

FUCAPE PESQUISA E ENSINO LIMITADA – FUCAPE RJ

SIMONE DIAS DE MORAES

**DESINVESTIMENTOS DE ATIVOS, CRISE ECONÔMICA E O
DESEMPENHO FUTURO DAS EMPRESAS**

**RIO DE JANEIRO
2022**

SIMONE DIAS DE MORAES

**DESINVESTIMENTOS DE ATIVOS, CRISE ECONÔMICA E O
DESEMPENHO FUTURO DAS EMPRESAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada – Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof.^a Dr.^a Silvania Neris Nossa

**RIO DE JANEIRO
2022**

SIMONE DIAS DE MORAES

**DESINVESTIMENTOS DE ATIVOS, CRISE ECONÔMICA E O
DESEMPENHO FUTURO DAS EMPRESAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada – Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada 02 de Fevereiro de 2022.

COMISSÃO EXAMINADORA

Profa. Dra. SILVANIA NERIS NOSSA
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada

Prof. Dr. TALLES VIANNA BRUGNI
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada

Prof. Dr. NADIA CARDOSO MOREIRA
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada

Dedico esta pesquisa ao espírito eterno de meu pai, meu grande incentivador, Erli Marques de Moraes, que nos deixou em virtude das implicações da Covid-19.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, irmãos e sobrinhos pelo ininterrupto incentivo na trajetória da vida pessoal, acadêmica e profissional.

Aos colegas e professores do curso de Mestrado na Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, pelo convívio e crescimento, principalmente em algumas calorosas discussões.

Aos queridos amigos Eony Mamede Júnior, corresponsável pela minha trajetória no mestrado, Lilian Campos Vieira, Vilma de Lourdes Freitas da Silva e Leticia Cruz Costa pela valiosa troca de conhecimento e companheirismo.

Aos queridos primos Cintia de Moraes Andrade e Maxssweldis da Silva Moraes pelas inúmeras trocas de experiências e constante incentivo.

Aos professores Silvania Neris Nossa, Danilo Soares Monte-mor, Talles Vianna Brugni e Flávia de Oliveira Rapozo pelas inestimáveis orientações, conhecimentos e paciência ao longo do Curso.

“O mais pequeno virá a ser mil, e o mínimo uma nação forte; eu, o SENHOR, a seu tempo farei isso prontamente.”

(Isaías, 60:22)

“Quando uma criatura humana desperta para um grande sonho e sobre ele lança toda a força de sua alma, o universo passa a conspirar a seu favor.”

(Johann Wolfgang von Goethe)

“... A crise é a maior benção que pode acontecer às pessoas e aos países, porque a crise traz progressos. A criatividade nasce da angústia assim como o dia nasce da noite escura. É na crise que nascem os inventos, os descobrimentos e as grandes estratégias. Quem supera a crise se supera a si mesmo sem ter sido superado.”

(Albert Einstein)

RESUMO

A temática desenvolvida nesta pesquisa visou investigar se os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras afetam positivamente o desempenho futuro e seu potencial de contribuição na reversão de prejuízos passados. Estudos empíricos anteriores indicam a magnitude do impacto das restrições financeiras e das crises econômicas sobre o desempenho das entidades. Esse impacto é tão emblemático que alcança diretamente o nível de confiança e a dinâmica estratégica dos investidores, o que pode reverberar o abandono de planos de investimentos valiosos e a venda de ativos pelas empresas. Para o alcance da propositura desta investigação, foram coletadas, na plataforma Economatica, informações financeiras e cadastrais do período de 2008 a 2019 das empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). As hipóteses da pesquisa foram analisadas por intermédio do uso de regressão com dados em painel. Após aplicação de pareamento das empresas por meio do *Propensity Score Matching*, as estimações das relações das variáveis deram-se por meio do Modelo de painel dinâmico (GMM) e do Modelo Logístico (LOGIT) sendo seus resultados refinados pelo teste de média “*test t*”. Os achados desta pesquisa indicam que há evidências de que quando os desinvestimentos de ativos são realizados por empresas jovens há um aumento da probabilidade da reversão prejuízos passados em lucros futuros.

Palavras-chave: Crise Econômica; Restrições Financeiras; Desempenho; Investimentos; Desinvestimentos.

ABSTRACT

The theme developed in this research aimed to investigate whether asset divestments carried out by companies with financial constraints positively affect future performance and their potential to contribute to the reversal of past losses. Previous empirical studies indicate the magnitude of the impact of financial constraints and economic crises on the performance of entities. This impact is so emblematic that it directly affects the level of confidence and the strategic dynamics of investors, which can reverberate the abandonment of valuable investment plans and the sale of assets by companies. In order to achieve the purpose of this investigation, financial and registration information for the period from 2008 to 2019 of the companies listed on B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) were collected on the Economatica platform. The research hypotheses were analyzed using regression with panel data. After applying the pairing of the companies through the Propensity Score Matching, the estimations of the relationships of the variables took place through the Dynamic Panel Model (GMM) and the Logistic Model (LOGIT) and their results were refined by the average test "test t". The findings of this research indicate that there is evidence that when asset divestments are carried out by young companies, there is an increased probability of reversing past losses into future profits.

Keywords: Economic crisis; Financial Restrictions; Performance; Investments; Divestments.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	14
2.1. CRISE ECONÔMICA	14
2.2. DESEMPENHO.....	16
2.3. INVESTIMENTO VERSUS DESINVESTIMENTO	18
3. METODOLOGIA DA PESQUISA.....	23
3.1. SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DOS DADOS	23
3.2. MODELOS ECONÔMÉTRICOS	26
3.3. VARIÁVEIS DOS MODELOS.....	29
4. ANÁLISE DOS DADOS.....	37
4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	37
4.2. ANÁLISE DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS	39
4.3. RESULTADOS DOS MODELOS	40
4.3.1 Resultados do modelo 1.....	40
4.3.2 Resultados do modelo 2.....	43
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	46
REFERÊNCIAS.....	48

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

O objetivo que norteou a presente pesquisa foi investigar se os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras afetam positivamente o desempenho futuro das empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Bem como, verificar se tais desinvestimentos propiciam a reversão dos prejuízos, registrados em períodos anteriores, em lucros futuros.

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 à escândalos por corrupção e aspectos institucionais (Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019; Sarjono, Titisari, & Pawenang, 2021) potencializam as incertezas provadas por cenários de crise (Farmer, 2017), acendendo assim, o *flag* vermelho do risco moral (Damasceno, 2019).

Farmer (2017) argumenta ainda 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 diretamente para o declínio dos níveis de investimentos (Barbosa, 2017; Farmer, 2017; Sarjono et al., 2021) e consumo (Barbosa, 2017), e desse modo, resvala no desempenho das empresas (Egbunike & Okerekeoti, 2018).

Os registros de Farmer (2017), Barbosa (2017), Nassif (2017) e Damasceno (2019) trazem à baila a ponderação de Shaikh (1978) sobre as idiossincrasias das crises econômicas. Para o autor, a crise se traduz em rupturas nas relações

econômicas, quer sejam de caráter financeiro ou de crédito (Shaikh, 1978), capazes de afetar a viabilidade dos projetos (Ross, 1995; Loss & Sarlo Neto, 2006). Isso leva as empresas a cancelarem investimentos valiosos e venderem ativos (Campello, Graham, & Harvey, 2010).

Lima, Assaf, Perena Neto e Silva Filho (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).

Neste contexto, Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019) e Alchian (1950) entendem que a habilidade estratégica das empresas em lidar com as adversidades advindas das conjunturas econômicas pode impulsionar o desempenho sustentável. Portanto, destaca-se as ilações de Fortunato, Funchal e Motta (2012) sobre a relevância da qualidade das decisões no que tange os investimentos, haja vista sua vinculação aos resultados operacionais. Aspara, Lamberg e Tikkanen (2015) endossam esse entendimento ao afirmarem que a triagem dos ativos a serem mantidos no *portfólio*, bem como os a serem desinvestidos, deve refletir a lógica de lucratividade sustentável.

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. A pesquisa de Kolev (2016) registra que os desinvestimentos de ativos, de forma geral, têm impacto positivo no desempenho das empresas. Destarte, esboça-se a seguinte questão de pesquisa: os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras afetam o desempenho futuro?

Essa investigação se justifica dado que a literatura evidencia que: (i) empresas com restrições financeiras desinvestem mais ativos (Campello et al., 2010); (ii) efeito positivo dos desinvestimentos sobre o desempenho das empresas (Kolev, 2016); e (iii) empresas jovens deixam de investir (Paunov, 2012) e são impelidas a evoluir dada a restrição de financiamento (Whited & Wu, 2006). Contudo, não há registros na literatura de estudos que conjugue os elementos Crise, Restrições Financeiras, Desempenho Futuro e Desinvestimentos de Ativos de forma que indique o impacto dos desinvestimentos realizados em decorrência das restrições financeiras sobre o desempenho futuro das empresas. Inclusive, existe uma lacuna no mercado brasileiro de pesquisas que lance luz sobre a temática discorrida por esta investigação.

Para o alcance do propósito da pesquisa foram coletados dados das empresas não financeiras do período compreendido entre 2008 e 2019. Destaca-se que as empresas financeiras foram excluídas do escopo da pesquisa dada a peculiaridade regulatória do setor financeiro (Fethi, Fiordeslisi, & Monferrà, 2013). As hipóteses formuladas ao longo da pesquisa foram analisadas por intermédio do uso de regressão com dados em painel. As estimações da relação das variáveis deram-se por meio do Modelo de painel dinâmico (GMM) e do Modelo Logístico (LOGIT).

Além disso, para o contexto explorado por essa pesquisa, as seguintes tratativas foram adotadas (i) classificação dos anos de 2008 e 2014 como períodos de crise (Barbosa, 2017; Paula & Pires, 2017; Damasceno, 2019; Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019); (ii) adoção do indicador ROA como *proxy* de medida para o desempenho futuro (Klapper & Love, 2002; Bhasa, 2015); (iii) aplicação da metodologia Altman Z-Score para mercados emergentes (Swalih, Adarsh, & Sulphey, 2020), onde agruparam-se as empresas listadas na B3 com restrições financeiras (risco de falência); e (iv) pareamento das empresas, por meio do *Propensity Score*

Matching, com base nas características tamanho, idade, composição acionária, alavancagem e *market-to-book*.

As principais variáveis exploradas na pesquisa foram: (i) $Desempenho_{it+1}$, cuja *proxy* de medida é o ROA; (ii) $Dprej$, *dummy* que registra ocorrência de reversão de prejuízos passados em lucros futuros; (iii) $DesinvxAlt_Ruim$, interação das *dummies* $Desinv$ e Alt_Ruim , que indica as empresas em situação de insolvência financeira (risco de falência); e (iv) $DesinvxJovem$, interação das *dummies* $Desinv$ e $Jovem$, que indica o grupo de empresa com até 10 anos que venderam ativos.

Os resultados que se evidenciaram com a pesquisa e que refutam as hipóteses 1 (os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras impactam positivamente o desempenho futuro) e 2.a (os desinvestimentos de ativos realizados por empresas em geral aumentam a probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros), respectivamente, foram: (i) a associação positiva e significativa, não validada pelo teste de média “*test t*”, entre os desinvestimentos realizados por empresas com restrições financeiras e o desempenho futuro; (ii) associação positiva e insignificante do aumento da probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros em razão da venda de ativos pelas empresas em geral. Já a relação positiva e significativa, confirmada pelo teste de média “*test t*” confirma a hipótese 2.a (os desinvestimentos de ativos realizados por empresas jovens e a reversão de prejuízos passados em lucros futuros) dessa investigação.

A contribuição da pesquisa se baseia no indicativo empírico de que as campanhas de desinvestimentos de ativos quando realizados por empresas jovens possam ser estratégia que fomente o desempenho futuro, uma vez que este grupo de empresa em comparação às maduras são mais vulneráveis aos reveses de mercado. Ademais, no tocante ao grupo de empresas com restrições financeiras listadas na B3,

a pesquisa também indica que a estratégia de desinvestimentos de ativos tem pequena repercussão positiva sobre o desempenho futuro dessas empresas.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo serão apresentadas as considerações de estudos anteriores relacionados à crise econômica, desempenho, investimento e desinvestimentos de ativos, bem como suas interligações as quais fundamentam esta pesquisa.

2.1. CRISE ECONÔMICA

A crise econômica de 2008, denominada como 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). Fato que culminou em significativa contração do PIB (Nassif, 2017) e relevante redução dos níveis de investimentos e consumo (Barbosa, 2017).

As falhas nas relações econômicas produzidas por crises (Shaikh, 1978) traduzem-se 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. Esse fato revela-se em relevante ponto de atenção para as decisões de financiamento das empresas (Rajan & Zingales, 1995).

Paunov (2012) enfatiza que em cenário de crise, 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).

Nessa linha de raciocínio, Damodaran (2009) destaca 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).

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 contribuí 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).

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 acerca 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 (Klapper & Love, 2002; 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 (Almaq̄tari, 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 (Klapper & Love, 2002; Bhasa, 2015). Seu cálculo é obtido pela divisão do lucro antes de juros e impostos pelo ativo total (Fuertes-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 e Pires, 2017; Damasceno, 2019), foi investigado por Almaq̄tari 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; Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019) interferem na dinâmica de investimentos das empresas (Zylbersztajn, 1995; Klapper & Love, 2011; Paunov, 2012).

2.3. INVESTIMENTO VERSUS DESINVESTIMENTO

As empresas investem pelos mais variados motivos, tais como aumentar produção, inovar tecnologicamente, eficiência produtiva, sinergia na cadeia de negócios, expansão industrial e especialmente por ser uma necessidade constante à perenidade empresarial (Fortunato et al., 2012). Nesse campo de ideias, Scherer (1965) complementa 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, como capital próprio (retenção de lucros) ou capital de terceiros (endividamento).

Segundo Ross (1995), 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 Neto,

2006). Por isso, Schommer, Richter e Karna (2019) enfatizam o estudo de Markides (1992) sobre a estratégia de diversificação de negócios, pois ambientes enfraquecidos podem levar a escolha de projetos que não sejam aderentes à maximização dos lucros, embora a diversificação possa beneficiar a redução de riscos (Schommer et al., 2019).

Outro fator crucial quando o assunto é investimento e adequação dos planos de investimentos é o nível de conhecimento da alta da administração a respeito do *core business* da empresa (Aspara et al., 2015). Aspara et al. (2015) evidenciaram que, durante a crise global de 2008, a alta administração da Nokia não identificou adequadamente se a queda de vendas ocorrera em virtude da crise econômica ou da competitividade ineficiente no médio prazo. Tal fato contribuiu, inclusive, para triagem de ativos a serem desinvestidos e mantidos no portfólio, os quais não refletiam a lógica de lucratividade sustentável (Aspara et al., 2015).

Os desinvestimentos indicam tomada de decisões estratégicas com repercussão considerável na lucratividade das empresas. Posto que, à medida que consolidam a estrutura interna (Kolev, 2016), representam deterioração dos motivos determinantes do investimento (Liu & Siler, 1996). 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. Kolev (2016) relaciona a baixa *performance* à má gestão dos investimentos e à inabilidade de inovação. Desse modo, o pesquisador considera esses fatos mais que suficientes para impelir as

empresas a buscarem soluções com vista a retomada dos níveis de desempenho almejado, fato que estimula 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 sobre a perspectiva 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 (Van der Stede, 2000; 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.

Outra ideia que pode ser abordada, com o amparo da teoria da economia dos custos no que tange desinvestimentos, é o desconto de diversificação, já que a ECT se ocupa, inclusive, das operações relacionadas ao direito de propriedade (Zylbersztajn, 1995). A nuance dessa vertente pode ser aludida por meio dos achados de Dittmar e Shivdasani (2003) que registram que a eficiência dos segmentos de negócios aumenta ao adotar-se a estratégia de venda de ativos. Isso contribui para a redução do desconto de diversificação.

Sobre esse panorama, Dittmar e Shivdasani (2003) retomam os estudos de Berger e Ofek (1995) e de Comment e Jarrel (1995) para indicar que a conotação negativa das empresas diversificadas é que os segmentos de negócios ineficientes drenam recursos dos segmentos mais lucrativos. Isso resulta em negociações com desconto porque os investimentos improdutos destroem valor do negócio (Dittmar & Shivdasani, 2003).

Tais ponderações, desse modo, podem se tornar significativas para a estratégia de desinvestimentos, pois se: (i) 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 e vender ativos (Campello et al., 2010); e (iv) os desinvestimentos contribuem para desempenho empresarial (Dittmar & Shivdasani, 2003; Kolev, 2016), a qualidade das decisões relacionadas às campanhas de desinvestimentos deve ser tão refinada quanto as decisões que envolvem os investimentos (Fortunato et al., 2012).

Diante disso, formula-se a seguinte hipótese:

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

Considerando-se que *(i)* a idade das empresas representa ativo estratégico que além de contribuir para perenidade dos negócios confere poder de negociação (Pinto et al, 2011), fato que pode colaborar para o registro de menores de prejuízos pelas empresas maduras; e *(ii)* as empresas mais jovens acumulam maiores volumes de prejuízos operacionais, em virtude da alta probabilidade de fracasso e pequeno volume de receita (Damodaran, 2009), com intuito de investigar em separado, para as empresas maduras e para empresas jovens, o potencial de contribuição dos desinvestimentos de ativos na reversão de prejuízos passados em lucros futuros delineou-se as seguintes hipóteses:

H2. a. Os desinvestimentos de ativos aumentam a probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros.

H2. b. Os desinvestimentos de ativos realizados por empresas jovens aumentam a probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

Esta pesquisa se categoriza como uma pesquisa empírica, quantitativa e descritiva que se utiliza de dados secundários (Creswell, 2010) cujo objetivo 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 em períodos anteriores em lucros futuros das empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

3.1. SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DOS DADOS

A coleta de dados do período compreendido entre 2008 e 2019 das empresas não financeiras listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) deu-se pela base de dados Economatica®. As empresas do setor financeiro foram excluídas do escopo desta pesquisa, uma vez que essas instituições estão sob a égide de arcabouço regulatório *sui generis* (Fethi et al., 2013).

Nos anos de 2008 e 2014 ocorreram eventos, como más representações, alta alavancagem (Akinyera, 2015), escândalo por corrupção e aspectos referentes a arranjos institucionais (Nassif, 2017), cuja repercussão, como declínio dos níveis de investimentos, escassez de crédito e redução da demanda (Barbosa, 2017; Paula & Pires, 2017; Damasceno, 2019; Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019), pode exemplificar as falhas nas relações econômicas que para Shaikh (1978) definem crise. Portanto, para efeito dessa pesquisa, os anos de 2008 e 2014 foram considerados como período de crise.

Paunov (2012) argumenta que os períodos de crise tendem a acentuar as restrições de financiamentos e em virtude da escassez de crédito, as empresas ficam expostas aos altos de financiamento (Damasceno, 2019), fato que influi diretamente no nível de endividamento das empresas. Sob esse cenário, as empresas, especialmente as jovens, enfrentam dificuldades financeiras que podem contribuir para ocorrência de falências (Lima et al., 2011).

Logo, a fim de identificar as empresas listadas na B3 que denotassem a possibilidade de falência, aplicou-se a metodologia Altman *Z-Score* para mercados emergentes (Swalih et al., 2020). A referida metodologia segrega as empresas em três categorias: solventes (situação favorável); situação de incerteza (probabilidade de falência); e insolventes (risco de falência). Diante disso, na presente pesquisa, as empresas em situação de insolvência (risco de falência) foram identificadas por meio da variável *Alt_Ruim*.

A fim de que as estimações apresentassem resultados coerentes quanto às similaridades das empresas que adotaram a estratégia de desinvestimentos de ativos, a amostra foi submetida à técnica *Propensity Score Matching* (PSM) por ano. Para tanto, foram consideradas as seguintes características: (i) tamanho, medido pelo logaritmo natural do ativo total do ano anterior; (ii) idade, medida pelo logaritmo da diferença entre o ano desta pesquisa e o ano de criação da empresa; (iii) composição acionária, medida pelo percentual de ações sob o controle dos 5 maiores acionistas; (iv) alavancagem, medida pelo passivo total (PC + PNC) dividido pelo ativo total do ano anterior; e (v) *market-to-book*, medido valor de mercado da ação dividido pelo contábil por ação.

Considerando-se o vínculo dos resultados das operações das empresas com os investimentos em ativos (Fortunato et al., 2012), a vertente do desempenho

Materiais básicos	20	20	22	20	21	22	20	20	21	22	21
Outros	3	2	3	3	4	3	3	3	3	3	3
Petróleo gás e biocombustíveis	4	6	7	7	7	6	6	5	4	5	5
Saúde	9	9	9	10	10	10	10	10	9	8	7
Tecnologia da informação	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Utilidade pública	25	34	34	33	34	33	33	34	35	33	31
Total	145	162	173	175	181	179	177	174	166	167	160

Fonte: Dados da pesquisa

Conforme observa-se na Tabela 2, entre os setores que compuseram a amostra para o período da pesquisa o mais representativo em quantidade de observações ao longo do tempo é o de consumo cíclico, seguido pelos setores de bens industriais, utilidade pública e materiais básicos.

3.2. MODELOS ECONOMETRÍCOS

A fim de testar o impacto dos desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras sobre o desempenho futuro (ROA) e, conseqüentemente, responder a hipótese 1, se os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras impactam positivamente o desempenho futuro, foi proposto o modelo 1 que foi estimado por meio de GMM. Visto que a defasagem da *proxy* para o desempenho futuro (ROA_{it+1}) foi incluída no modelo, como variável independente ROA_{it} a fim de atenuar problemas de endogeneidade, aplicou-se a técnica de dados de painel dinâmico (Barros et al., 2020). Com isso, se o coeficiente β_3 se apresentar positivo, indicará que os desinvestimentos de ativos realizados por empresas que sofrem restrições financeiras

contribuem positivamente para o desempenho futuro das empresas, e corroborará a hipótese 1. Caso contrário, a aludida hipótese será refutada.

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Desinv_{it} + \beta_2 Alt_{Ruim_{it}} + \beta_3 Desinv \times Alt_{Ruim_{it}} + \beta_k \sum_{k=7}^{12} \text{controles} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

ROA_{it+1} é a variável que representa o desempenho da empresa i e ano $t+1$, cuja medida de cálculo foi feita por meio da *proxy* ROA, retorno sobre os ativos.

$Desinv_{it}$ é a variável que representa a *dummy* de desinvestimentos de ativos da empresa i e ano t .

$Alt_{Ruim_{it}}$ é a variável que representa a *dummy* de insolvência financeira da empresa i e ano t .

$Desinv \times Alt_{Ruim_{it}}$ é a variável que representa a interação entre a variável *dummy* $Desinv_{it}$ e a variável *dummy* $Alt_{Ruim_{it}}$.

$\sum \beta_k \text{Controles}_{it}$ é o somatório dos coeficientes de controles, composto pelas seguintes variáveis: (i) ROA_{it} é a variável contínua que representa o desempenho da empresa i e ano t ; (ii) $Crise_{it}$ é a variável que representa a *dummy* que indica os anos 2008 e 2014 como períodos de crise; (iii) $Tamanho$ é a variável que representa o porte da empresa i e ano t ; (iv) $Idade$ é a variável que representa a maturidade da empresa i e ano t ; (v) $Alavanc$ é a variável que representa a alavancagem da empresa i e ano t ; (vi) $Acionista$ é a variável que representa a

concentração acionária da empresa i e ano t , e (vii) *Market_Book* é a variável que representa o valor de mercado da empresa i e ano t .

ε_{it} é o termo de erro do modelo.

Para testar as hipóteses 2.a e 2.b desta pesquisa, foi construído o modelo 2, cuja estimação se deu por LOGIT. A fim de segregar os efeitos dos desinvestimentos de ativos realizados por razões de restrições financeiras daqueles desinvestidos por empresas em geral e pelas empresas jovens, as variáveis *Alt_Ruim* e *DesinvxAlt_Ruim* foram consideradas como controle no modelo 2.

Isto posto, na ocorrência de sinal positivo para o coeficiente β_1 , a hipótese 2.a, se os desinvestimentos de ativos por empresas em geral aumentam a probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros, será confirmada, caso contrário rejeitada. E, se o sinal do coeficiente β_3 for positivo, a hipótese 2.b, se os desinvestimentos de ativos realizados por empresas jovens aumentam a probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros, será confirmada.

$$Dprej_{it+1} =$$

$$\beta_0 + \beta_1 Desinv_{it} + \beta_2 Jovem_{it} + \beta_3 DesinvxJovem_{it} + \beta_k \sum_{k=4}^{12} \text{controles} + \varepsilon_{it}$$

(2)

Onde:

$Dprej_{it+1}$ é a variável *dummy* que representa reversão de prejuízo passado em lucro futuro da empresa i e ano $t+1$. A qual será atribuída o valor 1 (um) quando ocorrer reversão de prejuízos, e zero para os demais casos.

$Desinv_{it}$ é a variável *dummy* que representa com um o contexto de desinvestimentos de ativos da empresa i e ano t , e zero nos demais casos.

$Jovem_{it}$ é a variável *dummy* um que representa as empresas jovens no contexto em que a empresa i , tem até 10 anos e o ano t , e zero nos demais casos.

$DesinvxJovem_{it}$ é a variável que representa a interação entre a variável *dummy* $Desinv_{it}$ e a variável *dummy* $Jovem_{it}$. A qual será atribuída o valor 1 (um) quando a empresa que desinvestiu é classificada como jovem, e zero nos demais casos.

$\sum \beta k Controles_{it}$ é o somatório dos coeficientes de controles, composto pelas seguintes variáveis: (i) $Crise_{it}$ é a variável *dummy* um que indica os anos de 2008 e 2014 como períodos de crise, e zero nos demais anos; (ii) Alt_Ruim_{it} é a variável *dummy* um que representa as empresas no contexto de insolvência financeira da empresa i e ano t , e zero nos demais casos; (iii) $Market_Book_{it}$ é a variável que mensura o valor de mercado em relação ao valor contábil da empresa i e no t ; e (iv) $DesinvxAlt_Ruim_{it}$ é a variável que representa a interação entre a variável *dummy* $Desinv_{it}$ e a variável *dummy* Alt_Ruim_{it} . A qual será atribuída o valor 1 (um) quando a empresa que desinvestiu é classificada como ruim, e zero nos demais casos.

ε_{it} é o termo de erro do modelo.

3.3. VARIÁVEIS DOS MODELOS

Com o propósito de investigar o impacto dos desinvestimentos de ativos sobre o desempenho futuro das empresas, bem como possíveis reversões de prejuízos registrados em períodos anteriores em lucros futuros, propôs-se as seguintes variáveis:

ROA_{it+1} variável dependente que para fins dessa pesquisa foi adotada como *proxy* de desempenho futuro das empresas, e cujo cálculo foi constituído pela divisão

do lucro antes de juros e impostos pelo ativo total do período (Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019). O ROA é recorrentemente utilizado pela literatura para avaliar o desempenho das empresas (Klapper & Love, 2002; Bhasa, 2015), dada sua capacidade de captura, seja da eficiência dos ativos ou do comportamento dos investidores frente aos eventos ocorridos no mercado e na economia (Almaqтари et al., 2018; Kanwal & Nadeem, 2013). O poder preditivo e de captura da *proxy* ROA_{it+1} , enquanto variável de interesse, foi relevante para a pesquisa, visto que ao investirem, as empresas levam em conta a perenidade (Fortunato et al., 2012) e a lucratividade dos negócios (Scherer, 1965). Já que as resoluções das empresas, no tocante à pauta de desinvestimentos de ativos (Campello et al., 2010; Klapper & Love, 2011; Paunov, 2012) são norteadas pelo retorno dos ativos.

ROA - variável independente que representa a defasagem da variável ROA_{it+1} cujo cálculo foi constituído pela divisão do lucro antes de juros e impostos pelo ativo total do período anterior (Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández (2019).

Desinv - variável *dummy* a qual foi atribuída o valor 1(um) se a variação dos investimentos de t para em $t+1$ for menor que zero. O cálculo dos investimentos foi obtido pela divisão do *Capex* do período pelo ativo total da empresa do período anterior. O *Capex* é representado pelo logaritmo natural da variação do ativo fixo e depreciação (Shin, Kim, Shin, & Lee, 2018), seus valores são obtidos no grupo dos ativos não circulante do Balanço Patrimonial (BP) das empresas.

Crise - variável *dummy* a qual foi atribuída o valor 1(um) para os períodos de 2008 e 2014 de crise e 0 (zero) para os demais períodos (Damasceno, 2019; Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019). Barbosa (2017), Nassif (2017), Damasceno (2019) e Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019) denominam crise como àqueles períodos em que a escassez de crédito, a queda dos níveis de investimentos e consumo, a

redução da taxa de crescimento do PIB e o encolhimento da produtividade industrial são mais intensos.

Tamanho - variável de controle caracterizada pelo logaritmo natural do ativo total da empresa (Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019). A natureza da relação do tamanho das empresas com a lucratividade é uma temática desafiadora e de complicada captura, porque a endogeneidade dessa relação pode enevoar o entendimento de sua causalidade e direção (Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019).

Idade - variável de controle considerada no modelo 1, é descrita pelo logaritmo da diferença entre o ano do desinvestimento e o ano de criação da empresa, é uma adaptação da proposta de Paunov (2012). A continuidade dos negócios está relacionada a sua idade, isso se traduz em ativo estratégico para as empresas e pode conferir às empresas maduras mais poder de negociação e a percepção de que os compromissos serão respeitados (Pinto et al., 2011).

Jovem - variável de controle incluída no modelo 2. Nesse grupo foram consideradas as empresas as quais a média da idade seja menor ou igual a 10 anos (Lee, 2014). A segregação das empresas por idade, proposta por Lee (2014), foi adotada na presente pesquisa, em atenção às evidências registradas por Whited e Wu (2006), Paunov (2012) e Damodaran (2009): (i) restrições de fonte de financiamento externo impedem as empresas mais jovens a evoluir (Whited & Wu, 2006); (ii) empresas mais jovens tendem a abandonar os projetos de investimentos correntes e futuros em decorrência da escassez de crédito (Paunov, 2012); (iii) a alta probabilidade de fracasso das empresas jovens e o pequeno volume de receita contribuem para o registro de consideráveis prejuízos operacionais (Damodaran, 2009).

Alavanc - variável de controle alavancagem é representada pela razão entre as dívidas totais da empresa (PC + PNC) e o ativo total (Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019; Huang, 2020). Ibhagui e Olokoyo (2018) destacam que não há consenso na literatura quanto ao sinal esperado para a variável alavancagem. Ora pode ser positivo, ora negativo, isso ocorre em virtude da teoria que norteia as análises. Se o holofote estiver sobre a teoria da sinalização, a relação dívida-*performance* dever ser positiva. Porém, caso se esteja orientado pela teoria da agência, a expectativa do sinal para relação dívida-*performance* é negativa.

Acionista - variável de controle que representa concentração acionária, é obtida por meio do percentual do total de ações sob o controle dos cinco maiores acionistas (Leaño & Pedraza, 2018; Huang, 2020). O estudo de Shleifer e Vishny (1986) sugere que a depender da estrutura acionária das empresas, a *performance* das corporações pode favorecer a lucratividade ou não. Isto porque a organização acionária é tida como um importante mecanismo de governança corporativa (Haan & Vlahu, 2016; Jiang & Kim, 2020). Sendo assim, o *design* da estrutura corporativa frente aos movimentos do mercado (Kolev, 2016) pode contribuir estrategicamente com as empresas no enfrentamento dos reveses econômicos. Diante disso e em conformidade com os achados de Huang (2020), espera-se sinal positivo sobre as estimações dessa variável.

Market_Book - variável de controle é representada, de acordo com Sant'Anna, Louzada, Queiroz e Ferreira (2015), pela divisão do valor de mercado da ação e valor contábil por ação (valor do patrimônio líquido). Segundo Sant'Anna et al. (2015), quanto maior for o resultado da relação do valor de mercado e valor contábil, maior é a eficiência na *performance* das empresas.

Dprej- variável que representa a *dummy* da probabilidade de reversão de prejuízo passado em lucro futuro, considerada no modelo 2. Cujas expectativas são o potencial positivo dos desinvestimentos de ativos sobre a reversão de prejuízo passado e de forma que contribua para desempenho futuro das empresas. Para qual foi atribuído valor 1 (um) na ocorrência de reversão de prejuízos e 0 (zero) para não ocorrência.

Alt_Ruim - variável *dummy* a qual foi atribuído valor 1 (um) se a empresa apresentar *Z-Score* < 1.1 e 0 (zero) para os demais casos. Na presente pesquisa, foi adotado o modelo Altman *Z-Score* para mercados emergentes, a fim de identificar as empresas listadas na B3 cuja condição financeira sinalizasse previsibilidade de falência (Swalih et al., 2020). O modelo Altman *Z Score* aplica técnica de análise discriminante multivariada que indica previsibilidade de falência das empresas, agrupando-as em solventes (situação favorável), probabilidade de falência (situação de incerteza) e insolventes (risco de falência), de acordo com a nota de corte de cada categórica dada a função indicada na tabela 3.

TABELA 3 – 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”	<i>ZScore</i> >2.60
Zona de incerteza “probabilidade de falência”	1.1 < <i>ZScore</i> >2.60
Insolvência “risco de falência”	<i>ZScore</i> < 1.10

Fonte: Swalih et al., 2020

O critério do modelo Altman foi aplicado considerando-se que os reveses financeiros provocados por restrições financeiras (Whited & Wu, 2006) agravam os níveis de endividamento das empresas, esse fato contribui para episódios de falência (Whited & Wu, 2006; Lima et al., 2011; Imeokparia et al., 2021). Isto posto, as empresas listadas na B3 cujo *Z-Score* tenha sido enquadrado em níveis abaixo de 1.1, que assinalam risco de falência, foram identificadas por meio da *dummy Atl_Ruim*.

O quadro 1 sintetiza as variáveis exploradas na pesquisa, suas respectivas descrições e referências.

Variável	Tipo	Descrição	Referência	Fonte de Dados	Sinal Esperado
ROA_{it+1}	Explicada	$ROA_{it+1} = \frac{LAIR_{it}}{Ativo\ Total_{it}}$	Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019)	Economática®	--
ROA	Explicativa	$ROA_{it} = \frac{LAIR_{it}}{Ativo\ Total_{it}}$	Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019)	Economática®	+
$Dprej$	Explicada	Variável considerada no modelo 2.	-----	Economática®	--
$Desinv$	Explicativa	Variável dummy	-----	Economática®	--
$Crise$	Controle	Variável dummy	Damasceno, 2019; Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019	Economática®	--
$Tamanho$	Controle	Logaritmo natural do ativo total do ano anterior.	Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández, (2019)	Economática®	--
$Idade$	Controle	Variável considerada no modelo 1.	Paunov (2012)	Economática®	(+)
$Jovem$	Explicativa	Variável considerada no modelo 2.	Lee (2014)	Economática®	--
$Alavanc$	Controle	Passivo total (PC + PNC) dividido pelo ativo total do ano anterior.	Ibhagui e Olokoyo (2018); Fuertes-Callén e Cuellar-	Economática®	--

			Fernández, (2019)		
<i>Acionista</i>	Controle	Percentual de ações sob o controle dos 5 maiores acionistas.	Leaño e Pedraza, (2018); Huang (2020)	Economática®	(+)
<i>Alt_Ruim</i>	Controle	Variável dummy	Swalih, M., Adarsh, K. e Sulphrey, M., (2020)	Economática®	--
<i>Market_Book</i>	Controle	Valor de mercado da ação dividido pelo contábil por ação	Sant'Anna, Louzada, Queiroz e Ferreira (2015)	Economática®	--

Quadro 1: Descrição das variáveis exploradas na pesquisa.

Fonte: Fuertes-Callén e Cuellar-Fernández (2019); Damasceno (2019); Paunov (2012); Lee (2014); Ibhagui e Olokoyo (2018); Leaño e Pedraza, (2018); Huang (2020); Swalih, Adarsh e Sulphrey (2020); Sant'Anna, Louzada, Queiroz e Ferreira (2015). Nota: Adaptada pela autora.

Capítulo 4

4. ANÁLISE DOS DADOS

Neste capítulo são apresentados a análise descritiva das observações em consonância com as tratativas descritas no item 3.1, a correlação entre as variáveis e os resultados dos modelos empíricos propostos no Capítulo 3.

4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

As estatísticas descritivas, média, desvio-padrão, mediana, valores mínimos e máximos das observações, que compõem a amostra final antes e depois da aplicação do *Propensity Score Matching*, foram detalhadas nas Tabelas 4 e 5.

TABELA 4 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA ANTES *PROPENSITY SCORE MATCHING*

Variáveis	N	Média	DP	Mín	p25	Med	p75	Máx
ROA (t+1)	1698	0,03	0,47	-5,98	-0,02	0,04	0,10	13,42
Dprej	1699	0,09	0,28	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
ROA (t-1)	1859	0,03	0,47	-0,98	-0,01	0,05	0,10	0,13
Desinv	1859	0,34	0,47	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
Crise	1859	0,10	0,30	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Alt_Ruim	1859	0,13	0,33	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Desinv_Alt_Ruim	1859	0,07	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Tamanho	1859	14,73	1,98	8,50	13,61	14,91	16,02	19,40
Alavanc	1859	0,86	1,10	0,09	0,48	0,65	0,83	8,85
Market_Book	1859	1,83	2,96	-4,71	0,42	1,02	2,23	17,28
Acionista	1859	0,64	0,20	0,00	0,50	0,64	0,78	1,00
Desinv_Jovem	1859	0,01	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Jovem	1859	0,04	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Idade	1859	1,05	1,48	0,00	0,00	0,00	2,89	3,71

Nota: A tabela 4 apresenta a estatística descritiva da amostra para os modelos (1) e (2) antes do *Matching*. ROA (it+1), proxy para desempenho futuro, representa o retorno sobre os ativos da empresa i no ano t+1; Dprej representa reversão de prejuízos da empresa i no ano t; ROA representa o retorno sobre os ativos da empresa i no ano t; Crise representa os períodos de crise (2008 e 2014); Alt_Ruim representa as empresas insolventes no ano t; DesinvxAlt_Ruim representa as empresas insolventes que desinvestiram ativos no ano t; Tamanho representa o logaritmo natural do ativo da empresa i no ano t; Alavanc representa a razão entre o passivo total e ativo total da empresa i no ano t; Market_Book representa a relação entre valor contábil por ação e valor de mercado da ação empresa i no ano t; Acionista representa o percentual de ações dos 5 maiores acionistas da empresa i no ano t; DesinvxJovem representa as empresas jovens que desinvestiram ativos no ano t; Jovem representa as empresas com idade de = ou < a 10 anos; Idade representa o logaritmo da diferença entre o ano do desinvestimento e o ano de criação da empresa. Variáveis *winsorizadas* em 1%. Fonte: Dados da pesquisa.

TABELA 5 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA APÓS *PROPENSITY SCORE MATCHING*

Variáveis	N	Média	DP	Mín	p25	Med	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-1)	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

Nota: A tabela 5 apresenta a estatística descritiva da amostra para os modelos (1) e (2) após do *Matching*. ROA (it+1), proxy para desempenho futuro, representa o retorno sobre os ativos da empresa i no ano t+1; Dprej representa reversão de prejuízos da empresa i no ano t; ROA representa o retorno sobre os ativos da empresa i no ano t; Crise representa os períodos de crise (2008 e 2014); Alt_Ruim representa as empresas insolventes no ano t; DesinvxAlt_Ruim representa as empresas insolventes que desinvestiram ativos no ano t; Tamanho representa o logaritmo natural do ativo da empresa i no ano t; Alavanc representa a razão entre o passivo total e ativo total da empresa i no ano t; Market_Book representa a relação entre valor contábil por ação e valor de mercado da ação empresa i no ano t; Acionista representa o percentual de ações dos 5 maiores acionistas da empresa i no ano t; DesinvxJovem representa as empresas jovens que desinvestiram ativos no ano t; Jovem representa as empresas com idade de = ou < a 10 anos; Idade representa o logaritmo da diferença entre o ano do desinvestimento e o ano de criação da empresa. Variáveis *winsorizadas* em 1%. Fonte: Dados da pesquisa.

A análise a seguir considera a estatística descritiva da amostra final após o tratamento de pareamento das empresas por meio do *Propensity Score Matching*, conforme Tabela 5.

Os indicadores das variáveis ROA_{it+1} e ROA_{t-1} apontam que a média de *performance* das empresas para período da pesquisa foi 1% e 2%, respectivamente. Em média, 11% das observações da amostra indicam que houve reversão de prejuízos passados (*Dprej*). O indicador da variável *Desinv* aponta que, em média, 86% das observações da amostra representa desinvestimentos de ativos no período da pesquisa.

Já o indicador da variável *Crise* sinaliza que, em média, 7% das observações estão compreendidas no período de crise (2008 e 2014). Para o período da pesquisa,

em média, 19% das observações são representadas por empresas insolventes e, em média, 2% por empresas jovens. A interação entre as *dummies* *Desinv* e *Alt_Ruim* identificada como *DesinvxAlt_Ruim* sinaliza que, em média, 17% das observações são compostas por empresas insolventes que aderiram a estratégia de desinvestimentos de ativo. Em média, 2% das observações da amostra representam as empresas jovens que venderam ativos (*DesinvxJovem*).

A Tabela 6 apresenta o teste de diferenças de média do desempenho futuro, medido pela variável ROA_{it+1} para os grupos de desinvestimento, não desinvestimento, crise e não crise. Os resultados de teste de média indicam que não há diferença estatística significativa para o desempenho no período seguinte, se considerar anos de desinvestimento e nem se considerar os períodos de crise.

TABELA 6 – TESTE DE DIFERENÇAS DE MÉDIA DO DESEMPENHO

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

Fonte: Dados da pesquisa.

4.2. ANÁLISE DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

A Tabela 7 apresenta a correlação entre as variáveis contínuas exploradas nesta pesquisa.

TABELA 7 – CORRELAÇÃO DE PEARSON PARA VARIÁVEIS CONTÍNUAS

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
ROA (it+1) (1)	1						
Alt_Ruim (2)	-0,16***	1					
Tamanho (3)	0,08***	-0,46***	1				

Alavanc (4)	-0,10***	0,55***	-0,41***	1			
Market_Book (5)	0,09***	-0,15***	0,06***	-0,17***	1		
Acionista (6)	0,002	0,01	-0,17***	0,05**	-0,05**	1	
Idade (7)	-0,03	0,16***	-0,08***	-0,062***	-0,05**	0,035	1

Nota: A tabela 7 apresenta a matriz de correlação das variáveis contínuas dos modelos (1) e (2). ROA (it+1), proxy para desempenho futuro, representa o retorno sobre os ativos da empresa i no ano t+1; Alt_Ruim representa as empresas insolventes no ano t; Tamanho representa o logaritmo natural do ativo da empresa i no ano t; Alavanc representa a razão entre o passivo total e ativo total da empresa i no ano t; Market_Book representa a relação entre valor contábil por ação e valor de mercado da ação empresa i no ano t; Acionista representa o percentual de ações dos 5 maiores acionistas da empresa i no ano t; Idade representa o logaritmo da diferença entre o ano do desinvestimento e o ano de criação da empresa. Variáveis *winsorizadas* em 1%. Fonte: Dados da pesquisa.

O resultado indica que há relação significativa entre as variáveis explicativas de controle - *Tamanho*, *Alavanc* e *Market_Book* e a variável explicada ROA_{it+1} . Porém, essa relação não alcança percentuais entre -70% e 70%. Os resultados da tabela 7 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*.

4.3. RESULTADOS DOS MODELOS

Essa seção refere-se aos resultados dos modelos empíricos propostos na seção 3.2 e sua respectiva discussão. Portanto, apresenta-se a análise e discussão do modelo 1 no item 4.3.1 e do modelo 2 no item 4.3.2.

4.3.1 Resultados do modelo 1

A Tabela 8 apresenta o resultado da estimação do modelo 1 com o qual se testou a hipótese 1 da pesquisa.

TABELA 8 – RESULTADOS 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**
Alavanc	0,0076
Acionista	-0,0062
Market_Book	0,0008
Constante	1,5084***
Observações	552
Chi Quadrado	89.83
Estimador	GMM
Teste t (soma dos coeficientes B1+B3)	
B1+B3=0	
chi2(1) = 0.75	
Prob > chi2 = 0.3852	

ROA (it+1), proxy para desempenho futuro, representa o retorno sobre os ativos da empresa i no ano t+1; Desinv representa desinvestimentos de ativos no ano t; Crise representa os períodos de crise (2008 e 2014); ROA representa o retorno sobre o ativo no ano t; Alt_Ruim representa as empresas insolventes no ano t; DesinvxAlt_Ruim representa as empresas insolventes que desinvestiram ativos no ano t; Tamanho representa o logaritmo natural do ativo da empresa i no ano t; Idade representa o logaritmo da diferença entre o ano do desinvestimento e o ano de criação da empresa; Alavanc representa a razão entre o passivo total e ativo total da empresa i no ano t; Acionista representa o percentual de ações dos 5 maiores acionistas da empresa i no ano t; Market_Book representa a relação entre valor contábil por ação e valor de mercado da ação empresa i no ano t.

No que tange ao impacto dos desinvestimentos de ativos, realizados pelas empresas com restrições financeiras listadas na B3, sobre o desempenho futuro, os resultados medidos pelo β_3 , e depurados pela aplicação do *test* T (soma dos β_1 e β_3), conforme tabela 8, indicam que não há evidências para confirmar a hipótese 1 desta pesquisa. O resultado da pesquisa está contraste com Campello et al. (2010), que argumentam que as empresas com restrições financeiras vendem ativos para financiar suas operações.

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.

A associação, negativa e significativa, entre os desinvestimentos de ativos de forma geral e o desempenho futuro das empresas, medida pelo β_1 , segundo tabela 8, se apresentou contrária à afirmativa de Kolev (2016) e a expectativa da pesquisa. O resultado capturado talvez possa ser esclarecido ao resgatar as reflexões de Ross (1995) e Loss e Sarlo Neto (2006). Os autores lembram que a depender do momento (Ross, 1995) e do segmento que se deseja investir (Loss & Sarlo Neto, 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).

Relativamente ao impacto dos períodos de crise econômica sobre o desempenho futuro das empresas, medido pelo β_4 , o resultado da associação indicado na tabela 8 demonstrou-se negativo, muito embora, insignificante. Possivelmente, o resultado da pesquisa se esclareça pela reflexão de Zylbersztajn (1995) acerca da interferência da dinâmica econômica e dos aspectos institucionais (Nassif, 2017; Lee, 2018; Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2019; Sarjono, et al., 2021) sobre atividades empresariais. Nesse sentido, Shaikh (1978) lembra que as rupturas nas relações econômicas, que podem ser refletidas por escassez de crédito (Damasceno, 2019) e redução de consumo (Barbosa, 2017), por exemplo, geram incertezas que além de contribuírem para o declínio produtivo, inibem os planos de

investimentos (Sarjono et al., 2021) e conseqüentemente, resvalam-se na *performance* das empresas (Farmer, 2017).

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).

4.3.2 Resultados do modelo 2

O resultado compreendido na tabela 9 refere-se ao modelo 2 que se propôs a testar as hipóteses 2.a e 2.b da pesquisa.

TABELA 9 – RESULTADOS MODELO 2.

$Dprej_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Desinv_{it} + \beta_2 Jovem_{it} + \beta_3 DesinvxJovem_{it} + \beta_k \sum_{k=4}^{12} \text{controles} + \varepsilon_{it} \text{ (2)}$		
VARIÁVEL	DPREJ	DY/DX
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_Book	-0,0372	-0,0037
DesinvxAlt_Ruim	0,0399	0,004
Constante	-2,7244***	
Observações	695	695
Pseudo R ²	0.0126	
Estimador	LOGIT	Ef. Marginal
Teste t (soma dos coeficientes B1+B3)		
B1+B3=0		
chi2(1) = 46.09		
Prob > chi2 = 0.0000		
<p>Dprej representa a probabilidade de reversão de prejuízo no ano t+1; Desinv representa desinvestimentos de ativos no ano t; Crise representa os períodos de crise (2008 e 2014); Alt_Ruim representa as empresas insolventes no ano t; Jovem representa as empresas com idade de = ou < a 10 anos; Market_Book representa a relação entre valor contábil por ação e valor de mercado da ação das empresas no ano t; Desinvx Alt_Ruim representa as empresas insolventes que desinvestiram ativos no ano t; DesinvxJovem representa as empresas com idade de = ou < a 10 anos que desinvestiram ativos no ano t.</p>		

O aumento da probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros dados os desinvestimentos de ativos realizados pelas empresas em geral, medido pelo β_1 , embora tenha apresentado associação positiva, demonstrou-se não significativa, conforme tabela 9. Esse resultado sugere que não há evidências capazes de corroborar a hipótese 2.a e frustra a expectativa da pesquisa. Talvez a referida associação 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 com as reversões de prejuízos passados.

O potencial de contribuição dos desinvestimentos de ativos no aumento da probabilidade de reversão de prejuízos passados em lucros futuros foi explorado, em separado, para o grupo de empresas jovens, conforme hipótese 2.b. A associação positiva e significativa apresentada na tabela 9, em níveis de confiança de 1%, 5% e 10%, medida pelo β_3 , e confirmada pelo *test T* da soma dos β_1 e β_3 , sugere que há evidências robustas para corroborar a hipótese 2.b da pesquisa. A relação capturada está em consonância com Dittmar e Shivdasani (2003), esses autores consideram que a eficiência dos negócios tende a melhorar após desinvestimentos de ativos.

Dada a maior vulnerabilidade das empresas jovens às restrições de fontes de financiamento (Paunov, 2012; Giraudo et al., 2019) e seus expressivos registros de prejuízos operacionais (Damodaran, 2009), a literatura (Whited & Wu, 2006; Coad & Rao, 2008; Damodaran, 2009; Lima et al., 2011) lista alguns fatores que possivelmente expliquem a relação capturada pelo β_3 . Entre esses fatores estão as altas taxas de insucesso (Coad & Rao, 2008), o pequeno volume de receita, a

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.

Capítulo 5

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo investigar se os desinvestimentos de ativos realizados por empresas com restrições financeiras impactariam 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 na literatura e evidências empíricas anteriores acerca do impacto de crises econômicas sobre a dinâmica operacional, financeira, de investimentos e desinvestimentos das empresas.

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 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 positiva tanto para as empresas de forma geral como para jovens, no entanto, foi significativa apenas para grupo de empresas jovens.

Diante das associações registradas pela pesquisa, infere-se que as campanhas de desinvestimentos de ativos podem ser alternativas estratégicas de enfrentamento aos reveses do mercado para as empresas insolventes e 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 do 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.

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. Doi: <https://doi.org/10.12691/jfa-9-1-1>.
- Almaqtari, 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 e Economics*, 24(1), 168-185. Doi: <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. Doi: [https://doi.org/10.1016/s1751-3243\(06\)02001-3](https://doi.org/10.1016/s1751-3243(06)02001-3).
- 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. Recuperado em 10 novembro, 2021, de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2790546
- Alchian, A. (1950). Uncertainty, evolution, and economic theory. *Journal of Political Economy*, 58(3), 211-221. Doi: <https://doi.org/10.1086/256940>.
- Aspara, J., Lamberg, J. A., & Tikkanen, H. (2015). Behavioral cycles leading to the divestment of previous core businesses. *Academy of Management*, 2015(1), 18106. Doi: <https://doi.org/10.5465/ambpp.2015.282>.
- Barbosa, F. D. H. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos avançados*, 31, 51-60. Recuperado em 10 novembro, 2021, de <https://www.scielo.br/j/ea/a/BD4Nt6NXVr9y4v8tqZLJnDt/?format=pdf&lang=pt>
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120. Doi: <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Barros Jr, F., Brotherhood, L., & Rodrigues, V. (2020). Economic complexity and corporate governance. *Applied Economics Letters*, 1-4. Doi: <https://doi.org/10.1080/13504851.2020.1855305>.
- Berger, P. & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65. Doi: [doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00798-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00798-6)
- 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., & Harvery, C. (2010). The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97, 470-487. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.009>
- 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. Doi: <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. Doi: <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. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.respol.2008.01.003>.
- Comment, R. & Jarrel, G. (1995). Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 67-87.
- Creswell, J. (2010). Projeto de pesquisa: método qualitativo, quantitativo e misto. Porto Alegre: Artmed.
- Damasceno, F. (2019). Essays on information disclosure: impairment theory, trade credit and voluntary disclosure behavior. (Tese de doutorado). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE, Vitória, ES, Brasil.
- 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. Doi: <http://dx.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. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.03.007>.
- Dittmar, A., & Shivdasani, A. (2003). Divestitures and divisional investment policies. *The Journal of Finance*, LVIII(6), 2711-2743. Doi: <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. Doi: <https://doi.org/10.1108/AJAR-09-2018-0029>
- Farmer, R. E. (2017). Prosperity for All: How to Prevent Financial Crises. Oxford University Press.

- Fethi, M., Fiordelisi, F., & Monferrà, S. (2013). Financial intermediation, competition and risk. *Journal of Banking & Finance*, 37, 1307-1309. Doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.11.021>
- Fortunato, G., Funchal, B., & Motta, A. (2012). Impacto dos investimentos no desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 13(4), 75-98. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1678-69712012000400004>
- 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. Doi: <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. Doi: <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. Doi: <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. Recuperado em 10 novembro, 2021, de <http://fucamp.edu.br/editora/index.php/contabilometria/article/view/2130>
- Haan, J., & Vlahu, R. (2016). Corporate governance of banks: a survey. *Journal of Economic Surveys*, 30(2), 228-277. Doi: <https://doi.org/10.1111/joes.12101>
- Huang, Q. (2020). Ownership concentration and bank profitability in china. *Economics Letters*, 196(2020), 109525. Doi: <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. Doi: <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.
- Jang, S. S., & Park, K. (2011). Inter-relationship between firm growth and profitability. *International Journal of Hospitality Management*, 30(4), 1027-1035. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2011.03.009>
- Jiang, F., & Kim, K. A. (2020). Corporate governance in China: A survey. *Review of Finance*, 24(4), 733-772. Doi: <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa012>.
- Kanwal, S., & Naddem, 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., & Love, I. (2011). The impact of the financial crisis on new firm registration. *Economics Letters*, 133(1), 1-4. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2011.05.048>
- Klapper, L. F., & Love, I. (2002). Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *World Bank - Development Research Group*. Doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.303979>
- 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. Doi: <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. Doi: <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. Doi: <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. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2013.08.002>
- Lee, S. (2018). Growth, profits and R&D investment. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 31(1), 607-625. Doi: <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.
- Liu, X., & Siler, P. (1996). Recent foreign divestment from tayside: a comparative case study of giddings & lewis, timex and hallmark. *Scottish Affairs*, 16(1), 87-103.
- Loss, L., & Sarlo Neto, A. (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. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000100005>
- 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. Doi: <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. Doi: <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890013>.
- Paunov, C. (2012). The global crisis and firms' investments in innovation. *Research Policy*, 41, 24-35. Doi: <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. Recuperado em 10 novembro, 2021, de <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. Doi: <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. Doi: <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. Doi: <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. Doi: <http://dx.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.
- Schommer, M., Richter, A., & Karna, A. (2019). Does the diversification-firm performance relationship change over time? A meta-analytical review. *Journal of Management Studies*, 56(1), 270-298. Doi: <https://doi.org/10.1111/joms.12393>
- 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. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jengtecman.2020.101553>.
- Shin, M., Kim, S., Shin, J., & Lee, J. (2018). Earnings Quality Effect on Corporate Excess Cash Holdings and Their Marginal Value. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(4), 901-920. Doi: <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1273767>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Souza, J. D. M., Montezano, R. M. da S., & Lameira, V. de J. (2020). Os impactos dos investimentos em ativos reais no desempenho de empresas brasileiras. *Revista*

Contabilidade Vista & Revista, 31(3), 6-25. Doi:
<https://doi.org/10.22561/cvr.v31i2.4868>

Swalih, M., Adarsh, K., & Sulphey, M. (2020). A study on the financial soundness of 53 Indian automobile industries using Altman Z-Score. *Accounting*, 7(2), 295-298. Doi: <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. Doi: <https://doi.org/10.19044/esj.2019.v15n1p93>

Van der Stede, W. A. (2000). The relationship between two consequences of budgetary controls: budgetary slack creation and managerial short-term orientation. *Accounting, Organizations and Society*, 25(6), 609-622. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(99\)00058-6](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(99)00058-6)

Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559. Doi: <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. Doi: <https://doi.org/10.1002/smj.4250140702>

Zylbersztajn, D. (1995). Estruturas de governança e coordenação do agribusiness: uma aplicação da nova economia das instituições. (Tese de doutorado). Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado em 10 novembro, 2021, de http://www.fundacaofia.com.br/pensa/anexos/biblioteca/63200715534_.pdf.