.). New York, NY: McGraw Hill.
- DIALA, L.U.; HOUMES, R. The impact of high insider ownership on SOX 404 internal controls, **Corporate Governance**, Vol. 20 No. 1, pp. 106-12, 2019.
- DICLE, M. F.; LEVENDIS, J. IPO activity and market volatility. **Journal of Entrepreneurship and Public Policy**, v. 7, n. 1, p. 2-13, 2018.
- DODGE, Y. **The Concise Encyclopedia of Statistics**. New York: Springer Science Business Media, 2008.
- DOYLE, Jeffrey; GE, Weili; MCVAY, Sarah. Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 44, n. 1–2, p. 193–223, 2007.
- EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An assessment and review. **The Academy of Management Review**, Vol. 14, No. 1 (Jan., 1989), pp. 57-74, 1989.

- ENGEL, E.; HAYES, R. M.; WANG, X. The Sarbanes–Oxley Act and firms’ going-private decisions. *Journal of Accounting and Economics*, v. 44, n. 1–2, p. 116–145, 2007.
- EUGSTER, N.; KOWALEWSKI, O.; ŚPIEWANOWSKI, P. Internal governance mechanisms and corporate misconduct. *International Review of Financial Analysis*, v. 92, 103109, 2024.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. New lists: fundamentals and survival rates. *Journal of Financial Economics*, v. 73, n. 2, p. 229–269, 2004.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution, pp. 301-325, 1983.
- FARISYI, S.; et al. Mapping Sustainability Reporting Disclosure Based on Determinants and Its Impact. In: **BICoBL 2022 – Proceedings**. Cham: Springer, 2023. p. 54–62.
- FERRER, P. S. S.; GALVÃO, G. D. A.; CARVALHO, M. M. de. Tensions between compliance, internal controls and ethics in the domain of project governance. *International Journal of Managing Projects in Business*, v. 13, n. 4, p. 845–865, 2020.
- FIELD, A. **Discovering statistics using IBM SPSS statistics**. 6. ed. London: SAGE Publications, 2024.
- FISCHER, D. C. Responsibilities of Principal Executive Officers Under the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Compliance Checklist. *Journal of Investment Compliance*, [S.l.], v. 5, n. 4, p. 18-25, 2004.
- FOUCAULT, M. **Microfísica do poder**. Organização e tradução de Roberto Machado. Rio de Janeiro: Edições Graal, 1979.
- FOURIE, H.; ACKERMANN, C. The impact of COSO control components on internal control effectiveness: An internal audit perspective. *Journal of Economic and Financial Sciences*, v. 6, n. 2, p. 495-518, jul. 2013.
- FOWLER, F. J. The Problem with Survey Research. *Contemporary Sociology: A Journal of Reviews*, v. 43, n. 5, p. 660–662, 2014.
- FREITAS, H. *et al.* O método de pesquisa survey. *Revista de Administração*, v. 35, n. 3, p. 105–112, 2000.

- GADELHA, A. L. L, et al. Essential internal control: evidence from the executive branch of the State of Ceara. **Revista de Gestão**, Vol. 30 No. 1, pp. 32-46, 2023.
- GELMAN, A.; PARDOE, I. Average predictive comparisons for models with nonlinearity, interactions, and variance components. **Sociological Methodology**, v. 37, n. 1, p. 23–51, 2007.
- GERHARDT, T. E.; SILVEIRA, D. T. **Métodos de pesquisa**. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2009.
- GHIRAN, A-M; BRESFELEAN, V. P. Compliance Requirements for Dealing with Risks and Governance. **Procedia Economics and Finance** 3, 752 – 756, 2012.
- GIANNOPOULOS, V.; LYMPEROPOULOS, A.; KARIOFYLLAS, S.; KARIOFYLLAS, C. Determinants of internal control system effectiveness: evidence from Greek listed companies. **Risks (MDPI)**, v. 13, n. 11, p. 219, 2025.
- GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2022.
- GOBO, A. E.; ABAM, T. K. S.; OGAM, F. N. The application of Kruskal-Wallis technique for flood prediction in the Niger Delta, Nigeria. **Management of Environmental Quality: An International Journal**, Bradford, v. 17, n. 3, p. 275–288, 2006. DOI: 10.1108/14777830610658692. Acesso em: 30 jan. 2026.
- GOMPERS, P. A., et al. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, fev. 2003.
- HAIR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E. **Multivariate data analysis**. 8. ed. Andover: Cengage Learning, 2019.
- HANSON-DEFUSCO, J. What data counts in policymaking and programming evaluation: relevant data sources for triangulation according to main epistemologies and philosophies within social science. *Evaluation and Program Planning*, v. 97, p. 102238, 2023.
- HARP, Nancy L.; BARNES, Beau Grant. Internal control weaknesses and acquisition performance. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 93, n. 1, p. 235–258, 2018.
- HARTZELL, J. C.; et al. The Role of Corporate Governance in Initial Public Offerings: Evidence from Real Estate Investment Trusts. **Journal of Law and Economics**, v. 51, n. 3, p. 539-576, ago. 2008.

HASAN, A.; SUFI, U.; HUSSAINEY, K. Risk committee characteristics and risk disclosure in banks: evidence from an emerging economy. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 24, n. 5, p. 910-932, 2023.

HAY, D. Internal control: How it evolved in four english-speaking countries. **The Accounting Historians Journal**, Vol. 20, No. 1, pp. 79-102, 1993.

HE, H.; KANG, F.; ZHAO, L. Corporate reputation and internal control quality: evidence from Fortune 1000 companies. **Journal of Risk and Financial Management**, Basel, v. 19, n. 1, p. 1–23, 2026.

HOANG, T. N.; THE, N. T. **The relationship between the board's characteristics, ownership structure, and the probability of delisting in Vietnam.** *WSEAS Transactions on Business and Economics*, v. 20, p. 275-289, 2023.

HOANG, T. N.; THE, N. T. The Relationship between the Board's Characteristics, Ownership Structure, and the Probability of Delisting in Vietnam. **WSEAS Transactions on Business and Economics**, v. 20, 2023.

HSU, Y.-L.; YANG, Y.-C. Corporate governance and financial reporting quality during the COVID-19 pandemic. **Finance Research Letters**, v. 47, 102778, 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Compliance à luz da governança corporativa.** São Paulo, IBGC, 2017.

ISMAIL, Mijbil Dway; KATHIM, Ali Manfi; AL-KANANI, Majeed Musa. Corporate governance and its impact on the efficiency of internal control on non-profit government institutions: an exploratory study. **International Journal of Professional Business Review**, Miami, v. 8, n. 1, p. 1–19, 2023.

JAIN, S. The impact of COVID-19 on voluntary delisting trends in India. **SSRG International Journal of Economics and Management Studies**, v. 11, n. 10, p. 13-20, out. 2024.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics** 3 (1976) 305-360, 1976.

JOHN, K.; SENBET, L. W. Corporate governance and board effectiveness. **Journal of Banking & Finance**, v. 22, p. 371-403, 1998.

JOHNSON, R. B.; ONWUEGBUZIE, A. J.; TURNER, L. A. Toward a definition of mixed methods research. *Journal of Mixed Methods Research*, v. 1, n. 2, p. 112–133, 2007.

- JONES M. J. Internal control, accountability and corporate governance Medieval and modern Britain compared. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Vol. 21 Iss 7 pp. 1052 – 1075, 2008.
- KABUYE, F. *et al.* Internal control systems, working capital management and financial performance of supermarkets. **Cogent Business & Management**, v. 6, 2019.
- KAMAR, E.; KARACA-MANDIC, P.; TALLEY, E. Going-private decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: a cross-country analysis. **Journal of Law, Economics & Organization**, v. 25, n. 1, p. 107–133, 2009
- KASHEFI POUR, E.; LASFER, M. Why do companies delist voluntarily from the stock market? **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 12, p. 4850–4860, 2013.
- KAUARK, F. da S.; MANHÃES, F. C.; SOUZA, C. H. M. de. **Metodologia da pesquisa: um guia prático**. São Paulo: Atlas, 2010.
- KAWAR, L. N.; et al. Quantitative, qualitative, mixed methods, and triangulation research simplified. **The Journal of Continuing Education in Nursing**, v. 55, n. 7, p. 338–344, 2024.
- KIM, J. K. *Statistics in survey sampling*. arXiv preprint arXiv:2401.07625, 2024. Disponível em: <https://arxiv.org/abs/2401.07625>. Acesso em: 8 nov. 2025.
- KIZKO, I.; CHERKASOVA, V.; GRIGORIEVA, S. Voluntary Delisting of Russian Companies at Different Stages of Corporate Life Cycle. **Journal of Corporate Finance Research**, Moscow, v. 17, n. 2, p. 39-49, 2023.
- KOESWAYO, P. S.; HARYANTO, H.; HANDOYO, S. The impact of corporate governance, internal control and corporate reputation on employee engagement: a moderating role of leadership style. **Cogent Business & Management**, v. 11, n. 1, p. 1-20, 2024.
- KONNO, Y.; ITOH, Y. Why do listed companies delist themselves voluntarily? An empirical study of the Tokyo Stock Exchange and the construction and real estate industries. **Journal of Financial Management of Property and Construction**, v. 23, n. 2, p. 152-169, 2018
- KRONOVÁ, J.; IŽARÍKOVÁ, G.; TREBUŇA, P. et al. *Application cluster analysis as a support form modelling and digitalizing the logistics processes in warehousing*. **Appl. Sci.**, v. 14, n. 11, art. 4343, 21 maio 2024.

- KRUGER, J.; DUNNING, D. Unskilled and unaware of it: how difficulties in recognizing one's own incompetence lead to inflated self-assessments. *Journal of Personality and Social Psychology*, v. 77, n. 6, p. 1121-1134, 1999.
- KRUSKAL, W. H.; WALLIS, W. A. Use of ranks in one-criterion variance analysis. *Journal of the American Statistical Association*, v. 47, n. 260, p. 583–621, 1952.
- LA PORTA, R. et al. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LAI, S. M.; LIU, C. L.; CHEN, S. S. Internal control quality and investment efficiency. *Accounting Horizons*, v. 34, n. 2, p. 125–145, 2020.
- LAI, S.; LIU, C.; CHEN, S. Internal Control Quality and Investment Efficiency. *Accounting Horizons*, v. 34, n. 2, p. 125–145, 2020.
- LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. de A. **Fundamentos de metodologia científica**. São Paulo: Atlas, 2021.
- LAMBOY, C. K. de; RISEGATO, G. G. A. P.; COIMBRA, M. de A. Introdução ao corporate compliance, ética e integridade. In: LAMBOY, C. K. de (org.). *Manual de compliance*. São Paulo: Instituto ARC, 2017.
- LANSDELL, P.; BOTHA, I.; MARX, B. Unmasking Delistings: A Multifactorial Analysis of Financial, Non-Financial, and Macroeconomic Variables. *Journal of Risk and Financial Management*, v. 18, n. 4, p. 194, 2025.
- LEE, S.; KO, E. Effects of founder CEO duality and board size on foreign IPOs' survival in US markets. *Corporate Governance*, v. 22, n. 5, p. 1054-1077, 2022.
- LEE, S.-Y.; KO, E.-J. Effects of founder CEO duality and board size on foreign IPOs' survival in US markets. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 2022.
- LEE, T. A. The Historical Development of Internal Control from the Earliest Times to the End of the Seventeenth Century. *Journal of Accounting Research*, Vol. 9, No. 1 (Spring, 1971), pp. 150-157
- LEHMANN, Erik E.; VISMARA, Silvio. Corporate Governance in IPO firms. *Annals of Corporate Governance*, v. 5, n. 1, p. 1–100, 2020.

- LEVANGIE, J. E. Everything you always wanted to know about IPOs, but were afraid to ask. **New England Journal of Entrepreneurship**, v. 8, n. 1, p. 75–94, 2005.
- LI, L.; TIAN, G.; QI, B.. Auditors' unqualified opinions on internal controls and accrual quality. **Nankai Business Review International**, v. 3, n. 4, p. 332-351, 2011.
- LIMA, R. L; OLIVEIRA, S. A. B. A importância do compliance e da governança corporativa nas empresas de capital aberto. 2021. **Trabalho de Conclusão de Curso (Especialização em Compliance e Governança)** - Universidade de Brasília, Brasília, 2021.
- LINDER, S.; FOSS, N. J. Agency theory. In: WRIGHT, J. D. (ed.). **International encyclopedia of the social & behavioral sciences**. 2. ed. Oxford: Elsevier, 2015. v. 1, p. 344–352.
- LIU, B.; LI, L. Internal-Control Willingness and Managerial Overconfidence. **Frontiers in Psychology**, v. 12, artigo 724575, 2021.
- LIU, G.; SUN, J. The effect of independent directors' financial expertise on the use of private information in setting bank CEO bonuses. **International Journal of Managerial Finance**, v. 18, n. 2, p. 205-221, 2022.
- LOPES, C. C. V. M. et al. Controle interno de empresas brasileiras listadas na NYSE: uma comparação entre as informações enviadas à SEC e à CVM. In: **X Seminário de Ciências Contábeis da UFPE**, 2016, Recife. Anais do X Seminário de Ciências Contábeis da UFPE.
- LOPES, I. M. de O.; MARQUES, V. A.; LOUZADA, L. C. Deficiências dos controles internos das empresas listadas na B3. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v. 7, n. 3, p. 105–126, 2019.
- LOPES, I. M. O. et al. (D) Eficiências dos controles internos das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **XII USP Conference in Accounting**, 2017.
- LÖSCH, S.; RAMBO, C. A.; FERREIRA, C. Exploratory research in the qualitative approach: understanding phenomena in context. **Revista Ibero-Americana de Estudos em Educação**, v. 18, n. 1, p. 1-14, 2023.
- MACEY, J.; O'HARA, M.; POMPILIO, D. Down and out in the stock market: The law and economics of the delisting process. **The Journal of Law & Economics.**, v. 51, n. 4, p. 683-713, 2008

MAGNI, D.; et al. Defining the relationship between firm's performance and delisting: empirical evidence of going private in Europe. **Journal of the Knowledge Economy**, 2021.

MAGNI, D.; MORRESI, O.; PEZZI, A.; GRAZIANO, D. Defining the relationship between firm's performance and delisting: empirical evidence of going private in Europe. **Journal of the Knowledge Economy**, v. 13, p. 1-29, 2021.

MAHMUD, A.; et al. Internal control and financial viability: the moderating role of leadership qualities on management of income-generating activities at Indonesian higher education. **Journal of Applied Research in Higher Education**, v. 16, n. 2, p. 358-377, 2024

MAKPOTCHE, M.; et al. Corporate governance and green innovation: international evidence. **Review of Accounting and Finance**, v. 23, n. 2, p. 280-309, 2024. DOI: 10.1108/RAF-04-2023-0137.

MAKROMINAS, M.; YIANNOULIS, Y. I.P.O. determinants of delisting risk: Lessons from the Athens Stock Exchange. **Accounting Forum**, v. 45, n. 3, 2021.

MAKWANA, D.; ENGINEER, P.; DABHI, A.; CHUDASAMA, H. *Sampling methods in research: a review. International Journal of Scientific Research in Engineering and Management*, v. 7, n. 5, p. 1-9, 2023.

MALHOTRA, Naresh K. Marketing research: current state and next steps. **Revista Brasileira de Marketing**, São Paulo, v. 17, n. 5, out. 2018.

MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control. **The Journal of Political Economy**, v. 73, n. 2, p. 110-120, 1965.

MANZATO, A. J.; SANTOS, A. B. **A elaboração de questionários na pesquisa quantitativa**. IBILCE – UNESP. São Paulo. (2012).

MARTIN, N. C. Da Contabilidade à Controladoria: A Evolução Necessária. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, n. 28, p. 7 - 28, jan./abr. 2002.

MARTINEZ, I.; SERVE, S.; DJAMA, C. Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, v. 30, n. 2, p. 1–38, 2016.

MARTÍNEZ-AVELLA, M.; JIMÉNEZ-AGUILAR, C. Social, cultural and institutional forces in corporate and patrimonial states and their relations with corporate governance: a North–South contrast. **Journal of Management History**, [S.l.], v. 30, n. 2, p. 191-213, 2024.

- MATHIENSEN, A. **Uso do Coeficiente Alfa de Cronbach em Avaliações por Questionários**. 1. ed. 1. impr. [S.l.]: [s.n.], 2011. 300 p. Dados Internacionais de Catalogação na Publicação – CIP.
- MATOS, G. B.; SILVA, M. D. O. P.; ALMEIDA, K. K. N. Internal Control: an analysis of the perception of the purchasing center of a state government according to the COSO framework. **Management Control Review**, v. 6, n. 2, p. 45-61, jul./dez. 2021.
- MATTHIENSEN, A. **Uso do coeficiente alfa de Cronbach em avaliações por questionários**. Boa Vista, RR: Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária (Embrapa Roraima), 2011.
- MAYRING, P. **Qualitative content analysis: theoretical foundation, basic procedures and software solution**. Klagenfurt: University of Klagenfurt, 2014.
- MEDRI, W. **Análise exploratória de dados**. Curso de Especialização “Lato Sensu” em Estatística. Londrina, PR, março de 2011.
- MEGARAVALLI, A. V. Initial public offering: a critical review of literature. **Qualitative Research in Financial Markets**, v. 15, n. 2, p. 385-411, 2023.
- MELO, H. P. A de. **Compliance como instrumento de controle no processo de mitigação ao risco**. Dissertação (mestrado em Controladoria), Universidade Federal Rural de Pernambuco – Recife, 2017
- MELO, H. P. A.; LIMA, A. C. Da formalidade prescrita à cultura de integridade: escala de intensidade compliance como resposta às fraudes e riscos regulatórios no Brasil. **Revista Ambiente Contábil**. Universidade Federal do Rio Grande do Norte ISSN 2176-9036 Vol. 11, n. 1, Jan./Jun, 2019.
- MICHELON, G, et al. Board monitoring and internal control system disclosure in different regulatory environments. **Journal of Applied Accounting Research**, Vol. 16 No. 1, pp. 138-164, 2015.
- MOELLER, R. R. **COSO Enterprise Risk Management: Understanding the new integrated ERM framework**, 2007.
- MOHAMMADZAI, G.; PASHTOON, K.; AINI, I. Compliance Requirement for Dealing with Risks, Governance and IT Compliance. **Integrated Journal for Research in Arts and Humanities**, v. 3, n. 4, pp. 150-156, jul. 2023.

- MOJTAHEDI, Amir; ZHOU, Lina. **Information technology internal control material weaknesses in financial reporting: categories, trends, associations, and industry effects.** Amsterdam: Elsevier, 2024
- MOMIN, M. A.; et al. Use of visuals in sustainability reporting by New Zealand Stock Exchange (NZX) listed companies: an impression management perspective. **Asian Review of Accounting**, v. 31, n. 2, p. 181-202, 2023.
- MONKS, R. A. G.; MINOW, N. **Corporate Governance.** 5. ed. Chichester: John Wiley & Sons, 2011.
- MORAES, R.; GALIAZZI, M. C. **Análise de conteúdo e pesquisa qualitativa: ampliando possibilidades de investigação científica.** 3. ed. Petrópolis: Vozes, 2023.
- MOREIRA, A. L.; FLACH, L.; SALLABERRY, J. D. **Delisting among Brazilian companies: an explanatory model from 2013 to 2018.** *REPeC – Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 16, n. 3, p. 324-340, 2022.
- MOREIRA, K. D. S. et al. Ownership structure and internationalization: agency problems and delisting in Brazil. **RAM, Rev. Adm. Mackenzie**, São Paulo, v. 18, n. 4, p. 164-189, jul./ago. 2017.
- MUELLER-SAEGBRECHT, S.; WALTER, A.-T. Strategic agility—an urgent capability for successful business model innovation? A conceptual process model and theoretical framework. **Strategic Change**, v. 0, p. 1–22, 2025.
- MUHTAR, Muhtar; WINARNA, Jaka; SUTARYO, Sutaryo. Internal control weakness and corruption: empirical evidence from Indonesian local governments. **International Journal of Professional Business Review**, Miami, v. 8, n. 6, p. 1–21, 2023.
- NAIDU, D. D.; et al. Towards better governance: creating a corporate governance index for South African firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, v. 24, n. 8, p. 133-146, 2024.
- NAIDU-VALENTINE, R. **Triangulation in mixed-method research design.** 2024.
- NALUKENGE, I.; NKUNDABANYANGA, S. K.; NTAYI, J. M. Corporate governance, ethics, internal controls and compliance with IFRS. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, Bingley, v. 16, n. 4, p. 764-786, 2018. DOI: 10.1108/JFRA-08-2017-0064.

NGUYEN, Q.; KIM, M. H.-Y.; SUARDI, S. **Navigating corporate governance and involuntary delisting in frontier markets: a nuanced perspective from Vietnam**. *Applied Economics*, [s. l.], 2025.

NYANGWESO, M. A. *The mediating effect of corporate governance quality on the association between audit report lag and earnings quality in NSE*. 2018. Dissertação (Master of Commerce) – Strathmore University, Nairobi, 2018.

OLIVEIRA, M. M. F. de; PEREIRA, G. C.; EBECKEN, N. F. F.; OLIVEIRA, J. L. F. de. Multivariate analysis of extreme physical, biological and chemical patterns in the dynamics of aquatic ecosystem. **Journal of Environmental Protection**, v. 6, n. 8, p. 885–901, 2015.

ORANGA, J. Mixed methods research: merits, applications and challenges. **International Journal of Social Science (IJSS)**, v. 5, n. 2, p. 233–238, ago. 2025.

Organização Para A Cooperação E O Desenvolvimento Econômico (OECD). **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD, 2015.

OSTERTAGOVÁ, E.; OSTERTAG, O.; KOVÁČ, J. Methodology and application of the Kruskal-Wallis test. *Applied Mechanics and Materials*, Zurich, v. 611, p. 115–120, 2014.

OTOO, F. N. K. et al. Evaluating the impact of internal control systems on organizational effectiveness. **LBS Journal of Management & Research**, v. 21, n. 1, p. 135-154, 2023.

PARK, M.; LEAHEY, E.; FUNK, R. J. Papers and patents are becoming less disruptive over time. *Nature*, v. 613, p. 138–144, 2023.

PARRINO, R. J. New compliance guidance by SEC staff signals increased scrutiny of non-GAAP financial measures, **Journal of Investment Compliance**, Vol. 17 Iss 4 pp. 23 - 33, 2016.

PAZ, M. F; AZEVEDO, S. U.; SOUSA, H. A. Compliance: um estudo sobre o perfil requerido pelas empresas brasileiras versus as qualificações do profissional da área. **Advances in Scientific and Applied Accounting - ASAA**, 201–217/218, 2023.

PENNYCOOK, G; et al. Dunning–Kruger effects in reasoning: Theoretical implications of the failure to recognize incompetence. **Psychonomic Bulletin & Review**, v. 24, n. 6, p. 1774–1784, 2017.

PINHEIRO, J. C.; et al. Motivos da descontinuidade das empresas nos segmentos de governança corporativa da Brasil Bolsa Balcão B3. In: **CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO**

CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 18., 2021, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Universidade de São Paulo, 2021.

PREMUROSO, R. F.; HOUMES, R. Financial statement risk assessment following the COSO framework: an instructional case study. **International Journal of Accounting and Information Management**, v. 20, n. 1, p. 26-48, 2012.

PROVASI, R.; RIVA, P. The Updated COSO Report 2013. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, v. 11, n. 10, p. 487-498, out. 2015.

PUTRA, F. Good corporate governance, firm performance and COVID-19. **Asian Journal of Accounting Research**, v. 9, n. 4, p. 399–421, 2024.

RAIFMAN, S.; DEVOST, M. A.; et al. *Respondent-driven sampling: a sampling method for hard-to-reach populations and beyond*. *Current Epidemiology Reports*, v. 9, n. 3, p. 243-252, 2022.

RANA, K.; CHIMORIYA, R. *A guide to a mixed-methods approach to healthcare research*. **Encyclopedia**, v. 5, n. 2, p. 51, 2025.

REDDY, N. P.; LE, B.; PAUL, D. L. Impact of Sarbanes-Oxley Act on initial public offerings: new evidence from reverse leveraged buyouts. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 21, n. 3, p. 575-591, 2023.

RIBEIRO, J. D.; et al. Publicização dos Comitês de Governança, Riscos e Controles em Universidades Federais. In: ENCONTRO DA ANPAD – **EnANPAD**, 46., 2022, Online. Anais [...]. Rio de Janeiro: ANPAD, 2022.

RIBEIRO, T. R. M.. Considerações sobre a Grande Depressão e o Desenvolvimento do Capitalismo no Brasil. **Revista Cantareira** - Edição 29 / p. 193-205, Jul-Dez 2018.

RUSU, Ş.; BOLOŞ, M. I.; LEORDEANU, M. K-means and agglomerative hierarchical clustering analysis of ESG scores, yearly variations, and stock returns: insights from the energy sector in Europe and the United States. **Journal of Financial Studies**, v. 8, p. 166–171, 2023.

RZESZUTEK, M. et al. Managerial overconfidence in initial public offering decisions and its impact on macrodynamics and financial stability: Analysis using an agent-based model. **Journal of Economic Dynamics & Control**, v. 118, 2020

- RZESZUTEK, M.; SZYSZKA, A.. Overconfidence and initial public offering (IPO) decisions: A behavioural corporate finance survey among Polish managers. **Argumenta Oeconomica**, no 1 (44), 2020
- SAITO, R.; PADILHA, M. T. C. Why do companies go private in Brazil? **Revista Brasileira de Finanças (Online)**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 2, p. 200-250, abr. 2015.
- SALEHI, M.; SADATIFAR, Z.; ADIBIAN, M. S. The impact of the characteristics and behaviors of the board of directors on agency costs in Iran. **Contaduría y Administración**, v. 66, n. 1, p. 1–25, 2021.
- SANDHOLTZ, K. W.; BURROWS, T. N. Compliance Police or Business Partner? Institutional Complexity and Occupational Tensions in Human Resource Management. **Research in the Sociology of Organizations**. p. 161-191, 2016.
- SANTOS, J. S. dos; GONÇALVES, A. de O. Contribuições do controle interno para a governança pública: um estudo da percepção dos auditores internos das instituições federais de ensino. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 16, n. 2, 2024.
- SANTOS, R. F.; et al. Identification and analysis of enterprise risks in the open product innovation: the case of Volkswagen Brazil. *Management Decision*, v. 63, n. 8, p. 2742–2772, 2025.
- SCHLUNEGGER, M. C.; ZUMSTEIN-SHAHA, M.; PALM, R. Methodologic and data-analysis triangulation in case studies: a scoping review. **Western Journal of Nursing Research**, v. 46, n. 8, p. 611–622, ago. 2024.
- SHAPLAND, C. Y., Et al. A quantitative approach to evidence triangulation: development of a framework to address rigour and relevance. **medRxiv**, 2024.
- SHIBAO, F. Corporate governance and ESG: trends and practices. **Revista Iberoamericana de Gobernanza Empresarial**, 2024.
- SILVA, D. E. L. S.; et al. Gestão de riscos: o método do COSO aplicado à gestão de uma unidade de informação. **Revista Digital de Biblioteconomia e Ciência da Informação**, Campinas, SP, v. 18, 2020.
- SILVA, E. O. da; et al. Transparência em universidades federais brasileiras: uma análise dos mecanismos de governança. **Research, Society and Development**, v. 9, n. 8, 2020.

- SLOMSKI, V. G. et. al. Compliance of Management Practices Instituted in the Third Sector Based on Governance Guidelines Established by Brazilian Organizations. **Sustainability**, v. 14, n. 5366, p. 1–18, 2022.
- SOFYANI, H.; et al. Does internal control contribute to quality management in higher education institutions? Indonesia’s adoption experience of the COSO integrated framework. **The TQM Journal**, v. 35, n. 8, p. 2162-2180, 2023.
- SOUSA, H. A. de; et al. A evolução na divulgação de práticas de compliance por companhias abertas brasileiras no período “Lava Jato”. *Cadernos EBAPE.BR*, Rio de Janeiro, v. 22, n. 1, e2023-0041, p. 2–18, 2024.
- SOUZA, H. A.; et al. A evolução na divulgação de práticas de compliance por companhias abertas brasileiras no período “Lava Jato”. **Cad. EBAPE.BR**, v. 22, n. 1, Rio de Janeiro, e2023-0041, 2024.
- SPENCER STUART. *2020 U.S. Spencer Stuart Board Index*. Chicago: Spencer Stuart, 2020.
- SRIVASTAVA, A.; ANAND. Six decades of corporate disclosure research: a bibliometric review. **Managerial Finance**, v. 50, n. 4, p. 768-790, 2024.
- STEVELINCK, E. Accounting in ancient times. **The Accounting Historians Journal**. Vol. 12, n. 1, Spring 1985.
- STONE, W. E. Antecedents of the Accounting Profession. **The Accounting Review**, Vol. 44, No. 2 (Apr., 1969), pp. 284-291
- STYHRE, A. Agency and the principle of charity: a pragmatist theory of the interaction order. **International Journal of Organizational Analysis**, v. 31, n. 6, p. 2209-2221, 2023.
- TAKEZAWA, F. A. F. G.; PASTRE, L. C.; COSTA, E. C. Os desafios e as influências do compliance na gestão de pessoas. **Interface Tecnológica**, Araraquara, v. 19, n. 2, 2022.
- TALAWA, Mohammed; BADWAN, Nemer. Impact of accounting conservatism and corporate governance on stock price breakdown in firms listed on the Palestine Stock Exchange. **Asian Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 9, n. 3, p. 229-256, 2024.
- TAYLOR, C. The evolution of compliance, **Journal of Investment Compliance**, Vol. 6 Iss 4 pp. 54 - 58, 2005.
- THOMSEN, S.; VINTEN, F. **Delistings in Europe and the costs of governance**. **Copenhagen**: Copenhagen Business School, Center for Corporate Governance, 2007.

TRABELSI, S.; CHALWATI, A. Poison pills adoption, real earnings management and IPO failure. **China Accounting and Finance Review**, v. 25, n. 4, p. 513-539, 2023. Emerald Publishing Limited.

TROTMAN, Ken T.; WRIGHT, William F. *Triangulation of audit evidence in fraud risk assessments*. **Accounting, Organizations and Society**, Oxford, v. 37, n. 1, p. 41–53, 2012.

VANASCO, R. R.; et al. Reporting on the entity's control structure. **Managerial Auditing Journal**, Emerald Group Publishing Limited, v. 10, n. 6, p. 17-48, ago. 1995.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2016.

VINTEN, G. The corporate governance lessons of Enron", **Corporate Governance: The international journal of business in society**, Vol. 2 Iss 4 pp. 4 - 9, 2002.

VIVEK, Ramakrishnan; NANTHAGOPAN, Yogarajah; PIRIYATHARSHAN, Sarmatha. *Beyond methods: theoretical underpinnings of triangulation in qualitative and multi-method studies*. **SEEU Review**, [s.l.], v. 18, n. 2, p. 105, 2023.

WANG, K.; SHAILER, G. *Ownership concentration and firm performance in emerging markets: A meta-analysis*. **Journal of Economic Surveys**, v. 29, n. 2, p. 199–221, 2015.

WEI, P.; et al. Environment court, shareholder conflict and corporate governance: evidence from market reactions to bank loan announcements. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, [S.l.], v. 14, n. 1, p. 1-21, 2024.

WEIR, C, et al. Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private, **Applied Financial Economics**, 15:13, 947-961, 2005.

WESTFALL, T. J. **Voluntary Internal Control Weakness Disclosures in Initial Public Offerings: Determinants and Subsequent Financial Reporting Quality**. 2016. 148 f. Dissertação (Doutorado em Contabilidade) – Universidade de Nebraska-Lincoln, Lincoln, 2016.

WIERSEMA, M.; KOO, H. Corporate governance in today's world: Looking back and an agenda for the future. **Strategic Organization**, v. 20, n. 4, p. 786-796, nov. 2022.

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

APÊNDICE A – Questionário de Pesquisa

1. Qual a sua idade?

Até 25 anos

26 a 35 anos

36 a 45 anos

46 a 55 anos

Mais de 55 anos

2. Qual a sua escolaridade

Ensino médio

Ensino superior

Pós-graduação – MBA ou Especialização

Mestrado

Doutorado

3. Qual é a sua função na empresa

Gestor

Presidente

4. Há quanto tempo a empresa está operando

Até 5 anos

6 a 10 anos

11 a 15 anos

Mais de 15 anos

5. Qual é o setor principal da empresa?

Indústria

Serviços

Financeiro

Tecnologia

Outro:

6. Quantos profissionais trabalham na empresa?

Até 100

101 a 150

151 a 300

301 a 500

501 a 1.000

Maior que 1.000

7. Qual o tempo de listagem na bolsa?

Até 5 anos

6 a 10 anos

11 a 15 anos

Mais de 15 anos

8. Qual é o alcance dos serviços prestados pela empresa?

Municipal

Estadual

Nacional

Internacional

Seção 2 - Controle Interno

9. A empresa possui uma estrutura de controle interno formal e documentada

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

10. Os controles internos da empresa são baseados no framework COSO

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

11. A segregação de funções críticas é implementada e monitorada

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

12. As revisões de controle interno são realizadas periodicamente

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

13. O ambiente de controle é integrado à estrutura de governança da empresa

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

Seção 3 - Compliance

14. A empresa possui um programa de compliance implementado

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

15. Os riscos legais e regulatórios são formalmente avaliados e monitorados

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

16. As práticas de conformidade impactam nas decisões estratégicas da empresa

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

17. A empresa divulga suas deficiências de compliance em seus relatórios

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

Seção 4 - Governança Corporativa 19. A composição do conselho de administração é independente e técnica

18. A estrutura de governança corporativa da empresa foi fortalecida durante o processo de abertura de capital

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

19. A falta de alinhamento entre as diretrizes de governança e as práticas de gestão para os controles de governança contribuiu para a decisão de deslistagem

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

20. A estrutura da empresa prevê a separação entre propriedade (acionistas) e gestão (administradores)

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

21. A concentração de poder afeta a transparência nas decisões

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

22. A empresa não monitorou adequadamente os requisitos de governança exigidos para a continuidade da listagem

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

Seção 5 - Gestão e Acionistas

23. Os interesses dos gestores estão alinhados aos dos acionistas

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

24. O conselho atua ativamente na supervisão da gestão

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

25. Stakeholders externos influenciam nas decisões estratégicas

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

26. Colaboradores ou gestores com excesso de confiança sobre seus conhecimentos impactaram negativamente a eficácia dos controles internos

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

27. A ausência de autocrítica por parte da alta gestão comprometeu a identificação de riscos relevantes que poderiam ter sido evitados

- Concordo Totalmente
- Concordo Parcialmente
- Discordo Parcialmente
- Discordo Totalmente

28. Durante auditorias ou revisões, houve resistência por parte de gestores que acreditavam entender plenamente os controles, mesmo sem conhecimento técnico suficiente

- Concordo Totalmente
- Concordo Parcialmente
- Discordo Parcialmente
- Discordo Totalmente

29. Decisões estratégicas relacionadas à governança ou à manutenção da listagem foram tomadas com base em julgamentos excessivamente autoconfiantes, sem validação técnica ou análise de impacto adequada

- Concordo Totalmente
- Concordo Parcialmente
- Discordo Parcialmente
- Discordo Totalmente

30. O perfil de liderança da empresa dificulta o reconhecimento de deficiências internas por conta de um ambiente onde se presume que os líderes possuem conhecimento apropriado demais

- Concordo Totalmente
- Concordo Parcialmente
- Discordo Parcialmente
- Discordo Totalmente

Seção 6 - Decisão de Deslistagem

31. A estrutura atual de controle e compliance é suficiente para evitar a deslistagem

- Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

32. Os custos de listagem superam os benefícios percebidos

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

33. A listagem em bolsa era percebida como vantagem competitiva

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

Seção 7 - Eventos e Impactos

34. A crise causada pela COVID-19 levou a empresa a reavaliar sua permanência no mercado de capitais

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

35. O aumento dos custos de conformidade regulatória durante a pandemia influenciou a percepção sobre manter-se listada

Concordo Totalmente

Concordo Totalmente

Concordo Totalmente

Concordo Totalmente

36. Durante a pandemia, a empresa teve queda acentuada na liquidez ou capitalização, afetando sua posição na bolsa

Concordo Totalmente

Concordo Totalmente

Concordo Totalmente

Concordo Totalmente

37. As restrições operacionais e incertezas causadas pela COVID-19 levaram a debates internos sobre fechar o capital

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

38. A redução na atratividade dos investidores institucionais durante a pandemia impactou negativamente a motivação para continuar listada

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

39. A empresa teve dificuldades de adaptação a eventos caóticos

Concordo Totalmente

Concordo Parcialmente

Discordo Parcialmente

Discordo Totalmente

APÊNDICE B – Resultados SPSS

Tabela – Resultados Mean Ranks - SPSS

Ranks			
	Motivo de deslistagem	N	Mean Rank
10. A empresa possui uma estrutura de controle interno formal e documentada	Cancelamento voluntário	38	49,14
	Incorporação / Fusão	36	70,07
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	59,64
	Cancelamento após OPA / controlador	14	66,54
	Falência / liquidação / dissolução	12	38,58
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	94,50
	Total	117	
11. Os controles internos da empresa são baseados no framework COSO	Cancelamento voluntário	38	57,50
	Incorporação / Fusão	36	59,13
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	61,68
	Cancelamento após OPA / controlador	14	57,50
	Falência / liquidação / dissolução	12	62,38
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	57,50
	Total	117	
12. A segregação de funções críticas é implementada e monitorada	Cancelamento voluntário	38	49,88
	Incorporação / Fusão	36	53,21
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	81,18
	Cancelamento após OPA / controlador	14	49,46
	Falência / liquidação / dissolução	12	93,88
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	45,50
	Total	117	
13. As revisões de controle interno são realizadas periodicamente	Cancelamento voluntário	38	40,34
	Incorporação / Fusão	36	46,10
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	87,64

	Cancelamento após OPA / controlador	14	93,07
	Falência / liquidação / dissolução	12	84,50
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	55,50
	Total	117	
14. O ambiente de controle é integrado à estrutura de governança da empresa	Cancelamento voluntário	38	48,38
	Incorporação / Fusão	36	56,33
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	79,68
	Cancelamento após OPA / controlador	14	47,96
	Falência / liquidação / dissolução	12	93,13
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	44,00
	Total	117	
15. A empresa possui um programa de compliance implementado	Cancelamento voluntário	38	48,01
	Incorporação / Fusão	36	56,08
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	84,36
	Cancelamento após OPA / controlador	14	50,61
	Falência / liquidação / dissolução	12	85,88
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	46,50
	Total	117	
16. Os riscos legais e regulatórios são formalmente avaliados e monitorados	Cancelamento voluntário	38	38,79
	Incorporação / Fusão	36	50,43
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	85,21
	Cancelamento após OPA / controlador	14	90,61
	Falência / liquidação / dissolução	12	82,58
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	53,67
	Total	117	
17. As práticas de conformidade impactam nas decisões estratégicas da empresa	Cancelamento voluntário	38	49,34
	Incorporação / Fusão	36	54,64
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	80,36
	Cancelamento após OPA / controlador	14	48,93
	Falência / liquidação / dissolução	12	93,00
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	45,00
	Total	117	
18. A empresa divulga suas deficiências de compliance em seus relatórios	Cancelamento voluntário	38	56,08
	Incorporação / Fusão	36	56,33
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	60,32
	Cancelamento após OPA / controlador	14	51,50
	Falência / liquidação / dissolução	12	80,50
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	70,83
	Total	117	
19. A composição do conselho de administração é independente e técnica	Cancelamento voluntário	38	46,93
	Incorporação / Fusão	36	58,36
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	80,54
	Cancelamento após OPA / controlador	14	49,39
	Falência / liquidação / dissolução	12	88,58
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	45,50
	Total	117	

20. A estrutura de governança corporativa da empresa foi fortalecida durante o processo de abertura de capital	Cancelamento voluntário	38	52,54
	Incorporação / Fusão	36	59,13
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	55,18
	Cancelamento após OPA / controlador	14	55,18
	Falência / liquidação / dissolução	12	90,00
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	51,00
	Total	117	
21. A falta de alinhamento entre as diretrizes de governança e as práticas de gestão para os controles de governança contribuiu para a decisão de deslistagem	Cancelamento voluntário	38	51,83
	Incorporação / Fusão	36	54,92
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	87,29
	Cancelamento após OPA / controlador	14	44,00
	Falência / liquidação / dissolução	12	76,75
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	65,83
	Total	117	
22. A estrutura da empresa prevê a separação entre propriedade (acionistas) e gestão (administradores)	Cancelamento voluntário	38	78,20
	Incorporação / Fusão	36	39,25
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	65,68
	Cancelamento após OPA / controlador	14	33,96
	Falência / liquidação / dissolução	12	81,50
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	48,50
	Total	117	
23. A concentração de poder afeta a transparência nas decisões	Cancelamento voluntário	38	49,00
	Incorporação / Fusão	36	53,86
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	84,36
	Cancelamento após OPA / controlador	14	49,00
	Falência / liquidação / dissolução	12	90,67
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	49,00
	Total	117	
24. A empresa não monitorou adequadamente os requisitos de governança exigidos para a continuidade da listagem	Cancelamento voluntário	38	52,93
	Incorporação / Fusão	36	60,00
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	64,93
	Cancelamento após OPA / controlador	14	49,50
	Falência / liquidação / dissolução	12	76,50
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	70,50
	Total	117	
25. Os interesses dos gestores estão alinhados aos dos acionistas	Cancelamento voluntário	38	87,38
	Incorporação / Fusão	36	41,63
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	37,68
	Cancelamento após OPA / controlador	14	37,68
	Falência / liquidação / dissolução	12	72,50
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	53,00
	Total	117	
26. O conselho atua ativamente na supervisão da gestão	Cancelamento voluntário	38	78,20
	Incorporação / Fusão	36	39,25
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	65,68

	Cancelamento após OPA / controlador	14	33,96
	Falência / liquidação / dissolução	12	81,50
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	48,50
	Total	117	
27. Stakeholders externos influenciam nas decisões estratégicas	Cancelamento voluntário	38	46,46
	Incorporação / Fusão	36	52,71
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	80,68
	Cancelamento após OPA / controlador	14	48,96
	Falência / liquidação / dissolução	12	93,63
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	100,50
	Total	117	
28. Colaboradores ou gestores com excesso de confiança sobre seus conhecimentos impactaram negativamente a eficácia dos controles internos	Cancelamento voluntário	38	55,86
	Incorporação / Fusão	36	61,25
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	51,00
	Cancelamento após OPA / controlador	14	51,00
	Falência / liquidação / dissolução	12	77,75
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	71,50
	Total	117	
29. A ausência de autocritica por parte da alta gestão comprometeu a identificação de riscos relevantes que poderiam ter sido evitados	Cancelamento voluntário	38	56,86
	Incorporação / Fusão	36	58,33
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	47,50
	Cancelamento após OPA / controlador	14	58,96
	Falência / liquidação / dissolução	12	78,71
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	69,17
	Total	117	
30. Durante auditorias ou revisões, houve resistência por parte de gestores que acreditavam entender plenamente os controles, mesmo sem conhecimento técnico suficiente	Cancelamento voluntário	38	57,47
	Incorporação / Fusão	36	59,54
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	51,00
	Cancelamento após OPA / controlador	14	51,00
	Falência / liquidação / dissolução	12	77,75
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	71,50
	Total	117	
31. Decisões estratégicas relacionadas à governança ou à manutenção da listagem foram tomadas com base em julgamentos excessivamente autoconfiantes, sem validação técnica ou análise de impacto adequada	Cancelamento voluntário	38	48,46
	Incorporação / Fusão	36	54,71
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	82,68
	Cancelamento após OPA / controlador	14	50,96
	Falência / liquidação / dissolução	12	90,00
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	47,00
	Total	117	
32. O perfil de liderança da empresa dificulta o reconhecimento de deficiências internas por conta de um ambiente onde se presume que os líderes	Cancelamento voluntário	38	56,53
	Incorporação / Fusão	36	60,33
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	50,00
	Cancelamento após OPA / controlador	14	50,00
	Falência / liquidação / dissolução	12	80,92
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	70,67

possuem conhecimento apropriado demais	Total	117	
33. A estrutura atual de controle e compliance é suficiente para evitar a deslistagem	Cancelamento voluntário	38	52,54
	Incorporação / Fusão	36	59,13
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	55,18
	Cancelamento após OPA / controlador	14	55,18
	Falência / liquidação / dissolução	12	90,00
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	51,00
	Total	117	
34. Os custos de listagem superam os benefícios percebidos	Cancelamento voluntário	38	57,61
	Incorporação / Fusão	36	54,72
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	51,50
	Cancelamento após OPA / controlador	14	55,64
	Falência / liquidação / dissolução	12	85,33
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	73,33
	Total	117	
35. A listagem em bolsa era percebida como vantagem competitiva	Cancelamento voluntário	38	53,96
	Incorporação / Fusão	36	61,93
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	56,93
	Cancelamento após OPA / controlador	14	56,46
	Falência / liquidação / dissolução	12	73,17
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	52,50
	Total	117	
36. A crise causada pela COVID-19 levou a empresa a reavaliar sua permanência no mercado de capitais	Cancelamento voluntário	38	57,62
	Incorporação / Fusão	36	53,00
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	86,43
	Cancelamento após OPA / controlador	14	53,00
	Falência / liquidação / dissolução	12	53,00
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	72,50
	Total	117	
37. O aumento dos custos de conformidade regulatória durante a pandemia influenciou a percepção sobre manter-se listada	Cancelamento voluntário	38	51,93
	Incorporação / Fusão	36	57,96
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	82,36
	Cancelamento após OPA / controlador	14	45,50
	Falência / liquidação / dissolução	12	71,00
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	67,00
	Total	117	
38. Durante a pandemia, a empresa teve queda acentuada na liquidez ou capitalização, afetando sua posição na bolsa	Cancelamento voluntário	38	57,04
	Incorporação / Fusão	36	54,10
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	86,29
	Cancelamento após OPA / controlador	14	52,50
	Falência / liquidação / dissolução	12	52,50
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	71,67
	Total	117	
39. As restrições operacionais e incertezas	Cancelamento voluntário	38	52,54
	Incorporação / Fusão	36	59,13

causadas pela COVID-19 levaram a debates internos sobre fechar o capital	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	55,18
	Cancelamento após OPA / controlador	14	55,18
	Falência / liquidação / dissolução	12	90,00
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	51,00
	Total	117	
40. A redução na atratividade dos investidores institucionais durante a pandemia impactou negativamente a motivação para continuar listada	Cancelamento voluntário	38	58,43
	Incorporação / Fusão	36	53,50
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	53,50
	Cancelamento após OPA / controlador	14	53,50
	Falência / liquidação / dissolução	12	86,75
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	72,50
	Total	117	
41. A empresa teve dificuldades de adaptação a eventos caóticos	Cancelamento voluntário	38	57,82
	Incorporação / Fusão	36	54,75
	Descumprimento regulatório (Art. 70 / 9.3 / 10.2 / ausência de valores)	14	53,00
	Cancelamento após OPA / controlador	14	53,00
	Falência / liquidação / dissolução	12	86,25
	Encerramento de BDR / emissor estrangeiro	3	72,00
Total	117		

Fonte: Elaboração própria - Dados da pesquisa (SPSS Statistics, 2025).