



UNIVERSIDADE
FEDERAL DO CEARÁ

CONTEXTUS

REVISTA CONTEMPORÂNEA DE ECONOMIA E GESTÃO

Contextus – Contemporary Journal of Economics and Management

ISSN 1678-2089
ISSN 2178-9258

www.periodicos.ufc.br/contextus

Desinvestimentos de ativos, crise econômica e o desempenho futuro das empresas

Asset divestments, economic crisis and the future performance of companies

Desinversión de activos, crisis económica y rendimiento futuro de las empresas

<https://doi.org/10.19094/contextus.2022.78644>

Simone Dias de Moraes

<https://orcid.org/0000-0002-6942-9732>

Mestre em Ciências Contábeis pela Fucape Business School
sisidmoraes@gmail.com

Silvania Neris Nossa

<https://orcid.org/0000-0001-8087-109X>

Professora na Fucape Business School
Doutora em Ciências Contábeis e Administração pela Fucape Business School
silvanianossa@fucape.br

Nadia Cardoso Moreira

<https://orcid.org/0000-0002-9085-6595>

Professora na Fucape Business School
Doutora em Ciências Contábeis e Administração pela Fucape Business School
nadiacmoreira@fucape.br

Talles Vianna Brugni

<https://orcid.org/0000-0002-9025-9440>

Professor na Fucape Business School
Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP)
tallesbrugni@fucape.br

RESUMO

A pesquisa investigou o impacto dos desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras sobre o desempenho futuro, bem como seu potencial de reversão de prejuízos passados. Após aplicação de pareamento das empresas listadas na B3, as estimativas das relações das variáveis deram-se por meio de GMM e LOGIT. Os achados da pesquisa indicam aumento da probabilidade de reversão prejuízos passados por empresas jovens em função da venda de ativos. Uma contribuição desta pesquisa é para os gestores que têm resultados empíricos ainda não discutidos na literatura brasileira e que podem servir de suporte na tomada de decisão sobre a política de venda ou de manutenção de ativos.

Palavras-chave: crise econômica; restrições financeiras; desempenho; investimentos; desinvestimentos.

ABSTRACT

This paper investigated the impact of asset divestments made by financially constrained companies on their future performance, as well as their potential for reversing past losses. After applying the pairing of the companies listed, the estimation of the relationships of the variables took place through GMM and LOGIT. The research findings indicate that there is evidence that the sale of assets by companies with financial constraints contributes to future performance. A contribution of this research is for managers who have empirical results that have not yet been discussed in the Brazilian literature and that can serve as support in decision-making on the policy of selling or maintaining assets.

Keywords: economic crisis; financial restrictions; performance; investments; divestments.

RESUMEN

La investigación analizó el impacto de las desinversiones de activos realizadas por empresas con limitaciones financieras en el rendimiento futuro, así como su potencial para revertir pérdidas pasadas. Luego de aplicar el emparejamiento de las empresas, se realizó la estimación de las relaciones de las variables a través de GMM y LOGIT. De esta investigación indican que existe evidencia de que la venta de activos por parte de empresas con restricciones financieras contribuye al desempeño futuro. Una contribución de esta investigación es para los administradores que tienen resultados empíricos que aún no han sido discutidos en la literatura brasileña y que pueden servir de apoyo en la toma de decisiones sobre la política de venta o mantenimiento de activos.

Palabras clave: crisis económica; limitaciones financieras; rendimiento; inversiones; desinversiones.

Informações sobre o Artigo

Submetido em 25/03/2022

Versão final em 10/08/2022

Aceito em 10/08/2022

Publicado online em 20/09/2022

Comitê Científico Interinstitucional

Editor-Chefe: Diego de Queiroz Machado

Avaliado pelo sistema *double blind review* (SEER/OJS – versão 3)



OPEN ACCESS

Como citar este artigo:

Moraes, S. D., Nossa, S. N., Moreira, N. C., & Brugni, T. V., (2022). Desinvestimentos de ativos, crise econômica e o desempenho futuro das empresas. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 20(19), 266-279.
<https://doi.org/10.19094/contextus.2022.78644>

1 INTRODUÇÃO

O objetivo da pesquisa foi investigar se os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras afetam positivamente o desempenho futuro e se tais desinvestimentos propiciam a reversão dos prejuízos registrados de períodos anteriores em lucros futuros das empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Akinyera (2015) considera que entre as inúmeras razões que deflagram as crises econômicas, as más representações, a alta alavancagem e os investimentos arriscados seriam destacadamente motivos capazes de abalar a economia global. Nassif (2017) acrescenta que questões relacionadas a escândalos por corrupção e aspectos institucionais (Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019; Sarjono, Titisari & Pawenang, 2021) potencializam as incertezas provocadas por cenários de crise (Farmer, 2017), acendendo assim, o flag vermelho do risco moral (Damasceno, 2019). Farmer (2017) argumenta que tais incertezas deflagram a desconfiança dos mercados financeiros, provocam escassez de crédito e, conseqüente, restrição de fontes de financiamento (Damasceno, 2019). Esse evento contribui para o declínio dos níveis de investimentos (Barbosa, 2017; Farmer, 2017; Sarjono et al., 2021) e consumo (Barbosa, 2017) de maneira que resvala no desempenho das empresas (Egbunike & Okerekeoti, 2018) e leva as empresas a cancelarem investimentos valiosos (Campello, Graham & Harvey, 2010; Franzotti & Valle, 2020).

Lima, Assaf, Perena e Silva (2011) registraram que as restrições financeiras provocadas por crises econômicas contribuem para o recrudescimento do endividamento das empresas, o que favorece a ocorrência de falências. Sob esse cenário, Paunov (2012) relata que as empresas mais jovens são as mais vulneráveis às restrições de financiamentos, fato que as leva a abandonar projetos de inovação e investimentos, e as impede de evoluir (Whited & Wu, 2006; Paunov, 2012).

Chen e Zhang (2007) e Kolev (2016) sinalizam os desinvestimentos de ativos como importante estratégia para o desempenho dos negócios frente aos reveses do mercado. Kolev (2016) registra que os desinvestimentos de ativos, de forma geral, têm impacto positivo no desempenho das empresas. Na área empresarial os gestores precisam tomar decisões que muitas vezes envolvem o fluxo de recursos (Akinyera, 2015; Farmer, 2017; Nassif, 2017; Egbunike & Okerekeoti, 2018; Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019; Sarjono, Titisari & Pawenang, 2021) e até mesmo a venda de ativos (Campello, Graham & Harvey, 2010; Franzotti & Valle, 2020). Os gestores têm mais informação do que os acionistas (Jensen & Mecking, 1976; Shaikh & O'Connor, 2020). Por vezes os gestores precisam tomar decisões que envolvem a venda de ativos por diversos motivos (Campello, Graham & Harvey, 2010; Franzotti & Valle, 2020), mas os acionistas não têm informações sobre os reais motivos envolvidos na decisão de investimento e desinvestimento em ativos, devido à

assimetria informacional existente entre o principal e o agente (Jensen & Mecking, 1976; Shaikh & O'Connor, 2020).

Dentre os motivos para a decisão de desinvestimento destacam-se decisões estratégicas e arranjos estruturais ineficientes (Kolev, 2016), deterioração de lucro (Davies et al., 2018), reestruturação corporativa (Chen & Zhang, 2007), crise (Lee, 2018), comportamento oportunista do gestor (Shaikh & O'Connor, 2020). Em outras palavras os gestores podem desinvestir porque os ativos não se apresentam tão lucrativos, comportamento oportunista do gestor, porque os ativos estão fora da estratégia das empresas, porque a empresa está passando por uma fase de dificuldade financeira, ou mesmo porque a empresa muda de estratégia de investimento (Chen & Zhang, 2007; Kolev, 2016; Davies et al., 2018; Lee, 2018; Shaikh & O'Connor, 2020). E na literatura nacional não há evidências empíricas ainda sobre o efeito do desinvestimento de ativos nos resultados futuros. A decisão de desinvestir muitas vezes não é de conhecimento dos acionistas devido à assimetria de informação entre o principal e agente (Jensen & Mecking, 1976; Shaikh & O'Connor, 2020). Destarte, esboça-se a seguinte questão de pesquisa: os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras afetam positivamente o desempenho futuro?

Essa investigação se justifica na medida em que preenche uma lacuna da literatura nacional que conjugue os elementos crise econômica, restrições financeiras, desempenho futuro e desinvestimentos de ativos. Muito embora, a literatura internacional aborde a temática desinvestimentos de ativos e crises econômicas sobre a dinâmica empresarial (Kolev, 2016; Campello, Graham & Harvey, 2010; Chen & Zhang, 2007), não foi possível identificar estudo com semelhante abordagem no Brasil. Assim, uma contribuição desta pesquisa é para os gestores que têm nesta pesquisa resultados empíricos ainda não discutidos na literatura brasileira e que podem servir de suporte na tomada de decisão sobre a política de venda ou de manutenção de ativos e seus efeitos sobre os resultados futuros. Outra contribuição é para o acionista que não tinha informações sobre o efeito da venda de ativos em resultados futuros e que muitas vezes a notícia de venda de ativos pode gerar ruído entre o principal e acionistas e isto ocorre tanto para empresas jovens quanto maduras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Os gestores têm mais informação do que os acionistas (Jensen & Mecking, 1976; Shaikh & O'Connor, 2020). Por vezes os gestores precisam tomar decisões que envolvem a venda de ativos por diversos motivos (Campello, Graham & Harvey, 2010; Franzotti & Valle, 2020), mas os acionistas não têm informações sobre os reais motivos envolvidos na decisão de investimento e desinvestimento em ativos, devido à assimetria informacional existente entre o principal e o agente (Jensen

& Mecking, 1976; Shaikh & O'Connor, 2020). Por um lado, as empresas investem pelos mais variados motivos: aumentar produção, inovar tecnologicamente, eficiência produtiva, sinergia na cadeia de negócios, expansão industrial (Fortunato et al., 2012); lucratividade (Scherer; 1965; Ross, 1995; Loss & Sarlo, 2006; Fortunato et al., 2012). Por outro lado, já existe literatura os motivos para a decisão de desinvestimento: decisões estratégicas e arranjos estruturais ineficientes (Kolev, 2016), deterioração de lucro (Davies et al., 2018), reestruturação corporativa (Chen & Zhang, 2007), crise (Lee, 2018), comportamento oportunista do gestor (Shaikh & O'Connor, 2020).

2.1 Crise Econômica

A crise econômica de 2008, conhecida como a crise do Lehman Brothers Banking (LBBC), foi considerada por Akinyera (2015) como uma daquelas que emblematicamente abalou a economia global. Consoante aos argumentos de Akinyera (2015), as más representações, a alta alavancagem e os investimentos arriscados, entre as inúmeras causas das crises econômicas, seriam destacadamente as principais motivações que avassalaram as economias nacionais e transnacionais. Acendendo, assim, o flag vermelho para o risco moral (Damasceno, 2019).

Na seara do risco moral (Damasceno, 2019), registra-se que o cenário de recessão vivenciado no Brasil em 2014 teve-o como motriz. Nesse período, eventos relacionados a escândalo por corrupção, aspectos jurídicos e institucionais levaram o país a uma crise econômica de gravidade superior à registrada no século passado (Nassif, 2017). Esse fato culminou em significativa contração do PIB (Nassif, 2017) e relevante redução dos níveis de investimentos e consumo (Barbosa, 2017).

Tais ocorrências suscitam as ilações de Shaikh (1978) acerca das falhas nas relações econômicas produzidas por crises, uma vez que as mesmas se traduzem em incertezas que resvalam os lucros das empresas interferindo diretamente no apetite ao risco das empresas, o que, por consequência, influi na redução dos investimentos (Farmer, 2017). Isso, para Damasceno (2019) é claramente compressível, pois “A saúde financeira dos bancos e a atividade econômica real estão profundamente conectadas e os reveses no curso dos negócios bancários podem se espalhar para as empresas, prejudicando os investimentos e as operações”.

Damasceno (2019) também alerta sobre como a escassez da oferta de crédito bancário leva as atividades operacionais de curto prazo das empresas à exposição de altos custos de financiamento; e, esse fato revela-se em relevante ponto de atenção para as decisões de financiamento das empresas (Rajan & Zingales, 1995).

Ainda quanto à pujança das crises econômicas sobre as restrições de financiamento (Paunov, 2012) e os altos custos dessas fontes (Damasceno, 2019), Lima et al. (2011) discorrem que o recrudescimento do nível de endividamento das empresas contribui para as situações de

falência. Na realidade, as agruras financeiras provocadas por restrições de financiamento (Gomes, Brugni & Beiruth, 2021) se apresentam de forma um tanto nebulosa, pois se por um lado há corporações na iminência de falência, por outro existem as empresas jovens impelidas a evoluir por falta de financiamento (Whited & Wu, 2006; Miranda, Ferreira, Abrantes & Macedo, 2022).

Sob essa perspectiva, Paunov (2012) complementa que as empresas mais jovens são mais vulneráveis às restrições de financiamento e aos choques negativos de demanda a ponto de compeli-las a abortar projetos de investimentos e inovação. Giraudo, Giudici e Grilli (2019) destacam que, normalmente, as empresas jovens inovadoras enfrentam problemas de restrições financeiras em virtude do grau de risco dos projetos e das altas taxas de fracasso (Coad & Rao, 2008). Damodaran (2009) salienta que a alta probabilidade de fracasso das empresas jovens conjugada ao pequeno volume de receita, entre outros fatores, contribui para o registro de prejuízos operacionais significativos. Por essa razão, talvez, que Pinto, August e Gama (2011) tenham atribuído à idade da empresa o título de intangível estratégico, valioso à sobrevivência das empresas. Tal fato pode conferir às empresas maduras maior poder de negociação, o que sinaliza o respeito aos compromissos assumidos (Pinto et al., 2011).

2.2 Desempenho

A literatura que discorre sobre desempenho esclarece que essa é uma temática de cunho estratégico para o mundo empresarial, uma vez que fatores internos e externos, quer sejam positivos ou negativos, impactam o curso dos negócios. No que se diz respeito aos fatores internos, destaca-se a relevância de (i) planos atuais de negócios e gestão claramente especificados, já que os mesmos podem afetar os resultados futuros (Taouab & Issor, 2019); (ii) conhecimento por parte da alta administração do core business (Aspara et al., 2015); e (iii) medidas de desempenho que suportem o processo de tomada de decisões (Gimbert, Bisbe & Mendoza, 2010).

Quanto aos fatores externos, Lee (2018), Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019) e Sarjono et al. (2021) relatam que a política institucional do território onde a empresa opera é pauta categórica para o desempenho das empresas, uma vez que o desenvolvimento econômico do país influi sobre a rentabilidade das empresas (Egbunike & Okerekeoti, 2018). Em vista disso, Sarjono et al. (2021) afirmam que os planos de investimentos podem ser estimulados ou não, dado que as incertezas futuras e os custos, muitas vezes irreversíveis, afetam as decisões sobre os investimentos (Souza, Montezano & Lameira, 2020).

Logo, o desempenho organizacional se traduz em parâmetro da acuidade estratégica das empresas no alcance de seus objetivos e resultados ao longo do tempo. Pois, o desempenho atual dos investimentos também importa para o desempenho futuro (Rabinovich, 2021).

Nesse sentido, Sarjono et al. (2021) consideram a atividade operacional como um dos principais instrumentos de medição de desempenho.

A depender da dimensão de interesse, financeira, operacional e/ou valor de mercado, o desempenho empresarial pode ser medido por meio de indicadores, tais como Tobin-Q, ROE e ROA (Souza et al., 2020; Abu, Okpe & Awen, 2021; Imeokparia, Adesanmi & Olubukola, 2021). O Tobin-Q explora o desempenho da empresa pela perspectiva do mercado de ações, ou seja, relaciona os investimentos da empresa ao mercado de ações. O cálculo do indicador se dá pela razão entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos físicos (Carvalho, Maia, Louzada & Gonçalves, 2017).

O indicador ROE mensura o desempenho da empresa pela ótica de agregação de valor para os acionistas. Seu cálculo é obtido pela razão entre o lucro líquido e patrimônio líquido da empresa (Almaqtari, Al-Homaidi, Tabash & Farhan, 2018). Já o indicador ROA, é amplamente utilizado pela literatura como proxy para mensurar o desempenho empresarial pela ótica do retorno gerado pelos ativos, bem como acompanhar o desempenho ao longo dos anos (Bhasa, 2015). Seu cálculo é obtido pela divisão do lucro antes de juros e impostos pelo ativo total (Fuentes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019).

O potencial de captura do ROA no que tange o comportamento dos investidores, especialmente em face dos efeitos ocasionados por reveses econômicos, como escassez de crédito, redução dos níveis de investimentos, queda de demanda (Paula & Pires, 2017; Damasceno, 2019), foi investigado por Almaqtari et al. (2018) e Kanwal e Nadeem (2013).

Os achados das pesquisas indicaram mutabilidade da significância do impacto dos fatores externos a empresa sobre o ROA. Ora apresenta-se significativa (Almaqtari et al., 2018), ora insignificante (Kanwal & Nadeem, 2013). Isso, pode revelar o quanto as incertezas produzidas pelos choques do ambiente econômico (Farmer, 2017) e pelo arranjo institucional do país (Lee, 2018; Fuentes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019) interferem na dinâmica de investimentos das empresas (Zylbersztajn, 1995; Klapper & Love, 2011; Paunov, 2012).

2.3 Investimento versus desinvestimento e desenvolvimento de hipóteses

As empresas investem pelos mais variados motivos, tais como aumentar produção, inovar tecnologicamente, eficiência produtiva, sinergia na cadeia de negócios, expansão industrial e por ser uma necessidade constante à perenidade empresarial (Fortunato et al., 2012). Nesse campo de ideias, Scherer (1965) afirma que as firmas inovam e empreendem porque consideram ser lucrativo. Portanto, Fortunato et al. (2012) ressaltam a relevância da qualidade das decisões relacionadas a investimentos, visto o vínculo entre os investimentos e os resultados das operações corporativas. Ademais, essas decisões influenciam na escolha do tipo de financiamento dos

projetos (Fortunato et al., 2012), como capital próprio (retenção de lucros) ou capital de terceiros (endividamento). Nesse campo de análise, Ross (1995) lembra que os projetos de investimentos podem, em determinadas datas, apresentar o valor presente líquido negativo; isso significa serem inviáveis. No entanto, a depender das conjunturas econômicas essa perspectiva mudará. Sinalizando que, na verdade, a viabilidade ou não dos projetos se referem ao momento de consumir a riqueza, além de determinar onde investir (Loss & Sarlo, 2006).

No tocante aos desinvestimentos, Kolev (2016) destaca que a venda de ativos indica tomada de decisões estratégicas com repercussão considerável na lucratividade das empresas. Posto que, à medida que consolidam a estrutura interna (Kolev, 2016). Portanto, compreender as razões que levam as corporações a descontinuar projetos e desinvestir ativos é fundamental (Konara & Ganotakis, 2020). Por este ângulo, Kolev (2016) afirma que os desinvestimentos estão relacionados a arranjos estruturais ineficientes e desempenho anterior insatisfatório, seja a nível corporativo ou a nível de unidade de negócio. Isso seria razão mais que suficiente para impelir as empresas a venderem ativos (Kolev, 2016).

A magnitude das adaptações dos arranjos estruturais (Kolev, 2016) e a necessidade de mudanças estratégicas (Wiersema & Bantel, 1993) também reverberam a dimensão das transformações ocorridas no ambiente externo. Em função disso, Barney (1991) arguiu que essas transformações tendem a depreciar o know how das empresas. Tanto que Chen e Zhang (2007) alertam que a estratégia de vendas de negócios se mostra como singular forma de reestruturação corporativa, já que sob o pretexto de corrigir as desvalorizações ocorridas no mercado, em muitas ocasiões, os desinvestimentos provocam alterações apreciáveis no valor de mercado das empresas.

Ainda acerca da estratégia de venda de ativos, Kolev (2016) sugere que se aprecie os desinvestimentos à luz da teoria da economia dos custos de transações (ECT). A referida teoria se concentra nas transações das empresas atentando-se para os fatores do ambiente em que acontece (Zylbersztajn, 1995). É nesse aspecto que a ponderação de Kolev (2016) ganha evidência, já que conforme Lee (2018) assevera sob reveses de crise, a administração tende a privilegiar metas de lucros. Logo, os executivos são estimulados a envidarem mais esforços no curto prazo (Davies et al., 2018). Essa dinâmica “pró-desinvestimento” pode concitar o comportamento oportunista, amplamente debatido pela literatura da Teoria da Agência (Shaikh & O'Connor, 2020) e gerar ônus adicionais aos contratos visando-se o desempenho da campanha de venda de ativos (Davies et al., 2018). Dessa maneira, cunham-se as ilações de Anderson (2006) sobre a necessidade de ajustes organizacionais em virtude dos custos de contratos. A política de desinvestimento pode afetar o desempenho das empresas. O conhecimento da alta administração acerca do core business é importante para design dos planos de investimentos (Aspara et al., 2015); (ii) os ativos devem

refletir a lógica de lucratividade sustentável (Aspara et al., 2015); (iii) restrições financeiras levam as empresas a cancelar investimentos valiosos (Campello et al., 2010); e (iv) os desinvestimentos, de forma geral, contribuem para desempenho empresarial (Dittmar & Shivdasani, 2003; Kolev, 2016). E diante do exposto apresenta-se a primeira hipótese de Pesquisa:

H1: Os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras impactam positivamente o desempenho futuro.

Pinto et al. (2011) argumentam que a idade das empresas representa ativo estratégico que além de contribuir para perenidade dos negócios confere poder de negociação. O que, em tese, pode colaborar para o registro de menores de prejuízos pelas empresas maduras. Diante do exposto apresenta-se a segunda hipótese de Pesquisa:

H2: Os desinvestimentos de ativos aumentam a probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros. Com essa hipótese visou-se explorar o potencial de contribuição das campanhas de desinvestimentos de ativos para reversão de prejuízos passados em lucros futuros com o foco no grupo de empresas maduras.

Damodaran (2009) salienta que em virtude da alta probabilidade de fracasso e pequeno volume de receita, as empresas mais jovens acumulam significativos volumes de prejuízos operacionais. Diante do exposto apresenta-se a terceira hipótese de Pesquisa que aprofunda a investigação acerca das reversões de prejuízos em decorrência das vendas de ativos, nesse caso, realizadas pelas empresas jovens:

H3: Os desinvestimentos de ativos realizados por empresas jovens aumentam a probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros.

3 METODOLOGIA

3.1 Tipologia e parâmetros de seleção da amostra

Esta pesquisa se categoriza como uma pesquisa empírica, quantitativa e descritiva. Foram utilizados dados secundários para o teste de hipóteses. O objetivo da

pesquisa foi investigar se os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras afetam positivamente o desempenho futuro e se tais desinvestimentos propiciam a reversão dos prejuízos registrados de períodos anteriores em lucros futuros das empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). A amostra foi composta por empresas não financeiras listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) no período entre 2008 e 2019. A coleta de dados deu-se por meio da base Economatica®.

A construção da base de dados passou por alguns passos que são descritos na Tabela 1, a amostra inicial continha 4.536 observações. Foram excluídas da amostra, as observações das empresas financeiras, *missing values* e patrimônio líquido negativo. Com isso, a amostra final totalizou 1.858 observações.

Tabela 1

Tratamento da base de dados

	Nº de observações
Total de observações extraídas da Base Economatica	4.536
Exclusão do setor finanças e seguros	-900
Exclusão de empresas com informações ausentes (<i>missing values</i>)	-1.778
Total final de observações	1.858

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 2 contém informação das principais variáveis por ano. A média da variável *dummy Desinvestimento* apresenta o percentual de empresas por ano que apresentaram desinvestimento, vemos que o ano com maior percentual de desinvestimento foi 2016, onde 54,02% realizaram desinvestimentos de ativos. A rentabilidade média das empresas por ano, medida pelo ROA, varia de -2,27% (em 2013) à 7,6% (em 2010). O *Tamanho* (logaritmo do ativo total) médio das empresas aumentou ao longo dos anos, indo de 14,3 (em 2009) à 15,03 (em 2019). A idade média das empresas desta amostra varia de 18,86 anos (em 2009) a 28,97 anos (em 2019). A média, por ano, do percentual das empresas controlado pelos acionistas majoritários está sempre próxima de 60%.

Tabela 2

Descrição por ano

Ano	Nº de Obs.	Média				
		<i>Desinvestimento</i>	ROA	<i>Tamanho</i>	<i>Idade</i>	<i>Acionista</i>
2009	145	0,3862	0,0685	14,30	18,86	0,6522
2010	162	0,2716	0,0760	14,64	19,35	0,6271
2011	173	0,1676	0,0369	14,59	20,27	0,6384
2012	175	0,2686	0,0029	14,65	21,21	0,6278
2013	181	0,3425	-0,0227	14,66	21,69	0,6388
2014	178	0,2921	0,0848	14,75	22,69	0,6457
2015	177	0,3785	-0,0136	14,77	24,02	0,6569
2016	174	0,5402	0,0217	14,79	25,19	0,6465
2017	166	0,4819	0,0513	14,89	26,51	0,6376
2018	167	0,3832	0,0289	14,91	27,83	0,6246
2019	160	0,2188	0,0171	15,03	28,97	0,5968

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 3 contém informações das principais variáveis por setor, para isso foi utilizada a classificação das empresas por setor feita pela B3. O setor com menor

representatividade é o setor de Tecnologia da Informação, com 22 observações; e o setor de maior representatividade é o setor de Consumo Cíclico. A maior quantidade de

empresas/ano que fizeram desinvestimento de ativos foi de 40,04% das empresas do setor de Consumo Cíclico, e a menor quantidade foi de 6,06% das empresas classificadas em Outros. Com relação a rentabilidade, o setor com maior rentabilidade média foi o de Utilidade Pública, com um ROA médio de 8,05%. O setor com maior tamanho, em média, foi o setor de Comunicações. A idade média das empresas

por setor varia entre 20,09 anos (Saúde) e 30,63 anos (Outros). O setor de Utilidade Pública possui a maior média de percentual de controle dos maiores acionistas, os acionistas majoritários detêm 77,27% das empresas, em média. Já no setor de Tecnologia da Informação, os acionistas majoritários detêm 40,66% das empresas, em média.

Tabela 3

Descrição por setor

Setor	Nº de Obs.	Média				
		Desinvestimento	ROA	Tamanho	Idade	Acionista
Bens industriais	357	0,3389356	0,020158	13,89525	22,77871	0,598258
Comunicações	33	0,1515152	0,017386	16,71994	31	0,704819
Consumo cíclico	522	0,4003831	0,031097	14,28512	22,84291	0,611773
Consumo não cíclico	141	0,2553191	0,013643	15,51947	20,56738	0,606249
Materiais básicos	228	0,3947368	0,021656	15,23049	27,03509	0,604043
Outros	33	0,0606061	-0,13202	9,758256	30,63636	0,727671
Petróleo gás e biocombustíveis	62	0,3064516	-0,05644	16,09903	21,5	0,567685
Saúde	101	0,1485149	0,041241	14,10834	20,09901	0,559221
Tecnologia da informação	22	0,3636364	0,068126	14,43175	17	0,406653
Utilidade pública	359	0,3481894	0,080556	15,80549	23,6156	0,772708

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para o desenvolvimento do modelo 1 e 2, aqui representados pelas Equações 1 e 2 foram verificados os pressupostos de normalidade, foram verificados outliers que foram tratados com a técnica de Winsorização, por meio do Stata 17. Todas as variáveis quantitativas com outliers foram winsorizadas ao nível de 1%, exceto as variáveis *dummy*. Procedeu-se à análise de correlação e teste de multicolinearidade (fator inflacionário da variância – VIF) e as variáveis com indicativos de multicolinearidade foram retiradas do modelo. Procedeu-se ainda ao teste de heterocedasticidade e os resultados foram estimados com correção robust para heterocedasticidade, por meio do Stata 17. Na Figura 1 apresentam-se as Equações 1 e 2, bem como as respectivas variáveis, suas descrições e literatura que fundamenta a inclusão de cada variável.

Para testar as hipóteses da pesquisa, foram propostos os modelos (1) e (2).

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Desinv_{it} + \beta_2 Alt_{(Ruim)}_{it} + \beta_3 DesinvxAlt_{(Ruim)}_{it} + \beta_k \sum_{k=4}^{12} \text{Controles} + \xi_{it} \quad (1)$$

Na Equação 1 foi testado o impacto dos desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras sobre o desempenho futuro (ROA_{it+1}). Nesse caso, a estimação da relação das variáveis deu-se por meio de painel dinâmico (GMM). Logo, esperava-se que o β_3 fosse positivo, indicando que os desinvestimentos de ativos realizados por empresas que sofrem restrições financeiras contribuam positivamente para o desempenho futuro das empresas, de forma a corroborar a hipótese 1.

Na Equação 2 foi testado o potencial de contribuição dos desinvestimentos de ativos na reversão de prejuízos passados em lucros futuros.

$$DPrejuízo_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Desinv_{it} + \beta_2 Joven_{it} + \beta_3 Desinvxjovem_{it} + \beta_k \sum_{k=4}^{12} \text{Controles} + \xi_{it} \quad (2)$$

H2 e H3 foram testadas para avaliar o impacto das vendas de ativos sobre a reversão de prejuízos para as empresas em geral e para o grupo de empresas jovens, respectivamente. A estimação da relação das variáveis deu-se por meio de regressão logística (LOGIT).

No que se refere à Equação 2, para isolar o efeito dos desinvestimentos realizados por empresas com restrições financeiras dessas estimações, foram consideradas na Equação 2 por meio das variáveis de controle $Alt_{(Ruim)}_{it}$ e $DesinvxAlt_{(Ruim)}_{it}$, que representa a interação das dummies *Desinvest* e *Alt_Ruim*, que representam as empresas que fizeram desinvestimento, mas que são classificadas pelo modelo de Altman como empresas com saúde financeira ruim. Desse modo, esperava-se que o β_1 fosse positivo, indicando que os desinvestimentos de ativos realizados por empresas em geral aumentassem a probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros de maneira a ratificar a hipótese 2 e 3 fosse positivo, sinalizando que as vendas de ativos realizadas por empresas jovens aumentam a probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros. Na Figura 1 são apresentadas as Equações 1 e 2 e as informações das variáveis que compõem cada modelo:

$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Desinv_{it} + \beta_2 Alt_Ruim_{it} + \beta_3 DesinvxAlt_Ruim_{it} + \beta_k \sum_{k=4}^{12} \text{Controles} + \xi_{it} \quad (1)$		
$DPrejuizo_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Desinv_{it} + \beta_2 Jovem_{it} + \beta_3 Desinvxjovem_{it} + \beta_k \sum_{k=4}^7 \text{Controles} + \xi_{it} \quad (2)$		
Variável	Descrição	Referência
ROA_{it+1}	$ROA_{it+1} = \frac{LAIR_{it}}{Ativo\ Total_{it}}$ Variável explicada por meio da qual espera-se capturar a impacto positivo sobre o desempenho futuro em virtude dos desinvestimentos de ativos. Em conformidade com a literatura, a defasagem da variável ROA foi incluída como variável explicada na Equação 1	Cao, Myers e Sougiannis (2011); Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019);
$Dprej$	Variável dummy a qual será atribuído valor 1(um) quando o prejuízo for revertido a lucro e 0 (zero) para os demais casos. Variável considerada explicada na Equação 2	Cao, Myers e Sougiannis (2011)
$Desinv$	Variável dummy a qual será atribuído valor 1(um) quando a variação de INVEST de t para em t+1 for menor que zero.	-----
ROA	$ROA_{it} = \frac{LAIR_{it}}{Ativo\ Total_{it}}$ Variável explicativa que representa a defasagem da variável ROA_{it+1} , ou seja, variável de controle na Equação 1	Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019)
Alt_Ruim	Variável dummy a qual será atribuído valor 1(um) quando a empresa for insolvente e 0 (zero) para os demais casos. Variável explicativa na Equação 1 e variável de controle na Equação 2.	Swalih, Adarsh, e Sulphrey (2020)
$DesinvxAlt_Ruim$	Variável dummy que indica os anos 2008 e 2014 como períodos de crise, ou seja, variável explicativa na Equação 1 e de controle na Equação 2.	Damasceno (2019; Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019)
$Crise$	Variável dummy que indica os anos 2008 e 2014 como períodos de crise, ou seja, variável de controle na Equação 1 e 2.	Damasceno (2019); Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019)
$Tamanho$	Logaritmo natural do ativo total do ano anterior. Variável de controle na Equação 1.	Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019)
$Idade$	Logaritmo da diferença entre o ano desta pesquisa e o ano de criação da empresa. Variável de controle na Equação 1.	Paunov (2012)
$Jovem$	Empresas jovens com idade ≤ 10 anos. Variável explicativa na Equação 2.	Lee (2014)
$Alavanc$	Passivo total (PC + PNC) dividido pelo ativo total do ano anterior. Variável controle na Equação 1.	Ibhagui e Olokoyo (2018); Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019)
$Acionista$	Percentual de ações sob o controle dos 5 maiores acionistas. Variável controle na Equação 1.	Leaño e Pedraza (2018); Huang (2020)
$Market_Book$	Valor de mercado da ação dividido pelo contábil por ação. controle na Equação 1.	Sant'Anna, Louzada, Queiroz e Ferreira (2015)

Figura 1. Descrição das variáveis do modelo

Fonte: Elaborada pelos autores.

No que se refere às variáveis de controle, essas variáveis foram incluídas, pois na literatura há indícios de relação com a variável explicada. Neste sentido, e em consonância com a literatura que aborda a temática crise econômica (Damasceno, 2019; Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019; Barbosa, 2017; Paula & Pires, 2017; Akinyera, 2015), os anos de 2008 e 2014 foram considerados como período de crise.

A fim de controlar o efeito da saúde financeira sobre a relação estudada, foi incluída a variável dummy Alt_Ruim.

Assim, as empresas que denotassem a possibilidade de falência, aplicou-se a metodologia Altman Z-Score para mercados emergentes (Swalih et al., 2020) identificando-as por meio da variável dummy Alt_Ruim. A referida metodologia segrega as empresas em três categorias: solventes (situação favorável); situação de incerteza (probabilidade de falência); e insolventes (risco de falência) conforme detalhado na Tabela 4.

Tabela 4

Altman Zscore

Função “Z: 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4 + 3,25”.

Em que:

Z = Fator Altman de insolvência da função;

X1 = Capital de Giro / Ativo Total (Capital de Giro = ativo circulante - passivo circulante);

X2 = Lucros acumulados / Ativo Total;

X3 = Lucro antes de juros e impostos/ Ativo Total

X4 = Patrimônio Líquido/ Passivo Total;

3,25 = representa a constante que impacta diretamente na situação de inadimplência.

Classificação	Nota
Solvência “situação favorável”	ZScore > 2.60
Zona de incerteza “probabilidade de falência”	1.1 < ZScore < 2.60
Insolvência “risco de falência”	ZScore < 1.10

Fonte: Elaborada pelos autores.

A amostra foi submetida a técnica Propensity Score Matching (PSM) por ano, sendo consideradas as seguintes características: (i) tamanho; (ii) idade; (iii) composição acionária; (iv) alavancagem; e (v) market-to-book; cujas métricas de medidas estão indicadas na Figura 1, mas os resultados não se alteraram.

No que se refere ao desempenho operacional do ano anterior, o ROA foi incluída na análise para mensurar e avaliar o desempenho operacional das empresas (Bhasa, 2015; Paunov, 2012; Klapper & Love, 2011), para desenvolver esse estudo. O tamanho da empresa levando-se em consideração o ativo das empresas, pois segundo Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019) o tamanho pode afetar o desempenho das empresas. A alavancagem também foi utilizada como variável de controle, pois segundo Ibhagui e Olokoyo (2018) a dívida total em relação ao ativos das empresas pode afetar o desempenho. O

Market-to-book foi incluído como variável de controle pois o valor da empresa em relação ao pl pode afetar o desempenho das empresas (Sant'Anna, Louzada, Queiroz & Ferreira, 2015). E por último a concentração acionária foi incluída como variável de controle, pois o desempenho da empresa pode ser monitorado pelos acionistas e em empresas nas quais o controle acionário está na mão de muitos acionistas o desempenho pode ter mais monitoramento e isso pode afetar o desempenho das empresas (Leaño & Pedraza, 2018; Huang, 2020)

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Análise descritiva, correlações e teste de média

A Tabela 5 apresenta os resultados da estatística descritiva da amostra para as variáveis analisadas.

Tabela 5

Estatística descritiva após *Propensity Score Matching*

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	p25	Mediana	p75	Máx
ROA (t+1)	695	0,01	0,18	-1,45	-0,05	0,03	0,08	1,10
DPrej	695	0,11	0,32	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
ROA t	730	0,02	0,25	-1,45	-0,05	0,02	0,08	3,25
Desinv	730	0,86	0,34	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Crise	730	0,07	0,26	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Alt_Ruim	730	0,19	0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
DesinvxAlt_Ruim	730	0,17	0,38	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Tamanho	730	14,57	1,85	8,50	13,42	14,67	15,81	19,40
Alavanc	730	0,78	0,80	0,09	0,44	0,61	0,80	8,85
Market_Book	730	1,63	2,84	-4,71	0,35	0,91	1,87	17,28
Acionista	730	0,64	0,19	0,06	0,51	0,65	0,78	1,00
DesinvxJovem	730	0,02	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Jovem	730	0,02	0,14	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Idade	730	2,67	1,12	0,00	2,71	3,04	3,37	3,71

Fonte: Elaborada pelos autores.

Todas as variáveis contínuas foram winsorizadas em 1% para tratar os *outliers*. Em média, 11% das observações da amostra indicam que houve reversão de prejuízos passados (Dprej) e em média, 86% das observações da amostra representam desinvestimentos de ativos. Em média, 19% das observações são representadas por empresas insolventes que na Tabela 5 são representadas pela variável Alt_Ruim. 2% das empresas analisadas em média são empresas jovens, em outras palavras o mercado brasileiro tem baixa concentração de empresas jovens.

Em média, 17% das observações são compostas por empresas insolventes que aderiram a estratégia de desinvestimentos de ativo (DesinvxAlt_Ruim); e, em média 2% das observações da amostra representam as empresas jovens que venderam ativos (DesinvxJovem). Os resultados apresentados na Tabela 5 indicam que as empresas jovens desinvestem menos do que as empresas mais maduras.

A Tabela 6 apresenta a correlação entre as variáveis contínuas exploradas nesta pesquisa.

Tabela 6

Matriz de correlação

Variáveis	ROA (it+1)	Alt_Ruim	Tamanho	Alavanc	Market-to-book	Concentração acionária	Idade
ROA (it+1)	1						
Alt_Ruim	-0,16***	1					
Tamanho	0,08***	-0,46***	1				
Alavanc	-0,10***	0,55***	-0,41***	1			
Market-to-book	0,09***	-0,15***	0,06***	-0,17***	1		
Concentração acionária	0,002	0,01	-0,17***	0,05**	-0,05**	1	
Idade	-0,03	0,16***	-0,08***	-0,062***	-0,05**	0,035	1

Fonte: Elaborada pelos autores.

***<0,01; **0,05; * 0,1.

A matriz de correlação univariada (Pearson) é apresentada na Tabela 6. Os resultados indicam que existem correlação significativa entre as variáveis Tamanho, Alavanc, Market_Book e a variável explicada

ROA_{it+1} . Porém, essa relação não alcança percentuais que comprometam a estimação, mas mesmo assim procedeu-se à análise VIF e encontrou-se VIF médio de 2,4, ou seja, não há indícios de multicolinearidade. Os resultados da Tabela 6 sugerem que há associação negativa e estatisticamente significativa a níveis de confiança de 99%, 95% e 90% entre a variável explicada ROA_{it+1} e a variável explicativa Alt_Ruim , e isso significa que empresas com dificuldade financeira tendem a ter desempenho futuro menos, mas os resultados da análise de correlação Pearson é uma análise limitada, pois olha somente para a correlação de forma univariada e sem considerar constrotes (Tabela 6).

E na Tabela 7 apresenta-se o teste de média que foi realizado após proceder-se ao teste de variância que indica variância do ROA_{it+1} ocorre de forma igual quando se compara o grupo de empresas que desinvestiu com o grupo de empresas que não desinvestiu. E da mesma forma o teste de variância indicou que a variância do ROA_{it+1} ocorre de forma igual quando se compara no período de crise e não crise. Desta forma o teste de média foi realizado considerando variância igual.

Tabela 7

Teste de diferença de média

Grupos	Média Desempenho ROA_{it+1}	Observações	P-valor
Desinvestimento	0,002	595	0,13
Não Desinvestimento	0,04	1103	
Crise	0,03	178	0,29
Não Crise	-0,01	1520	

Fonte: Elaborada pelos autores.

Em média o desempenho futuro, medido pela variável ROA_{it+1} é igual quando comparadas as empresas que fizeram desinvestimento e as empresas que não fizeram desinvestimento. Da mesma forma o desempenho futuro das empresas não é estatisticamente diferente quando comparado o período de crise com os demais períodos.

Na Tabela 8 e apresentada a análise de regressão multivariada, utilizando-se o estimador GMM. No que tange ao impacto dos desinvestimentos de ativos, realizados pelas empresas com restrições financeiras, sobre o desempenho futuro, o resultado medido pelo β_3 e depurado pela aplicação do test t (soma dos β_1 e β_3), conforme Tabela 8, indica que não há evidências para confirmar a hipótese 1 desta pesquisa.

Os achados da pesquisa sobre os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras, possivelmente, se explique pelo fato de que os ativos desinvestidos estivessem relacionados a arranjos estruturais ineficientes, cujos desempenhos anteriores insatisfatórios (Kolev, 2016) drenavam recursos de outros segmentos de negócios (Dittmar & Shivdasani, 2003), de maneira que já não correspondem a lógica de rentabilidade sustentável (Aspara et al., 2015), dentro de um contexto de negócio das empresas alienantes. Com isso, sua saída do

portfólio sugere pouca contribuição para o desempenho futuro das empresas (Tabela 8).

A associação, negativa e significativa, entre os desinvestimentos de ativos de forma geral e o desempenho futuro das empresas, medida pelo β_1 conforme Tabela 8, se apresentou contrária à afirmativa de Kolev (2016). O resultado capturado talvez possa ser esclarecido ao resgatar as reflexões de Ross (1995) e Loss e Sarlo (2006) cujos argumentos discorrem que a depender do momento (Ross, 1995) e do segmento que se deseja investir (Loss & Sarlo, 2006), os projetos de investimentos podem apresentar o valor presente líquido negativo. Analogamente a esse raciocínio, e ao considerar que o desempenho dos ativos conversa com seu valor de mercado, é possível que os valores arrecadados com a venda de tais ativos sinalizem o apetite ao risco dos adquirentes (Farmer, 2017) ao incorporarem os custos desses bens ao negócio (Souza et al., 2020).

Tabela 8

Resultados do modelo 1

$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Desinv_{it} + \beta_2 Alt_Ruim_{it} + \beta_3 Desinv \times Alt_Ruim_{it} + \beta_k \sum_{k=7}^{12} \text{controles} + \varepsilon_{it} \quad (1)$	
Variável	Desempenho
Desinv	-0,1857*
Alt_Ruim	-0,0352
DesinvxAlt_Ruim	0,0973**
Crise	-0,0038
ROA	0,1448***
Tamanho	-0,1036***
Idade	0,0597**
Alavancagem	0,0076
Concentração acionária	-0,0062
Market-to-book	0,0008
Constante	1,5084***
Observações	552
Chi Quadrado	89,83
Estimador	GMM
Teste t (soma dos coeficientes $B1+B3$)	
$B1+B3=0$	
$\chi^2(1) = 0,75$	
$\text{Prob} > \chi^2 = 0,3852$	

Source: Elaborada pelos autores.

*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1.

A associação, negativa e significativa, entre os desinvestimentos de ativos de forma geral e o desempenho futuro das empresas, medida pelo β_1 conforme Tabela 8, se apresentou contrária à afirmativa de Kolev (2016). O resultado capturado talvez possa ser esclarecido ao resgatar as reflexões de Ross (1995) e Loss e Sarlo (2006) cujos argumentos discorrem que a depender do momento (Ross, 1995) e do segmento que se deseja investir (Loss & Sarlo, 2006), os projetos de investimentos podem apresentar o valor presente líquido negativo. Analogamente a esse raciocínio, e ao considerar que o desempenho dos ativos conversa com seu valor de mercado, é possível que os valores arrecadados com a venda de tais ativos sinalizem o apetite ao risco dos adquirentes (Farmer, 2017) ao incorporarem os custos desses bens ao negócio (Souza et al., 2020).

Conforme observa-se na Tabela 8, o resultado do impacto do desempenho passado sobre o desempenho futuro, medido pelo β_5 , apresentou-se positivo e significativo em conformidade com a literatura cujos registros apontam que o lucro atual é base indicativa de lucro futuro (Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019; Rabinovich, 2021). Este

é um resultado que corrobora com a literatura sobre o tema e reforça que a probabilidade de uma empresa desempenhar melhor no futuro é afetado pelo desempenho atual (Tabela 5).

Na Tabela 9 são apresentados os resultados sobre a reversão de resultados de prejuízo a lucro:

Tabela 9

Resultados do modelo 2 - Equação 2

$Dprej_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Desinv_{it} + \beta_2 Jovem_{it} + \beta_3 Desinv \times Jovem_{it} + \beta_k \sum_{k=4}^{12} \text{controles} + \varepsilon_{it} \quad (2)$		
Variável	DPREJ – Estimador Logit	Efeito Marginal
Desinv	0,7671	0,0767
Jovem	-9,4708***	-0,9463***
DesinvxJovem	9,0748***	0,9067***
Crise	-0,0961	-0,0096
Alt_Ruim	0,2504	0,025
Market-to-book	-0,0372	-0,0037
DesinvxAlt_Ruim	0,0399	0,004
Constante	-2,7244***	
Observações	695	
Pseudo R ²	0.0126	
Teste t (soma dos coeficientes B1+B3)		
B1+B3=0		
chi2 (1) = 46,09		
Prob > chi2 = 0,0000		

Fonte: Elaborada pelos autores.

*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1.

O aumento da probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros dados os desinvestimentos de ativos realizados pelas empresas em geral, mostrou-se não significativo (Tabela 9). Esse resultado sugere que não a hipótese 2 foi rejeitada. Talvez o referido resultado possa ser um indicativo de que os ativos desinvestidos por empresas em geral são àqueles que realmente apresentam baixo desempenho ao longo do tempo (Kolev, 2016) e que possivelmente seu pequeno potencial de retorno tenha influenciado na performance da campanha de desinvestimentos a ponto de não contribuir para reversões de prejuízos passados.

O potencial de contribuição dos desinvestimentos de ativos no aumento da probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros, para o grupo de empresas jovens, apresentou associação positiva e significativa (Tabela 9), em níveis de confiança de 1%, 5% e 10%, média pelo β_3 e confirmada pelo teste t da soma ($\beta_1 + \beta_3$). Esse resultado sugere que há evidências robustas para corroborar a hipótese 3 da pesquisa. A relação capturada está em consonância com Dittmar e Shivdasani (2003). A eficiência dos negócios tende a melhorar após desinvestimentos de ativos (Dittmar & Shivdasani, 2003). Possivelmente, a estratégia de venda de ativos por empresas jovens evidencie o quão expressivo é a vulnerabilidade desse grupo de empresas (Paunov, 2012), e consequente registros de prejuízos operacionais (Damodaran, 2009) dada as altas taxas de insucesso (Coad & Rao, 2008), o pequeno volume de receita, de exigência, por parte dos investidores, de proteção contra eventuais liquidações (Damodaran, 2009), que as impedem de evoluir (Whited & Wu, 2006; Paunov, 2012).

A importância das campanhas de vendas de ativos, realizadas pelas empresas jovens, pode ficar ainda mais evidente se observada a associação negativa e significativa registrada pelo β_2 na Tabela 9. Esse resultado sugere que não há aumento na probabilidade de reversão de prejuízos passados pelas empresas jovens contando apenas com o fluxo normal de suas operações, sem a adoção da estratégia de desinvestimentos de ativos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo investigar se os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras impactam positivamente o desempenho futuro das empresas listadas na B3 e se tais desinvestimentos propiciaram a reversão dos prejuízos, registrados em períodos anteriores, em lucros futuros. Delineou-se essa perspectiva com base nos estudos de Chen e Zhang (2007) e Kolev (2016) que sinalizam que os desinvestimentos de ativos podem ser importante estratégia para o desempenho dos negócios frente aos reveses do mercado. A decisão de de venda de ativos pode estar entre as opções adotadas pelos gestores e devido à assimetria informacional existente os acionistas muitas vezes não têm informação sobre as decisões desse porte que envolvem o fluxo de recursos (Akinyera, 2015; Farmer, 2017; Nassif, 2017; Egbunike & Okerekeoti, 2018; Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019; Sarjono, Titisari & Pawenang, 2021) e até mesmo a venda de ativos (Campello, Graham & Harvey, 2010; Franzotti & Valle, 2020).

O impacto das vendas de ativos realizadas por empresas com restrições financeiras sobre o desempenho

futuro apresentou relação positiva e significativa em consonância com a expectativa e com a literatura basilar da pesquisa. O resultado da relação dos desinvestimentos de ativos de todas as empresas listadas na B3, no período de pesquisa, foi negativo e insignificante em contraste com o registro da literatura que aponta que, de forma geral, os desinvestimentos afetam positivamente o desempenho das empresas (Kolev, 2016).

Com relação ao aumento da probabilidade de reversão de prejuízos passados por meio de desinvestimentos de ativos, a associação apresentou-se significativa e positiva para empresas jovens somente. Diante das associações registradas pela pesquisa, infere-se que as campanhas de desinvestimentos de ativos podem ser alternativas estratégicas de enfretamento aos reveses do mercado para empresas jovens.

Esta pesquisa contribui para literatura de gestão de negócios, uma vez que subsidia empiricamente seus postulados sobre desinvestimentos de ativos. Posto que a teoria, na primazia de sua essência, delinea percursos e descreve fenômenos, contudo, em algumas circunstâncias, não alcança por si só as explicações dos elementos transformadores das relações sociais e econômicas. Espera-se também que a pesquisa contribua para elaboração de políticas públicas e/ou regulatórias que fomentem a sustentabilidade dos negócios em cenários adversos.

Destaca-se que, por um lado, a principal limitação da investigação em tela refere-se aos dados disponíveis, haja vista a timidez do mercado acionário brasileiro em comparação com outros mercados. O que, historicamente, delimita a capacidade explicativa e preditiva das pesquisas empíricas com dados secundários. Mas, por outro lado, destaca-se o fato de o tema ainda não ter sido abordado, mostrando-se inovador tanto do ponto de vista prático junto às partes interessadas nas empresas estudadas quando do ponto de vista teórico trazendo evidências empíricas sobre uma lacuna ainda não estudada na literatura. Para estudos futuros sugere-se estender a pesquisa no sentido de verificar se os ativos desinvestidos seriam os ineficientes, que drenavam o lucro gerado por pelas demais unidades de negócios. E recomenda-se ainda verificar se características dos gestores afetam o desempenho, ou seja, gestores com determinadas habilidades gerenciais, mais experientes, e do sexo feminino que desinvestem performam melhor do que os demais.

REFERÊNCIAS

- Abu, S., Okpe, J., & Awen, B. (2021). Financial performance: does board monitoring committees matter? an empirical analysis of listed building material companies in Nigeria. *Journal of Finance and Accounting*, 9(1), 1-10. <https://doi.org/10.12691/jfa-9-1-1>
- Akinyera, B. O. (2015). Too big to fail: A description and analysis of the causes, responses and effects of the 1890 Baring Bank's Crisis and its comparison with the 2008 Lehman Brothers Banking Crisis. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2790546
- Almaqari, F., Al-Homaidi, E., Tabash, M., & Farhan, N. (2018). The determinants of profitability of indian commercial banks: A panel data approach. *International Journal of Finance and Economics*, 24(1), 168-185. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1655>
- Anderson, S. W. (2006). Managing costs and cost structure throughout the value chain: Research on strategic cost management. *Handbooks of Management Accounting Research*, 2, 481-506. [https://doi.org/10.1016/s1751-3243\(06\)02001-3](https://doi.org/10.1016/s1751-3243(06)02001-3)
- Aspara, J., Lamberg, J. A., & Tikkanen, H. (2015). Behavioral cycles leading to the divestment of previous core businesses. *Academy of Management*, 2015(1), 18106. <https://doi.org/10.5465/ambpp.2015.282>
- Barbosa, F. D. H. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31, 51-60. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Bhasa, M. (2015). Ownership structure and performance of listed state-owned enterprises vis-à-vis comparable private enterprises: Evidence from India. *IUP Journal of Corporate Governance*, 14(3), 7-24.
- Campello, M., Graham, J., & Harvey, C. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97, 470-487. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.009>
- Cao, Y., Myers, L. A., & Sougiannis, T. (2011). Does earnings acceleration convey information? *Review of Accounting Studies*, 16(4), 812-842. <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9150-y>
- Carvalho, F., Maia, V., Louzada, L., & Gonçalves, M. (2017). Desempenho setorial de empresas brasileiras: Um estudo sob a ótica do ROE, Q de Tobin e Market to Book. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 149-163. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p149-163>
- Chen, P., & Zhang, G. (2007). Segment profitability, misvaluation, and corporate divestment. *Accounting Review*, 82(1), 1-26. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.1.1>
- Coad, A., & Rao, R. (2008). Innovation and firm growth in high-tech sectors: A quantile regression approach. *Research Policy*, 37(2008), 633-648. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2008.01.003>
- Damasceno, F. (2019). *Essays on information disclosure: Impairment theory, trade credit and voluntary disclosure behavior*. (Doctoral thesis). Capixaba Institute for Research in Accounting, Economics and Finance Foundation – FUCAPE, Vitória, ES, Brazil.
- Damodaran, A. (2009). Valuing young, start-up and growth companies: Estimation issues and valuation challenges. *New York University - Stern School of Business*, 2009(12), 1-67. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1418687>
- Davies, S., & Van Wesep, E. (2018). The unintended consequences of divestment. *Journal of Financial Economics*, 128(3), 558-575. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.03.007>
- Dittmar, A., & Shivdasani, A. (2003). Divestitures and divisional investment policies. *The Journal of Finance*, 58(6), 2711-2743. <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00620.x>
- Egbunike, C., & Okerekeoti, C. (2018). Macroeconomic factors, firm characteristics and financial performance – a study of selected quoted manufacturing firms in Nigeria. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(2), 142-168. <https://doi.org/10.1108/AJAR-09-2018-0029>
- Farmer, R. E. (2017). *Prosperity for All: How to Prevent Financial Crises*. Oxford University Press.

- Fortunato, G., Funchal, B., & Motta, A. (2012). Impacto dos investimentos no desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 13(4), 75-98. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712012000400004>
- Franzotti, T. D. A., & Valle, M. R. (2020). The impact of crises on investments and financing of Brazilian companies: An approach in the context of financial constraints. *Brazilian Business Review*, 17(2), 233-252. <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.2.6>
- Fuertes-Callén, Y., & Cuellar-Fernández, B. (2019). Inter-relationship between firm growth and profitability in a context of economic crisis. *Journal of Business Economics and Management*, 20(1), 86-106. <https://doi.org/10.3846/jbem.2019.6928>
- Gimbert, X., Bisbe, J., & Mendoza, X. (2010). The role of performance measurement systems in strategy formulation processes. *Long Range Planning*, 43(4), 477-497. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2010.01.001>
- Giraud, E., Giudici, G., & Grilli, L. (2019). Entrepreneurship policy and the financing of young innovative companies: Evidence from the Italian startup act. *Research Policy*, 48(9), 103801. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2019.05.010>
- Gomes, B., Brugni, T., & Beiruth, A. (2021). Governança corporativa, agressividade fiscal e restrições financeiras no Brasil. *Contabilometria*, 8(1), 36-54. <http://fucamp.edu.br/editora/index.php/contabilometria/article/view/2130>
- Huang, Q. (2020). Ownership concentration and bank profitability in China. *Economics Letters*, 196(2020), 109525. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2020.109525>
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57-82. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.02.002>
- Imeokparia, L., Adesanmi, D., & Olubukola, F. (2021). Effect of financial leverage on financial performance: A comparative study of deposit money banks and manufacturing companies in Nigeria. *Global Journal of Accounting*, 7(1), 37-46.
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kanwal, S., & Nadeem, M. (2013). The impact of macroeconomic variables on the profitability of listed commercial banks in Pakistan. *European Journal of Business and Social Sciences*, 2(9), 186-201.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2002). *Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets*. World Bank - Development Research Group. <https://doi.org/10.2139/ssrn.303979>
- Klapper, L., & Love, I. (2011). The impact of the financial crisis on new firm registration. *Economics Letters*, 133(1), 1-4. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2011.05.048>
- Kolev, K. (2016). To divest or not to divest: A meta-analysis of the antecedents of corporate divestitures. *British Journal of Management*, 27(1), 179-196. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12145>
- Konara, P., & Ganotakis, P. (2020). Firm-specific resources and foreign divestments via selloffs: Value is in the eye of the beholder. *Journal of Business Research*, 110, 423-434. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.050>
- Leaño, M., & Pedraza, A. (2018). Ownership concentration and market liquidity: evidence from a natural experiment. *Economics Letters*, 167, 56-59. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2018.02.024>
- Lee, S. (2014). The relationship between growth and profit: evidence from firm-level panel data. *Structural Change and Economic Dynamics*, 28, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2013.08.002>
- Lee, S. (2018). Growth, profits and R&D investment. *Economic Research - Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 607-625. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1432380>
- Lima, F. G., Assaf, A., Neto, P., Perera, L. C. J., & Silva, A. D. (2011). The impacts in the capital structure of Brazilian companies during periods of crisis. *Journal of International Finance and Economics*, 11(2), 154-160.
- Loss, L., & Sarlo, A., Neto (2006). O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: Estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 17(40), 52-66. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000100005>
- Miranda, M., Ferreira, M., Abrantes, L., & Macedo, S. (2022). Effects of Tax Exemption on Economic Growth. *Brazilian Business Review*, 19(2), 1-18. <https://doi.org/10.15728/bbr.2021.19.2.4>
- Nassif, A. (2017). An analysis of Brazil's economic situation: 2014-2017, the short-term outlook and policy alternatives. *Brazilian Keynesian Review*, 3(1), 95-108. <https://doi.org/10.33834/bkr.v3i1.106>
- Paula, L. F. D., & Pires, M. (2017). Crise e perspectivas para a economia brasileira. *Estudos Avançados*, 31, 125-144. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890013>
- Paunov, C. (2012). The global crisis and firms' investments in innovation. *Research Policy*, 41, 24-35. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2011.07.007>
- Pinto, A., Augusto, M., & Gama, P. (2011). *Determinantes da relação bancária e restrições de crédito nas PME Portuguesas*. <http://hdl.handle.net/10400.19/2371>
- Rabinovich, J. (2021). Financialisation and the 'supply-side' face of the investment-profit puzzle. *Journal of Post Keynesian Economics*, 44(3), 434-462. <https://doi.org/10.1080/01603477.2020.1734463>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Ross, S. A. (1995). Uses, abuses, and alternatives to the net-present-value rule. *Financial Management*, 24(3), 96-102. <https://doi.org/10.2307/3665561>
- Sant'Anna, D. P., Louzada, L. C., Queiroz, E., & Ferreira, B. P. (2015). Valor de mercado e valor contábil e sua relação com os resultados anormais no mercado de capitais no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(23), 3-13. <https://doi.org/10.11606/rco.v9i23.61873>
- Sarjono, E., Titisari, K. H., & Pawenang, S. (2021). Effects of infrastructure development, inflation and economic growth to performance company (ROA, Tobin's Q, PBV): Study on registered infrastructure support companies in IDX period 2014-2019. *Economics and Business Quarterly Reviews*, 4(3).
- Scherer, F. (1965). Corporate inventive output, profits, and growth. *Journal of Political Economy*, 73(3), 290-297.
- Shaikh, A. (1978). An Introduction to the history of crisis theories. *Review of Radical Political Economics*, 219-241.
- Shaikh, I. A., & O'Connor, G. C. (2020). Understanding the motivations of technology managers in radical innovation decisions in the mature R&D firm context: An Agency theory perspective. *Journal of Engineering and Technology Management*, 55, 101553. <https://doi.org/10.1016/j.jengtecman.2020.101553>
- Souza, J. D. M., Montezano, R. M. S., & Lameira, V. J. (2020). Os impactos dos investimentos em ativos reais no desempenho de empresas brasileiras. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 31(3), 6-25. <https://doi.org/10.22561/cvr.v31i2.4868>

- Swalih, M., Adarsh, K., & Sulphey, M. (2020). A study on the financial soundness of ndian automobile industries using Altman Z-Score. *Accounting*, 7(2), 295-298. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.12.001>
- Taouab, O., & Issor, Z. (2019). Firm performance: definition and measurement models. *European Scientific Journal*, 15(1), 93-106. <https://doi.org/10.19044/esj.2019.v15n1p93>
- Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj012>.
- Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1993). Top management team turnover as an adaptation mechanism: The role of the environment. *Strategic Management Journal*, 14, 485-504. <https://doi.org/10.1002/smj.4250140702>
- Zylbersztajn, D. (1995). *Estruturas de governança e coordenação do agribusiness: Uma aplicação da nova economia das instituições*. (Doctoral thesis). University of São Paulo – USP, São Paulo, SP, Brazil. <http://www.fundacaofia.com.br/pensa/anexos/biblioteca/63>

CONTEXTUS

REVISTA CONTEMPORÂNEA DE ECONOMIA E GESTÃO.

ISSN 1678-2089

ISSNe 2178-9258

1. Economia, Administração e Contabilidade – Periódico
2. Universidade Federal do Ceará. FEAAC – Faculdade de
Economia, Administração, Atuária e Contabilidade

**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO,
ATUÁRIA E CONTABILIDADE (FEAAC)**

Av. da Universidade – 2486, Benfica
CEP 60020-180, Fortaleza-CE

DIRETORIA: Paulo Rogério Faustino Matos
Danielle Augusto Peres

Website: www.periodicos.ufc.br/contextus

E-mail: revistacontextus@ufc.br

CONTEXTUS
REVISTA CONTEMPORÂNEA
DE ECONOMIA E GESTÃO

UNIVERSIDADE
FEDERAL
DO CEARÁ

FACULDADE
DE ECONOMIA,
ADMINISTRAÇÃO,
ATUÁRIA
E CONTABILIDADE



A Contextus está classificada no sistema Qualis – Capes como periódico B1, na área de Administração Pública e de Empresas, Ciências Contábeis e Turismo (2013-2016).



A Contextus está de acordo e assina a Declaração de São Francisco sobre a Avaliação de Pesquisas (DORA).



A Contextus é associada à Associação Brasileira de Editores Científicos (ABEC).



Esta obra está licenciada com uma licença Creative Commons Atribuição – Não Comercial 4.0 Internacional.

EDITOR-CHEFE

Diego de Queiroz Machado (UFC)

EDITORES ADJUNTOS

Alane Siqueira Rocha (UFC)

Márcia Zabdiele Moreira (UFC)

EDITORES ASSOCIADOS

Adriana Rodrigues Silva (IPSantarém, Portugal)

Alessandra de Sá Mello da Costa (PUC-Rio)

Allysson Alex Araújo (UFC)

Andrew Beheregarai Finger (UFAL)

Armando dos Santos de Sousa Teodósio (PUC-MG)

Brunno Fernandes da Silva Gaião (UEPB)

Carlos Enrique Carrasco Gutierrez (UCB)

Cláudio Bezerra Leopoldino (UFC)

Dalton Chaves Vilela Júnior (UFAM)

Elionor Farah Jreige Weffort (FECAP)

Ellen Campos Sousa (Gardner-Webb, EUA)

Gabriel Moreira Campos (UFES)

Guilherme Jonas Costa da Silva (UFU)

Henrique César Muzzio de Paiva Barroso (UFPE)

Jorge de Souza Bispo (UFBA)

Keysa Manuela Cunha de Mascena (UNIFOR)

Manuel Anibal Silva Portugal Vasconcelos Ferreira (UNINOVE)

Marcos Cohen (PUC-Rio)

Marcos Ferreira Santos (La Sabana, Colômbia)

Mariluce Paes-de-Souza (UNIR)

Minelle Enéas da Silva (La Rochelle, França)

Pedro Jácome de Moura Jr. (UFPB)

Rafael Fernandes de Mesquita (IFPI)

Rosimeire Pimentel (UFES)

Sonia Maria da Silva Gomes (UFBA)

Susana Jorge (UC, Portugal)

Thiago Henrique Moreira Goes (UFPR)

CONSELHO EDITORIAL

Ana Sílvia Rocha Ipiranga (UECE)

Conceição de Maria Pinheiro Barros (UFC)

Danielle Augusto Peres (UFC)

Diego de Queiroz Machado (UFC)

Editinete André da Rocha Garcia (UFC)

Emerson Luís Lemos Marinho (UFC)

Eveline Barbosa Silva Carvalho (UFC)

Fátima Regina Ney Matos (ISMT)

Mario Henrique Ogasavara (ESPM)

Paulo Rogério Faustino Matos (UFC)

Rodrigo Bandeira-de-Mello (FGV-EAESP)

Vasco Almeida (ISMT)

CORPO EDITORIAL CIENTÍFICO

Alexandre Reis Graeml (UTFPR)

Augusto Cezar de Aquino Cabral (UFC)

Denise Del Pra Netto Machado (FURB)

Ednilson Bernardes (Georgia Southern University)

Ely Laureano Paiva (FGV-EAESP)

Eugenio Ávila Pedrozo (UFRGS)

Francisco José da Costa (UFPB)

Isak Kruglianskas (FEA-USP)

José Antônio Puppim de Oliveira (UCL)

José Carlos Barbieri (FGV-EAESP)

José Carlos Lázaro da Silva Filho (UFC)

José Célio de Andrade (UFBA)

Luciana Marques Vieira (UNISINOS)

Luciano Barin-Cruz (HEC Montréal)

Luis Carlos Di Serio (FGV-EAESP)

Marcelle Colares Oliveira (UFC)

Maria Ceci Araujo Misoczky (UFRGS)

Mônica Cavalcanti Sá Abreu (UFC)

Mozar José de Brito (UFL)

Renata Giovinozzo Spers (FEA-USP)

Sandra Maria dos Santos (UFC)

Walter Bataglia (MACKENZIE)