

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO -
FECAP**

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

JÂNIO MOSSINATO

**DETERMINANTES DAS ATIVIDADES DE
DESINVESTIMENTO CORPORATIVO: UMA ANÁLISE PARA
EMPRESAS BRASILEIRAS DOS SETORES DE
CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE, CONSUMO CÍCLICO E
MATERIAIS BÁSICOS**

São Paulo

2017

JÂNIO MOSSINATO

**DETERMINANTES DAS ATIVIDADES DE
DESINVESTIMENTO CORPORATIVO: UMA ANÁLISE
PARA EMPRESAS BRASILEIRAS DOS SETORES DE
CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE, CONSUMO CÍCLICO E
MATERIAIS BÁSICOS**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio
Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a
obtenção do título de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Eduardo Augusto do Rosário
Contani**

São Paulo

2017

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Dr. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

M913d

Mossinato, Jânio

Determinantes das atividades de desinvestimento corporativo: uma análise para empresas brasileiras dos setores de construção e transporte, consumo cíclico e materiais básicos / Jânio Mossinato. - - São Paulo, 2017.

40 f.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Augusto do Rosário Contani.

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.

1. Empresas - Brasil. 2. Investimentos - Análise. 3. Empresas brasileiras - Estudo de casos.

CDD 658.152

JÂNIO MOSSINATO

**DETERMINANTES DAS ATIVIDADES DE DESINVESTIMENTO CORPORATIVO:
UMA ANÁLISE PARA EMPRESAS BRASILEIRAS DOS SETORES DE
CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE, CONSUMO CÍCLICO E MATERIAIS BÁSICOS**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Professora-Doutora Michele Nascimento Jucá
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Professor-Doutor Vinicius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Professor-Doutor Eduardo Augusto do Rosário Contani
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, de de 2017.

Resumo

Estudos anteriores sobre desinvestimento corporativo em publicações internacionais documentam que operações com fraco desempenho operacional, dificuldades financeiras ou com baixo nível de investimento são significativos determinantes para decisões de desinvestimento para as empresas. Consideram ainda que empresas maiores, idade da empresa e empresas que tiveram uma experiência anterior em desinvestimento são mais propensas a novos desinvestimentos. As hipóteses foram formuladas apoiadas em resultados prévios e desenvolveu-se a pesquisa para identificar os determinantes de desinvestimento para uma amostra de 161 empresas brasileiras, para o período de 2004 a 2015 com 352 eventos de desinvestimentos. Os achados são consistentes com a proposição de que o tamanho da empresa e existência de desinvestimento prévio são significativos desencadeadores de desinvestimentos. Como surpresa, os resultados não suportam as hipóteses de fraca performance operacional, endividamento, baixo nível de investimento e idade da empresa como determinantes de atividades de desinvestimento. Este estudo fornece uma introdução para o tema desinvestimento corporativo e seus determinantes no contexto acadêmico nacional.

Palavras-chave: Desinvestimento corporativo; Determinantes de desinvestimento; Performance operacional; Estratégia corporativa; Reestruturação.

Abstract

Previous studies on corporate divestiture in international publications have documented that operations with poor operating performance, financial difficulties or with low investment levels are significant determinants of corporate divestment decisions. They also consider that larger companies, firm age and firms that had previous experience in divestment are more prone to new divestitures. The hypotheses were formulated based on previous results and the research was developed to identify the determinants of divestment for a sample of 161 Brazilian companies for the period from 2004 to 2015 with 352 divestiture events. The findings are consistent with the proposition that firm size and prior divestitures experience are significant determinants of divestitures. As a surprise, the results do not support the hypotheses that poor operating performance, leverage, lower investment level and firm age as determinants of divestiture activities. This study provides an introduction to the topic of corporate divestiture and its determinants in the national academic context.

Key-words: Corporate divestiture; Determinants of divestiture; Operating performance; Corporate strategy; Restructuring.

Sumário

1 Introdução.....	6
1.1 Objetivos.....	7
1.2 Hipóteses de pesquisa.....	8
1.3 Estrutura.....	9
2 Referencial Teórico.....	10
2.1 Desinvestimentos.....	10
2.2 Diversificações, fusões, aquisições e desinvestimentos.....	10
2.3 Determinantes de atividades de desinvestimentos.....	11
3 Metodologia.....	14
3.1 Amostra.....	19
3.2 Modelo de regressão.....	19
3.3 Variáveis.....	21
3.4 Estatísticas descritivas.....	23
4 Resultados.....	27
5 Conclusão.....	32
Referências.....	33
Anexo A – Comunicado de Desinvestimento para Empresa do Setor de Materiais Básicos.....	38
Anexo B – Comunicado de Desinvestimento para Empresa do Setor de Construção e Transporte.....	39
Anexo C – Comunicado de Desinvestimento para Empresa do Setor de Consumo Cíclico.....	40

1 Introdução

O tema desinvestimento corporativo vem sendo objeto de estudo por inúmeros pesquisadores internacionais das áreas de finanças empresariais, estratégia corporativa, fusões, aquisições e reestruturações, economia e contabilidade, como Brauer (2006; 2009), Feldman e McGrath (2016), Hite e Owers (1983), Hoskisson, Johnson e Moesel (1994), Kaplan e Weisbach (1992), Lang, Poulsen e Stulz (1995), Mulherin e Boone (2000), Porter (1976), Rosenfeld (1984), Prezas e Simonyan (2015).

O cenário de estudo para a maioria dos pesquisadores sobre desinvestimento tem forte concentração na experiência corporativa dos conglomerados norte-americanos, em razão da relevância econômica destas organizações para o país e para o contexto mundial. Basicamente, o período de estudos compreende eventos de desinvestimentos ocorridos ao longo das últimas quatro décadas.

Desinvestimentos corporativos são entendidos como significativos ajustes promovidos pelas empresas na propriedade da sua estrutura de portfólio de negócios. É um tema sensível e muitas vezes confidencial para a maioria das empresas, devido à sua associação com histórico de insucesso, de escolha estratégica e podendo ser usado como um indicador de futuras decisões (Duhaime & Grant, 1984). Desinvestimento corporativo é um mecanismo importante de decisão estratégica para a empresa se racionalizar e reorientar o escopo do seu portfólio de negócios, (Brauer, 2006; Brauer & Schimmer, 2010; Chen & Guo, 2005). Decisões de desinvestimentos estão associadas a problemas de baixa performance operacional e financeira (Brauer, 2009; Johnson, 1996; Lang et al., 1995; Shimizu & Hitt, 2005; Shleifer & Vishny, 1992).

A transferência de ativos ou de negócios pressupõe uma utilização mais valorosa ou um uso mais eficiente pela parte adquirente. Por intermédio de operações de desinvestimentos, as empresas reduzem seu portfólio de negócios, provocam mudanças em suas contas patrimoniais e afetam diretamente os fluxos de caixa atuais ou futuros e, possivelmente, o valor para o acionista (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Enquanto aquisição representa uma abordagem para a expansão do escopo corporativo, em contraste, desinvestimento significa uma redução desse escopo (Feldman & McGrath, 2016).

Atividades de desinvestimentos podem ocorrer de forma voluntária ou involuntária. Desinvestimentos voluntários são resultados de decisões deliberadas, feitas pela

administração da própria empresa (Alexander, Benson, & Kampmeyer, 1984; Khan & Mehta, 1996). Desinvestimentos involuntários podem ocorrer por exigências de leis ou determinação de autoridades antitruste ou quando a empresa é confrontada com uma decisão regulatória adversa (Alexander et al., 1984; Gaughan, 2007). Uma análise dos efeitos de desinvestimento involuntário, resultante do clássico caso de desregulamentação da AT&T pode ser visto em Chen e Merville (1986) e Gaughan (2007).

1.1 Objetivos

A questão que se procura responder é: quais são os determinantes de atividades de desinvestimento de empresas brasileiras dos setores de Construção e Transporte, Consumo Cíclico e de Materiais Básicos? Diante dessa questão, o objetivo principal do estudo é identificar se características das empresas como tamanho, performance operacional e desempenho financeiro são determinantes de desinvestimentos. Como objetivo específico verificar se (i) a idade da empresa, (ii) baixo nível investimento, e (iii) evidência de desinvestimentos anteriores são indicadores de atividades de desinvestimentos.

O presente artigo identifica e analisa os determinantes de desinvestimento para uma amostra de 161 empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros) no período de 2004 a 2015. A escolha da fonte de dados está fundamentada pela disponibilidade de informações financeiras, acessibilidade aos eventos e fatos relevantes publicados e em razão destas empresas receberem cobertura por parte da imprensa de negócios. A partir da utilização de uma regressão logística, os resultados encontrados permitirão comparação com pesquisas anteriores de Berchtold, Loderer e Waelchi (2015), Chen e Guo (2005), Haynes, Thompson e Wright (2003), Hillier, McColgan e Werema, (2009), Kolev (2016), Nguyen, Rahman e Zaho (2013), Warusawitharana, (2008), entre outros, relativas a diversos períodos e diferentes países, além de discorrer sobre o referencial teórico presente na literatura de desinvestimento corporativo.

O pressuposto desta pesquisa é de que a exploração do tema desinvestimento corporativo e seus determinantes possa: (i) de forma geral, oferecer aos gestores e profissionais de finanças maior aprofundamento sobre essa estratégia corporativa; (ii) possibilitar maior aproximação entre a pesquisa acadêmica e a realidade vivenciada pelas organizações; (iii) agregar como contribuição acadêmica para um tema pouco estudado no país e (iv) despertar para futuras pesquisas, em linha com a diversidade de estudos internacionais.

1.2 Hipóteses de pesquisa

Com foco na avaliação do desempenho operacional, financeiro e características das empresas como tamanho e idade, buscou-se identificar os determinantes que levam empresas a se envolverem em atividades de desinvestimento. As hipóteses de pesquisa foram formuladas com base em resultados documentados na literatura existente sobre o tema.

H₁: Empresas maiores são mais propensas a desinvestimentos.

O tamanho da empresa está associado com atividades de desinvestimentos (Berchtold et al., 2015; Haynes et al., 2003; Kolev, 2016; Warusawitharana, 2008). Ao estudarem a relação entre governança corporativa e a decisão de *spin off* Ahn & Walker (2007), constataram que o tamanho da empresa está positivamente associado com essa modalidade de desinvestimento. Conforme observado por Nguyen et al. (2013), grandes empresas tendem a reter um número maior de ativos e, eventualmente, reformulam esse conjunto de ativos, como consequência de evolução tecnológica ou desenvolvimento de mercado. Empresas maiores têm um custo menor para conduzir um desinvestimento.

H₂: Empresas com baixa performance operacional são mais predispostas a atividades de desinvestimento.

Conforme reportado por Warusawitharama (2008), o retorno operacional registrado por uma empresa prevê fortemente a decisão de uma empresa para comprar ou vender ativos. Incrementos em rentabilidade diminuem as chances em favor da venda de ativos, e baixa rentabilidade induz empresas a vender seus ativos. Ao vender ativos, as empresas invertem a tendência de declínio em seu desempenho (Hillier et al., 2009). Trabalhos de Chen e Guo (2005), Nguyen et al. (2013), Berchtold et al. (2015) e Kolev (2016) reforçam entendimento de associação entre baixa performance operacional é desinvestimentos.

H₃: Empresas com elevada alavancagem são mais inclinadas a se envolverem em desinvestimentos.

Estudo de Lang et al. (1995) reporta que empresas de baixo desempenho ou com alavancagem significativa são empresas que vendem ativos. Para relaxar restrições de crédito, empresas em dificuldades, que apresentam maiores índices de alavancagem e fluxos de caixa mais baixos, vendem ativos (Chen & Guo, 2005). Em sua análise, Hillier et al. (2009) mostram que alta alavancagem é uma das principais razões apontadas por gestores para a venda de ativos. Elevado endividamento têm um impacto significativo nas decisões de desinvestimento das empresas (Berry, 2010).

H₄: A idade da empresa é um determinante de operações de desinvestimento.

Para Berchtold et al. (2015), o efeito idade da empresa é economicamente significativo e que não pode ser esclarecido por explicações alternativas propostas pela literatura. Segundo os autores, desinvestimento de ativos é um fenômeno de empresas maduras e envolvem principalmente ativos não essenciais, e que o valor relativo de ativos vendidos aumenta significativamente à medida que as empresas amadurecem.

H₅: Empresas com baixo nível histórico de investimento têm maior tendência a atividades de desinvestimento.

Empresas que desinvestem têm taxas significativamente menores de crescimento de vendas, de ativos, de investimentos e de fluxo de caixa. Empresas com desinvestimentos investem menos, pois sofrem restrições de financiamento ou têm piores oportunidades para investimento (Schlingemann, Stulz & Walkling, 2002). Para Chen e Guo (2005), empresas com desinvestimentos e com declínio em sua atividade operacional são menos propensas a manter investimentos de capital em suas operações. Para gerar fundos, em razão de mau desempenho, geralmente acompanhado de fracos resultados, incapacidade de investir em novos projetos e de inovar, as empresas podem decidir vender ativos não rentáveis da empresa (Kolev, 2016).

H₆: Empresas com experiência anterior de desinvestimento são mais favoráveis a novo desinvestimento.

Quando a experiência de desinvestimento é alta e o desempenho da unidade adquirida é baixo, a probabilidade de desinvestimento é muito maior. A experiência ajuda a empresa a estabelecer rotinas para fazer desinvestimentos (Shimizu & Hitt, 2005). Conforme Villalonga e McGahan (2005), empresas com experiência em desinvestimentos podem ser mais efetivas nessa estratégia de operação do que empresas sem experiência prévia. Em sua análise, Kolev (2016) identifica que o preditor mais forte de desinvestimentos é a evidência de desinvestimentos prévios. Experiências anteriores são acumuladas, aumentando a confiança e habilidade dos gestores envolvidos que as utilizarão em futuras operações.

1.3 Estrutura

O artigo está composto da seguinte forma: a primeira seção corresponde à presente introdução; a segunda seção apresenta a revisão da literatura para o tema; a terceira seção trata da metodologia; os resultados são apresentados na quarta seção. Por último, a conclusão e contribuições, bem como limitações e implicações para futuros estudos.

2 Referencial Teórico

A abertura desta seção tem por objetivo descrever os principais tipos de desinvestimentos referenciados na literatura. Na sequência, a abordagem desse termo inserido no contexto onde normalmente é apresentado (reestruturações, fusões e aquisições) e sua evolução. Por último, os determinantes de atividades de desinvestimento foram explorados.

2.1 Desinvestimentos

Embora existam diversas formas pelas quais as empresas podem desinvestir seus negócios, os principais tipos de desinvestimentos examinados na literatura são: *sell-off*, *spin-off* e *equity carve-out* (Brauer & Schimmer, 2010; Chen & Guo, 2005; Kolev, 2016; Mulherin & Boone, 2000; Villalonga & McGahan, 2005). Verifica-se uma concentração maior de estudos sobre desinvestimentos nas modalidades *sell-off* e *spin-off*, conforme observado em Bergh, Johnson e Dewitt (2008), Bergh e Sharp (2015), Feldman e McGrath (2016), Rosenfeld (1984), Prezas e Simonyan (2015).

Um *sell-off* envolve a venda de ativos de uma empresa para outra, em troca de dinheiro e/ou valores mobiliários. Em diversos contextos, o termo é apresentado como de uso geral para descrever a venda de parte de uma empresa, ou como a venda de parte dos ativos de uma empresa, como um segmento, uma divisão, uma subsidiária ou uma linha de produtos. Um *spin-off* ocorre quando uma empresa que faz o desinvestimento redistribui a propriedade de uma subsidiária para seus acionistas, criando uma companhia que opera de forma independente, com a sua própria estrutura de governança. Os acionistas da empresa controladora, normalmente, recebem um número proporcional de ações da nova entidade criada (Bergh & Sharp, 2015; Khan & Mehta, 1996; Lee & Madhavan, 2010; Prezas & Simonyan, 2015; Rosenfeld, 1984).

Equity carve-out é o desinvestimento parcial ou total de uma unidade de negócios por meio de uma oferta pública inicial (IPO) (Allen & McConnell, 1998; Frank & Harden, 2001; Lee & Madhavan, 2010). Em muitos casos, as empresas mantêm participação majoritária sobre aquela unidade de negócio, reduzindo sua participação no futuro. A empresa também pode optar por distribuir ações da nova entidade a seus acionistas, em vez de vendê-las no mercado a novos investidores. *Spin-offs* diferem de *carve-outs* na quantidade de controle sobre os ativos desinvestidos pela empresa controladora. Enquanto em *spin-offs* o desinvestimento por parte dos controladores é total, em *carve-outs* ocorre de forma parcial (Frank & Harden, 2001; Hulburt, Miles, & Woolridge, 2002; Michaely & Shaw, 1995).

2.2 Diversificações, fusões, aquisições e desinvestimentos

A história da pesquisa em desinvestimento corporativo teve início na década de 1980 (Brauer, 2006). Nesse período de tempo, essa atividade ganhou importância crucial na prática de negócios, como o aumento no volume e tamanho das operações realizadas pelas corporações americanas. Na visão do autor, estudiosos de estratégia corporativa foram os primeiros a realizar uma extensa pesquisa sobre desinvestimentos, em razão de que desinvestimentos alteram a configuração do portfólio de negócios da empresa. Na visão de Porter (1976), essa evidência foi percebida na década anterior. Nos anos 1970, diante da recente recessão econômica e na sequência de um longo período de atividades de fusões e diversificações, era perceptível o aumento no número de desinvestimentos e na publicação de trabalhos recentes para o tema, na concepção de uma decisão estratégica esperada e regular, em resposta às circunstâncias desfavoráveis de mercado.

Duas ondas de aquisições ocorreram nos Estados Unidos nas décadas de 1960 e 1980 e com grande efeito para a estrutura das corporações. O movimento de aquisições dos anos 1960 foi marcado por diversificações não relacionadas, enquanto o movimento dos anos 1980 foi caracterizado por consolidação e especialização, com as organizações focando suas atividades em seu *core business* ou como uma correção ao movimento de diversificações da década de 1960. A política antitruste desempenhou um papel importante nas duas ondas de aquisições e ambos os contextos foram seguidos por intensas atividades de desinvestimento (Shleifer & Vishny, 1991).

Em artigo publicado no início dos anos 1990, Jensen (1993) compara a década de 1980 com a década de 1890 da economia americana em termos de dois períodos caracterizados por um rápido crescimento econômico e os semelhantes paralelos: ampla mudança tecnológica e organizacional que levou a custos decrescentes, aumento médio, mas uma produtividade marginal decrescente do trabalho, redução das taxas de crescimento da renda do trabalho, excesso de capacidade e, em última análise, a contração e redução de operações e saída. Na visão do autor, os mercados de capitais desempenharam um papel importante na eliminação de excesso de capacidade, tanto no século XIX como na década de 1980. Nessa última, eliminando o excesso de capacidade por meio de aquisições alavancadas, recompra de ações, aquisições hostis e venda de divisões.

Estudos subsequentes sobre desinvestimentos encontram-se relacionados a contextos de reestruturação, diversificação corporativa e estão assentados em mudanças ocorridas com grandes conglomerados (empresas altamente diversificadas) nos Estados Unidos,

principalmente nas décadas de 1960, 1970 e 1980. Para uma melhor compreensão da evolução de desinvestimentos, causas subjacentes e seus motivos, serão examinados artigos da literatura sobre a perspectiva de crescimento dessa atividade a partir de movimentos de reestruturação e diversificação corporativas, bem como referencial teórico sobre direcionadores de desinvestimentos.

Enquanto o tópico fusões e aquisições tem recebido grande foco por parte da literatura acadêmica, o mesmo não se verifica para o tema desinvestimento (Feldman & McGrath, 2016; Lee & Madhavan, 2010). Conforme observado por Brauer e Wiersema (2012), apesar do significativo crescimento de valor verificado nas operações de desinvestimento e da importância dessa alternativa como atividade estratégica para as empresas, a compreensão sobre sua performance permanece limitada. Como apresentado por Feldman e McGrath (2016) essa discrepância chama atenção quando se considera que, em média, desinvestimentos representam um terço do valor global anual de negócios. Além de que uma operação de desinvestimento (venda) por uma empresa, normalmente corresponde a uma aquisição (compra) por outra.

Fusões e aquisições ocorridas nas décadas de 1960 e 1970 formaram um excesso de conglomerados e, a partir da década seguinte, muitas empresas reorientaram seus portfólios, impulsionando as atividades de desinvestimento como um meio estabelecido para dissolução de negócios (Berger & Ofek, 1995; Gaughan, 2007; Hoskisson & Hitt, 1990; Hoskisson et al., 1994; Kaplan & Weisbach, 1992; Koller et al., 2010). As condições antecedentes a esse movimento incluem mudanças nas condições ambientais, governança das empresas, estratégia ineficaz, fraco desempenho e reestruturação financeira (Johnson, 1996).

Conforme observado por Servaes (1996), a tendência das empresas em desinvestir divisões não relacionadas pode ser verificada na década de 1960 e início de 1970, quando muitas empresas começaram a diversificar. Segundo o autor, estudos do período sobre a relação entre foco corporativo e desempenho da empresa indicavam que a diversificação afetava de forma adversa a riqueza dos acionistas e, que esse resultado explicaria o motivo pelo qual as empresas começaram a aumentar o foco desde o final da década de 1970.

Cerca de 60% das aquisições entre empresas de um mesmo setor ocorridas entre 1970 e 1982 foram vendidas até 1989, como consequência do fraco desempenho financeiro Gaughan (2007). Ao estudarem causas e efeitos de aquisições e desinvestimentos durante os anos 1990 como importância do processo de reestruturação ocorrido, Mulherin e Boone (2000) identificaram que 17% de uma amostra de 1.305 empresas se envolveram em um grande desinvestimento. Verificaram que, em média, com base no valor do patrimônio,

empresas com atividade de desinvestimento são muito maiores do que empresas que se envolveram em aquisição.

Aquisições, alianças e desinvestimentos são alternativas estratégicas ao longo de uma sequência contínua de formas de governança. Enquanto aquisições representam uma maior integração em uma extremidade desta sequência, desinvestimentos representam menos integração na outra extremidade. *Joint ventures* e alianças estão no meio dessa sequência, que normalmente conferem às empresas posterior opção por uma aquisição ou desinvestimento (Villalonga & McGahan, 2005). Conforme argumentado por Brauer (2006), esse movimento de fusões e aquisições levou a um equívoco comum de que desinvestimentos são imagens de espelho de fusões e aquisições. Na opinião do autor, um pressuposto simplista que não considera as múltiplas formas de desinvestimento.

Um dos motivos mais comuns pelos quais empresas desinvestem operações ou parte delas é em razão de mau desempenho. Muitas vezes, a baixa performance de muitas empresas é resultado de ativos com mau desempenho, relacionados a erros estratégicos cometidos no processo de aquisição em anos anteriores. Outro aspecto é que empresas que têm utilizado aquisições para diversificar chegam a um ponto de excesso de diversificação. Consequentemente buscam reorientação estratégica, promovendo desinvestimentos de unidades que não estão relacionadas com o seu *core business*, reduzindo seu tamanho, aumentando seu fluxo de caixa e em muitos casos destinando recursos para pagamento de dívidas (Hitt, Hoskisson, Johnson & Moesel, 1996). O processo de desinvestimento também cria custos de transação significativos, semelhantes aos custos de aquisição que uma empresa incorre.

Ao estudar a diversificação de 33 grandes empresas de prestígio nos EUA durante o período 1950-1986, Porter (1987) constatou que a maioria delas tinha desinvestido muito mais aquisições realizadas do que mantido, e que muitas aquisições são eventualmente desinvestidas no longo prazo, como decorrência de empreendimentos mal concebidos. Kaplan e Weisbach (1992) concluíram que quase 44% de uma amostra de grandes aquisições concluídas entre 1971 e 1982 foram desinvestidas até o final de 1989. Apesar da alta frequência de desinvestimentos, contudo, os autores verificaram que mais da metade dessas operações reportaram um ganho ou nenhuma perda na venda da unidade e que, aquisições não relacionadas são mais prováveis de serem alienadas do que as aquisições relacionadas.

Em estudo que examinou reestruturações voluntárias de 46 grandes empresas americanas na década de 1980 (empresas com mais de 1 bilhão de dólares em ativos e que tiveram pelo menos um ano de resultado negativo, seguido por pelo menos três anos de

resultados positivos), John, Lang e Netter (1992) verificaram que a resposta predominante por parte das empresas para resultados negativos foi pela adoção de políticas de contração. Tais políticas buscavam diminuir o tamanho da empresa ou o seu controle de recursos, muitas vezes com o objetivo de reverter os efeitos de diversificação passada e reorientar a empresa no seu *core business*. Da amostra analisada, 63% das empresas realizaram desinvestimentos nos três anos seguidos ao ano de resultado negativo.

De acordo com o apresentado por Haynes et al. (2003), três argumentos podem ajudar a explicar o momento do aumento total no desinvestimento em 1980 e 1990. Primeiramente, a atividade de desinvestimento pode ser uma reversão de uma preferência gerencial passada para expansões diversificadas. Segundo, uma combinação de melhorias do mercado de capitais e custos de transação mais baixos durante a década de 1980, pode ter reduzido a vantagem comparativa de transações que desencadeavam a empresa multidivisional. Em terceiro, na década de 1980 o mercado de capitais parecia ter formado uma visão mais pessimista de empresas altamente diversificadas. Nas décadas anteriores, aquisições diversificadas foram recebidas ou na pior das hipóteses, consideradas neutras pelo mercado de ações.

2.3 Determinantes de atividades de desinvestimento

É bem documentado na literatura que desinvestimentos estão associados com declínio da rentabilidade da empresa ou da unidade desinvestida (Brauer, 2009; John & Ofek, 1995; Krishnaswami & Subramaniam, 1999; Ravenscraft & Scherer, 1986; Shimizu & Hitt, 2005). Empresas que vendem ativos, normalmente o fazem devido à sua situação financeira e apresentam fraco desempenho e/ou alta alavancagem (Lang et al., 1995). Organizações que realizam *equity carve-outs* têm elevados índices de alavancagem, baixos índices de cobertura de juros, índices de lucratividade e de retorno sobre os ativos mais baixos em relação aos seus pares de setor (Allen & McConnell, 1988).

Em estudo que reuniu informações de executivos e financeiros de 40 grandes empresas norte-americanas, que realizaram desinvestimentos no período 1975-1980, Duhaime e Grant (1984) identificaram três fatores significativos que influenciaram a decisão de desinvestir: baixa solidez financeira com decisões de desinvestimento tomadas geralmente quando os níveis de desempenho das empresas são inferiores à média de seus setores (retorno sobre o patrimônio), fraco desempenho da unidade e baixa interdependência entre a unidade desinvestida com outras unidades da empresa.

Uma empresa em dificuldade financeira pode tentar reprogramar sua dívida, voluntariamente ou por intermédio de um processo judicial de reestruturação financeira; ela pode tentar levantar recursos por meio de emissão de nova dívida ou de capital próprio ou vender ativos. Os valores recebidos pela venda de ativos são normalmente utilizados para pagamento de dívida, em substituição à obtenção de novo crédito, reduz a exposição e conflito entre credores, bem como a necessidade de se extrair concessões por parte desses. De forma geral, esses são os principais motivos que fazem com que a venda de ativos seja uma opção escolhida com frequência e, portanto, às vezes se torna a escolha mais atraente (Shleifer & Vishny, 1992).

O aumento no foco (*core business*) é um importante motivo para realização de desinvestimentos e duas são as razões principais para que uma empresa promova a venda de ativos para uma terceira empresa: (a) o ativo tem um melhor ajuste e vale mais como parte da organização do comprador do que é como parte do vendedor. Um valor adicional é criado para o comprador, por uma operação mais eficiente desse ativo e (b) o ativo desinvestido interfere com outras operações do vendedor. Isso ocorre quando o ativo não é relacionado com o *core business* da empresa (John & Ofek, 1995). Os autores concluem ainda que, empresas que aumentam seu foco, experimentam melhoria significativa no desempenho dos ativos remanescentes do vendedor nos três anos seguintes ao desinvestimento.

Ao pesquisar sobre a venda de ativos por parte de empresas em situação financeira crítica, Brown, James e Mooradian (1994) encontraram evidências de que a pressão exercida pelos credores, os bancos em particular, são fundamentais para a decisão de venda de ativos para pagamento de dívida. Empresas com maior quantidade de dívida em sua estrutura de capital são mais propensas a vender ativos para pagamento de dívida e, o valor da venda de ativos usados para pagamento da dívida tem significativo valor de opção perdida para os acionistas. Os autores constataram que a rotatividade do CEO (*chief executive officer*) é significativamente menor para as empresas que utilizam a venda de ativos para pagar a dívida.

A motivação mais atraente para venda de ativos é o fornecimento de fundos quando fontes alternativas de financiamento são muito caras, possivelmente por causa dos custos de agência, de dívida ou porque a assimetria de informação faz venda de participações sem atrativos (Lang et al., 1995). Os autores concluem que as empresas que vendem bens são motivadas pela situação financeira e tendem a ter performance insatisfatória e alta alavancagem e não pela descoberta de que alguma outra empresa tem uma vantagem comparativa na operação dos ativos.

Examinando as causas e consequências de 50 maiores desinvestimentos corporativos por empresas americanas entre 1983 e 1987 Cho e Cohen (1997) reportaram que (i) o declínio no desempenho da empresa é um importante fator motivador de desinvestimento; (ii) empresas com desinvestimentos experimentam retornos de fluxo de caixa significativamente menores no ano de desinvestimento, em comparação com seus pares de indústria, mas não em anos anteriores; (iii) gestores retêm decisões de desinvestimento até que a empresa como um todo experimente um mau desempenho; e (iv) a fraca performance de outras unidades da empresa (unidades não desinvestidas), afetam as decisões de desinvestimento.

Em estudo comparativo entre empresas com e sem desinvestimento, em momento anterior e posterior ao evento de desinvestimento, Montgomery e Thomas (1988) constataram que a rentabilidade operacional de empresas que desinvestiram é significativamente menor do que para as empresas que não desinvestiram (*ROA* de 4.8 para empresas com desinvestimento e 7.4 para empresas sem desinvestimento). Complementam, afirmando que desinvestimentos ocorrem quando o desempenho da empresa é inferior aos de seus pares do setor e que a melhora a curto prazo obtida com o desinvestimento não é suficiente para eliminar a defasagem nessa relação.

Buscando investigar os motivos que provocaram reestruturações societárias, levando empresas ao desinvestimento parcial ou total de uma unidade de negócios via *spin-off* ou *carve-out*, Frank e Harden (2001) identificaram para uma amostra de 140 empresas com eventos ocorridos entre 1991 e 1997 que à medida que a necessidade de caixa aumenta, a empresa torna-se mais propensa em desinvestir uma unidade de negócios via *carve-out*. A escolha do método de desinvestimento está diretamente relacionada à qualidade dos ativos desinvestidos e à rentabilidade da unidade no seu setor.

Ao estudar uma amostra de 350 empresas de baixo desempenho, Kruse (2002) identifica que empresas são mais propensas a vender ativos se a taxa de crescimento do seu setor é maior do que a da empresa. Essa relação é mais forte entre empresas menos propensas a sofrer de falta de flexibilidade, decorrente de má saúde financeira. Verifica também que empresas que estão sofrendo de baixa capacidade de endividamento, experimentando rotatividade não rotineira de seu principal executivo ou se fizeram aquisições antes de seu declínio de desempenho são mais inclinadas à venda de ativos. O trabalho de Kruse, bem como os principais achados são consistentes com estudo de Shleifer e Vishny (1992).

Três motivos proeminentes da literatura financeira para desinvestimentos são destacados por Schlingemann et al. (2002): (1) ter ativos específicos que podem ser operados de forma mais eficiente por outros (a explicação da eficiência); (2) para fazer a empresa mais

eficiente, reduzindo o seu grau de diversificação (a explicação da não diversificação); e (3) para relaxar as restrições de crédito (a explicação de financiamento). Ao analisar quais segmentos e ativos são desinvestidos, os autores identificaram que um segmento é mais provável de ser desinvestido quando seu fluxo de caixa é baixo, trata-se de um segmento pequeno, *non-core*, e o seu índice de liquidez é alto.

Como parte de seu estudo para identificar os determinantes de decisão da empresa para desinvestir e como as empresas escolhem entre os mecanismos de desinvestimento, Chen e Guo (2005) verificaram, utilizando-se de um modelo multinomial, que empresas com maior diversificação, elevado crescimento de receita, alta alavancagem, elevado rendimento de dividendos, e baixos fluxos de caixa são mais prováveis de desinvestir unidades ou segmentos por meio de *equity carve-outs* (em vez de não ter qualquer desinvestimento). Empresas com maior diversificação, baixo crescimento de receitas, alta alavancagem e alto rendimento de dividendos, são mais propensas a desinvestir unidades ou segmentos utilizando-se de *spin-offs*; enquanto aquelas com maior diversificação, maior crescimento de receitas, alta alavancagem, altos índices *book-to-market*, baixo Q de Tobin, menor fluxo de caixa, e de alta assimetria de informação, são mais propensas a desinvestir unidades ou segmentos por intermédio de *sell-offs* de ativos.

Ao revisar 37 contribuições sobre desinvestimentos publicadas no período de 1980 a 2006 nas principais revistas de gestão estratégica, Brauer (2006) fornece um relato abrangente dos resultados. Do total analisado, mais de metade das pesquisas (57%) tratam sobre antecedentes de desinvestimento e duas questões têm dominado a pesquisa sobre desinvestimento: (a) Quais são os determinantes de desinvestimentos da empresa? (b) Quais são as implicações de desinvestimento na performance da empresa? O ponto mais controverso no rol de pesquisas sobre desinvestimentos é que desinvestimentos são utilizados para restaurar a eficiência empresarial, associado a isso, o fraco desempenho da empresa foi encontrado como o mais forte preditor de desinvestimentos, além disso, o insatisfatório desempenho no nível da unidade de negócios e intensidade da dívida relativa foi encontrado para desencadear desinvestimentos.

Conforme publicação da PWC (2012), os fatores que tipicamente beneficiam um negócio como candidato a desinvestimento são: fraco desempenho com declínio na participação de mercado e de rentabilidade; *commoditizing* do modelo de negócios, operações com caráter cíclico de receitas e de rentabilidade, a falta histórica de investimento de capital que tem de ser resolvida no curto prazo, perda resultando de negócios que não estão mais sendo considerados críticos para outros aspectos do portfólio, perfil de risco de um setor ou de

negócios não consistentes com o equilíbrio do portfólio de empreendimentos, *non-core business* herdados como parte de uma grande aquisição e compradores espontâneos ou persistentes, com meios para executar um acordo favorável de preço e fazê-lo rapidamente.

Em pesquisa conduzida por Berchtold et al. (2015) para o período de 1985 a 2010 e composta por uma amostra de 13 mil transações de desinvestimentos relativos à venda de ativos por empresas americanas, os autores obtiveram resultados que confirmam que empresas maduras tendem a alienar ativos *non-core* e que os valores dos ativos aumentam significativamente à medida que as empresas amadurecem. A conclusão é que tais decisões são na sua maioria um fenômeno de empresa madura, induzida pela comparativa crescente incapacidade de empresas maduras para gerir ativos *non-core*, como resultado da rigidez estrutural e de processos acumulados ao longo do tempo. Observações encontradas para os recursos provenientes de atividades de desinvestimento indicam que as empresas maduras não utilizam os recursos para financiar novas oportunidades de crescimento, mas para pagar seus investidores.

Ao analisar dados a partir de 35 publicações anteriores sobre antecedentes de desinvestimentos (período 1993 a 2015), identificando os mais relevantes preditores de desinvestimentos e as teorias subjacentes à decisão de desinvestir, Kolev (2016) constrói uma estrutura de suporte onde desenvolve quatro grandes categorias de determinantes de desinvestimentos, agrupadas em fatores internos (governança corporativa, estratégia da empresa e desempenho) e fatores externos (ambientais do setor da empresa). Os resultados indicam que desinvestimentos são em grande parte impulsionados por fatores que residem dentro da empresa e na unidade corporativa, em vez do ambiente externo. Além disso, as disposições estruturais ineficientes (tamanho da empresa e diversificação da empresa), fraca performance da unidade, baixa disponibilidade de folga e experiência prévia com desinvestimentos aparecem como os principais condutores de desinvestimentos posteriores. Desinvestimento corporativo é apresentado como uma das principais decisões estratégicas da empresa e com importantes implicações para a sua competitividade e rentabilidade.

Segundo a consultoria McKinsey (2015), empresas que avaliam sistematicamente suas carteiras para aquisição, *joint venture* e oportunidades de desinvestimento estabelecem-se para executar suas estratégias corporativas de forma mais eficaz. A frequência com que as empresas (tanto de alto como de baixo desempenho) avaliam seus portfólios para as oportunidades de desinvestimento é significativamente menor do que para aquisições ou *joint ventures*. Na avaliação da PWC (2015), desinvestimento bem-sucedido deve acontecer rapidamente e sistematicamente. O período de tempo entre o lançamento de atividades

internas, de conclusão do negócio e o período pós-fechamento são absolutamente críticos para maximização do valor do desinvestimento e da otimização do valor remanescente da empresa para o longo prazo.

Como observado por Feldman e McGrath (2016), desinvestimento passou a ser visto como uma ferramenta estratégica proativa, tornando-se menos uma atividade inesperada e mais uma atividade que está prevista para ocorrer em empresas. Independente de imediatas intenções para atividades de desinvestimento, as empresas irão se preparar e se planejar de forma contínua. Para Berchtold et al. (2015), a venda de ativos representa uma forma de reestruturação corporativa tão importante como fusões.

3 Metodologia e Estatísticas Descritiva

Neste item se fará apresentação da amostra, das variáveis definidas para estimação do modelo e das principais características do método estatístico empregado.

3.1 Amostra

Para formação da amostra foram escolhidas empresas listadas na BM&FBOVESPA no final do ano de 2015 e pertencentes aos setores de Construção e Transporte, Consumo Cíclico e de Materiais Básicos. O setor econômico de Construção e Transporte reúne empresas dos subsetores de construção, engenharia e de transporte. O setor econômico de Consumo Cíclico representa empresas de tecidos, vestuário, calçados, utilidades domésticas, mídia, hotéis e restaurantes, viagens e lazer e comércio. O setor econômico de Materiais Básicos agrupa empresas de mineração, siderurgia, metalurgia, química, madeira, papel, embalagens e materiais diversos para mineração. Nós restringimos a amostra a esses três setores por serem os mais representativos em número de empresas listadas, possuir uma ampla diversificação de atividades e em razão do procedimento manual adotado para coleta dos eventos de desinvestimentos.

Os comunicados com anúncios de desinvestimentos foram coletados dos sites da BM&FBOVESPA e CVM (Comissão de Valores Mobiliários), dentro do conjunto de informações relevantes publicadas para o período de 2004 a 2015. Os anexos ao final do artigo contêm exemplos de comunicados de desinvestimentos para empresas dos três setores.

De forma geral, uma operação de desinvestimento comunicada oficialmente pelas empresas utiliza-se de palavras-chave como “venda” ou “alienação” (de ativo, bens, imóveis, unidades, subsidiária, operação, participação acionária, controle, etc.). Outras expressões

também foram encontradas como desencadeadoras de uma operação de desinvestimento: “reorganização”, “reestruturação”, “segregação” e “transferência”. A busca foi feita no primeiro eixo da palavra-chave com uso de asterisco para localização de variações dos termos, como “vend*” e “alien*” e assim sucessivamente. A expressão desinvestimento “desinv*” também foi listada entre as palavras-chave de busca, mas verificou-se que o seu uso em comunicados emitidos pelas empresas é restrito ou quase raro.

As informações financeiras foram coletadas da base de dados Economatica, com dados anuais no encerramento de cada exercício. Os registros utilizados na apuração dos indicadores financeiros e operacionais já consideram o impacto provocado no processo de convergência contábil pelas empresas brasileiras com a adoção do IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Por fim, as empresas que não estiveram presentes em pelo menos quatro anos de operações na BM&FBOVESPA para o período analisado foram excluídas, perfazendo uma amostra de 161 empresas analisadas.

3.2 Modelo de regressão

Nesse estudo será considerado metodologia de dados em painel longitudinal não balanceado, onde algumas unidades não aparecem em cada período de tempo, em razão de não estarem presentes ao longo da série de 12 anos. Utilizou-se modelo de regressão logística binária, elaborado com base na estimação por máxima verossimilhança e com abordagem de efeitos fixos. Conforme apresentado por Fávero e Fávero (2016), os modelos de regressão logística são pouco utilizados em muitas áreas do conhecimento humano. O modelo é empregado quando o fenômeno a ser estudado (variável resposta Y) apresenta-se de forma qualitativa dicotômica ($Y=1$ para ocorrência do evento de interesse e $Y=0$ para descrever o não evento), representado por uma variável *dummy*. Função logística:

$$Divest_t = \beta_1 Size_{t-1} + \beta_2 ROA_{t-1} + \beta_3 Leverage_{t-1} + \beta_4 Investment_{t-1} + \beta_5 Firm_Age_t + \beta_6 Prior_Divest_t + \varepsilon \quad (\text{Eq. 1})$$

3.3 Variáveis

A Tabela 1 apresenta o conjunto de variáveis utilizadas no modelo neste estudo, com a descrição, fórmulas e formas de apuração, sinais e resultados esperados, em linha com o referencial teórico considerado.

Divest é a variável *dummy* dependente dicotômica. Tem valor igual a 1 se a empresa conduziu atividade de desinvestimento no ano. Em contrário, o valor é igual a 0.

Size é uma variável quantitativa contínua representada pelo logaritmo natural do total de ativos do ano anterior. Empresas maiores comparadas às empresas menores possuem mais ativos que, conseqüentemente, serão reestruturados ao longo do tempo. O tamanho da empresa é um determinante para transações de desinvestimentos (Berchtold et al., 2015; Haynes et al., 2003; Kolev, 2016; Nguyen et al., 2013; Warusawitharana, 2008).

ROA é uma variável quantitativa contínua, produto do percentual do resultado operacional em relação ao total de ativos, apurado com base no ano anterior. Empresas podem responder com atividades de desinvestimentos diante de baixa performance operacional (Berchtold et al., 2015; Hillier et al., 2009; Kolev, 2016; Lang et al., 1995; Montgomery & Thomas, 1988; Nguyen et al., 2013; Warusawitharana, 2008).

Leverage é uma variável quantitativa contínua da porcentagem da dívida líquida (dívida de curto e longo prazo deduzida das disponibilidades) em relação ao total de ativos do ano prévio. Empresas que desinvestem ativos são caracterizadas por elevados índices de endividamento e o fazem para resolver problemas de liquidez (Berchtold et al., 2015; Chen & Guo, 2005; Lang et al., 1995; Haynes et al., 2003; Hillier et al., 2009; Nguyen et al., 2013).

Investment é uma variável quantitativa contínua do percentual do valor de *capex* (*capital expenditures*) sobre as receitas, apurado com base no período anterior. Empresas que desinvestem experimentam declínio em sua operação e são menos predispostas em manter investimentos (Chen & Guo, 2005; Berchtold et al., 2015).

Firm_Age é uma variável contínua com a idade da empresa em número de anos de atividade. Empregou-se a variável para verificar se as chances de desinvestimento de ativos aumentam como decorrência de um aumento na idade da empresa (Berchtold et al., 2015).

Prior_Divest é uma variável *dummy* que tem o valor igual a 1 para indicar existência de desinvestimento prévio pela empresa. Em contrário, o valor é 0. Desinvestimento prévio conduzido pela empresa é um significativo preditor para novos desinvestimentos. Empresas envolvidas em transações anteriores desenvolvem habilidades para novos desinvestimentos, principalmente quando registram operação de sucesso (Kolev, 2016).

Tabela 1

Descrição das variáveis do modelo de regressão logística binária

Código	Nome	Descrição	Fórmula	Sinal Esperado	Resultado Esperado
<i>Divest</i>	Desinvestimento	Variável dummy com valor 1 para empresa que realizou atividade de desinvestimento no ano e valor 0 em contrário.		Variável dependente	

<i>Size</i>	Tamanho da Empresa	O tamanho da empresa é representado pelo logaritmo natural do total de ativos do ano anterior.	Ativo Total	(+)	Grandes empresas tendem a realizar mais transações de desinvestimentos.
<i>ROA</i>	Retorno sobre os Ativos	O retorno operacional da empresa sobre os ativos é a relação entre o Lucro Operacional e o Ativo Total do ano anterior.	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$	(-)	Empresas com baixo índice de retorno sobre os ativos são mais propensas a atividades de desinvestimento.
<i>Leverage</i>	Endividamento	Endividamento da empresa é a relação entre Dívida Líquida (débito de curto e longo prazo deduzido das disponibilidades) e o Ativo Total do ano anterior.	$\frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{Ativo Total}}$	(+)	Empresas que apresentam elevados índices de endividamento são mais predispostas a desinvestir.
<i>Investment</i>	Investimento	Nível de investimento é a relação entre <i>Capex</i> (investimento em ativo permanente menos venda de ativo fixo) e as Receitas.	$\frac{\text{Capex}}{\text{Receitas}}$	(-)	Empresas que desinvestem experimentam prévio declínio em seu nível de investimento.
<i>Firm_Age</i>	Idade da Empresa	Variável contínua com a idade da empresa em número de anos. É a diferença entre o ano de fundação da empresa e o ano dos dados analisados.	Ano de fundação da empresa (-) Ano dos dados analisados	(+)	As chances de desinvestimento aumentam como decorrência de um aumento da idade da empresa.
<i>Prior_Divest</i>	Desinvestimento prévio	Variável dummy com valor 1 para indicar existência de desinvestimento prévio pela empresa e valor 0 em contrário.		(+)	Desinvestimentos anteriores são preditores de novos desinvestimentos.

Nota. A tabela descreve as variáveis do modelo de regressão logística binária. A variável dependente binária é *Divest*. As variáveis independentes *Size*, *ROA*, *Leverage*, *Investment*, *Firm Age*, e *Prior Divest* são atribuídas como determinantes de atividades de desinvestimento. A coluna código apresenta o nome da variável usada no modelo de regressão, em linha com estudos anteriores. A coluna nome descreve a variável. A coluna seguinte detalha o conceito e o critério de apuração da variável. A quarta coluna traz a fórmula empregada. A quinta coluna apresenta o sinal esperado com base no referencial teórico. Por último, ainda, com base na literatura tem-se o resultado esperado para cada variável. As variáveis *Size*, *ROA*, *Leverage* e *Investment* são apuradas considerando-se informações do ano imediatamente anterior (*one-year lag*). As variáveis *Firm_Age* e *Prior_Divest* são atribuídas em relação ao ano de análise.

3.4 Estatísticas descritivas

A Tabela 2 apresenta as principais estatísticas descritivas para as variáveis de estudo, considerando 161 empresas analisadas e pertencentes aos setores de Construção e Transporte, Consumo Cíclico e Materiais Básicos para o período entre 2004 e 2015. O Painel A apresenta as estatísticas descritivas para o total de empresas da amostra. O Painel B exhibe os resultados para as empresas que promoveram atividades de desinvestimento no período. O Painel C

mostra a sumarização do conjunto de dados para as empresas que não realizaram transações de desinvestimento. Os dados financeiros foram extraídos da base Economatica e os eventos de desinvestimentos coletados no conjunto de informações relevantes disponíveis na BM&FBOVESPA e CVM.

Corroborando estudos anteriores, verificou-se a clara evidência que empresas que realizaram desinvestimentos são significativamente maiores (86.2%) em relação àquelas que não realizaram desinvestimento. Em média, essas empresas possuem R\$ 981,7 milhões em ativos, contra R\$ 527,3 milhões para as empresas que não se envolveram em desinvestimentos. O montante também é superior em relação à média do total de empresas da amostra (R\$ 759,2 milhões). Empresas que realizaram desinvestimentos, comparadas às que não realizaram apresentam, em média, menor retorno sobre os seus ativos (2.48 pontos percentuais), maior nível de endividamento (6.46 pontos percentuais), registram maior nível de investimento (6.17 pontos percentuais) e são discretamente mais maduras (2.4 anos).

Na comparação entre setores, empresas do setor de Materiais Básicos são significativamente maiores, com valor médio de ativos de R\$ 1,8 bilhão e registram menor nível de endividamento. Para companhias que realizaram desinvestimentos, as empresas do setor de Materiais Básicos contabilizam maior valor de ativos (R\$ 2,2 bilhões), empresas do setor de Construção e Transporte são mais jovens (idade média de 32 anos), têm melhor performance operacional e maior nível de investimentos. Empresas do setor de Consumo Cíclico são mais antigas, apresentam menor índice de rentabilidade sobre os ativos, menor nível de investimento e são mais endividadas.

Tabela 2

Estatísticas descritivas para as empresas da amostra

Variável	N	Mean	Median	Std.	N	Mean	Median	Std.	N	Mean	Median	Std.	N	Mean	Median	Std.
Painel A - Total de empresas																
	Todas as Empresas				Construção e Transporte				Consumo Cíclico				Materiais Básicos			
Size	1664	762.92	832.03	2.01	626	906.10	1145.78	1.71	636	370.77	401.96	1.90	402	1827.85	1257.71	2.20
ROA	1663	5.76	6.17	16.09	626	8.70	7.26	14.77	635	3.07	4.60	17.74	402	5.42	6.07	14.50
Leverage	1651	22.96	18.69	47.23	621	24.67	22.34	39.37	631	24.97	13.73	63.31	399	17.11	19.25	21.10
Investment	1418	19.34	6.65	49.24	537	28.58	11.04	64.46	527	9.40	4.30	24.96	354	20.13	8.50	47.07
Firm_Age	1664	42.20	40.00	29.50	626	28.83	17.00	25.14	636	53.90	54.00	32.72	402	44.50	44.00	20.68
Painel B - Empresas com atividades de desinvestimento																
	Todas as Empresas				Construção e Transporte				Consumo Cíclico				Materiais Básicos			
Size	989	981.68	1088.44	2.09	367	1123.85	1455.34	1.68	345	448.70	673.90	2.12	277	2175.85	1592.48	2.22
ROA	989	4.75	5.75	15.78	367	6.95	5.90	11.15	345	3.02	4.66	18.94	277	4.00	5.76	16.40
Leverage	983	25.57	18.77	54.61	367	23.45	19.44	47.06	342	31.88	14.75	76.49	274	20.54	21.62	19.14
Investment	860	21.77	6.86	57.35	320	30.96	6.69	77.32	290	9.19	4.03	18.32	250	24.58	9.84	54.75
Firm_Age	989	43.16	40.00	29.74	367	32.05	25.00	26.75	345	55.15	58.00	34.65	277	42.95	44.00	19.42
Painel C - Empresas sem atividades de desinvestimento																
	Todas as Empresas				Construção e Transporte				Consumo Cíclico				Materiais Básicos			
Size	675	527.29	485.17	1.82	259	667.78	1039.58	1.71	291	295.72	288.30	1.57	125	1242.28	608.51	2.11
ROA	674	7.23	7.51	16.44	259	11.17	10.55	18.49	290	3.13	4.38	16.24	125	8.57	7.27	8.20
Leverage	668	19.11	18.48	33.23	254	26.42	27.27	24.27	289	16.80	9.19	41.42	125	9.62	13.05	23.23
Investment	558	15.60	6.22	32.74	217	25.05	18.89	38.23	237	9.66	4.41	31.27	104	9.41	5.43	13.54
Firm_Age	675	40.78	41.00	29.12	259	24.26	15.00	21.92	291	52.42	51.00	30.27	125	47.94	45.00	22.96

Nota. A tabela exibe as principais estatísticas descritivas para o total de empresas e para empresas dos três setores utilizados na amostra. Utilizou-se a classificação de setor econômico empregada pela BM&FBOVESPA. O Painel A corresponde a amostra total de empresas que realizaram ou não atividades de desinvestimento e está segregado pelos setores de Construção e Transporte, Consumo Cíclico e Materiais Básicos. O Painel B mostra as empresas que realizaram atividades de desinvestimento. O Painel C apresenta o grupo de empresas que não realizaram atividades de desinvestimento. As definições das variáveis encontram-se na Tabela 1. As informações foram extraídas da base de dados Economatica, BM&FBOVESPA e CVM. *Size*, *ROA*, *Leverage* e *Investment* são números calculados com dados anuais e foram *winsorized* para seu primeiro e nonagésimo nono percentil, por meio do comando *winsor2* do software Stata. A variável *Size* está representada em milhares de reais. O período da amostra é de 2004 a 2015.

Em estudo com empresas do mercado australiano para o período de 2001 a 2010 Nguyen et al. (2013) observam que, em média, empresas com desinvestimentos são significativamente maiores do que empresas sem desinvestimentos (*Size* como logaritmo natural do total de ativos de 20.36 contra 17.88). Empresas com desinvestimentos registraram desempenho operacional menor em relação às empresas sem desinvestimentos (*ROA* negativo de -1.4 contra -6.7). Empresas com desinvestimentos são mais endividadas (*Leverage* de 26.6 contra 14.8). O mesmo comportamento foi verificado para a amostra brasileira.

A Tabela 3 exibe a quantidade de transações de desinvestimentos identificadas nesta pesquisa, distribuídas por classificação setorial e ano de comunicação do evento. A amostra de desinvestimentos é composta por 354 transações, sendo 144 para o setor de Construção e

Tabela 3

Distribuição de transações de desinvestimentos por ano e setor

Ano	Construção e Transporte	Consumo Cíclico	Materiais Básicos	Total	Partic. s/Total	Empresas com Desinv.	Média por Empresa
2004	4	2	1	7	1.98%	7	1.0
2005	0	2	5	7	1.98%	7	1.0
2006	3	1	10	14	3.95%	7	2.0
2007	9	6	16	31	8.76%	22	1.4
2008	8	7	10	25	7.06%	17	1.5
2009	18	5	7	30	8.47%	22	1.4
2010	13	8	12	33	9.32%	22	1.5
2011	14	11	8	33	9.32%	25	1.3
2012	13	5	17	35	9.89%	23	1.5
2013	25	11	24	60	16.95%	33	1.8
2014	18	11	7	36	10.17%	26	1.4
2015	19	13	11	43	12.15%	29	1.5
2004 a 2015	144	82	128	354	100%		1.4

Nota. A tabela apresenta a distribuição de transações de desinvestimentos totalizadas por ano de ocorrência do evento e para os três setores econômicos da amostra, considerando classificação empregada pela BM&FBOVESPA. A amostra é composta 144 transações para o setor de Construção e Transporte, 82 operações para o setor de Consumo Cíclico e 128 transações para o setor Materiais Básicos, totalizando 354 operações de desinvestimentos. Na sequência, é demonstrado o percentual do total de operações de desinvestimentos ocorridas no ano em relação ao total de desinvestimentos da amostra. A coluna seguinte informa a quantidade de empresas com desinvestimentos em cada ano. A última coluna apresenta a quantidade média de operações de desinvestimento por empresa, por ano e para o total do período. Os dados foram coletados manualmente do conjunto de informações relevantes disponíveis na BM&FBOVESPA, CVM e base dados de notícias Economática. O período da amostra é de 2004 a 2015.

Construção e Transporte, 82 para o setor de Consumo Cíclico e 128 para o setor de Materiais Básicos, setor que possui as maiores empresas por total de ativos. Percebe-se pelas informações da Tabela 3 um crescimento no número de transações realizadas pelas empresas ao longo dos anos. O ano de 2013 registrou 60 eventos, o maior percentual para o período de estudo (16.9%). Somados, os três últimos períodos representam aproximadamente 40% do total da série de 12 anos.

O valor da transação está disponível para 70% das operações coletados (247 eventos), totalizando R\$ 83,4 bilhões, com uma média de R\$ 337,8 milhões por operação e com mediana de R\$ 54 milhões (dados não reportados). O setor de Materiais Básicos respondeu por R\$ 54,8 bilhões (66%), o setor de Construção e Transporte totalizou R\$ 20,5 bilhões (26%) e o setor de Consumo Cíclico acumulou R\$ 8,2 bilhões (8%). Para o total da amostra com valor disponível, o período 2013 a 2015 concentrou 85 transações com valores somando R\$ 44,2 bilhões (53% do total).

Ainda que não seja objetivo da presente pesquisa explorar os motivos de tal crescimento, de acordo com a percepção durante o processo de coleta de dados, preconizou-se que o aumento no volume de transações ocorreu como decorrência de um período de circunstâncias macroeconômicas mais penosas para as empresas.

A Tabela 4 apresenta a matriz de correlação com coeficientes estimados para as principais variáveis desta análise. Os dados de correlação sugerem que o tamanho da empresa (*Size*) tem correlação positiva e significativa com a rentabilidade operacional dos ativos (*ROA*), e investimentos (*Investment*), mas uma correlação negativa e significativa com

Tabela 4

Coefficientes de correlação entre variáveis selecionadas

Variável	<i>Size</i>	<i>ROA</i>	<i>Leverage</i>	<i>Investment</i>	<i>Firm_Age</i>
<i>Size</i>	1.0000				
<i>ROA</i>	0.2962***	1.0000			
<i>Leverage</i>	-0.1752***	-0.1095***	1.0000		
<i>Investment</i>	0.0837***	-0.0317	0.0016	1.0000	
<i>Firm_Age</i>	-0.1602***	-0.0476**	0.0045	-0.1776***	1.0000

Nota. A tabela apresenta os coeficientes de correlação entre as principais variáveis independentes desta análise. As definições das variáveis constam na Tabela 1. O coeficiente de correlação pode variar de -1 a +1, com um coeficiente de +1 indicando uma correlação linear positiva perfeita. Um coeficiente de correlação de -1 indica correlação linear negativa perfeita. Não existe um relacionamento linear entre as duas variáveis para um coeficiente de correlação "0". A amostra consiste em 1.721 observações empresa/ano para o período de 2004 a 2015. Os asteriscos indicam a significância estatística ao nível de 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

endividamento (*Leverage*) e idade da empresa (*Firm_Age*). Especificamente para a correlação negativa verificada entre *Size* e *Firm_Age*, isso pode ser considerado inconsistente com a simples noção de que grandes empresas necessariamente são as mais antigas. A correlação entre *ROA* e *Leverage* é negativa e significativa. O mesmo se verifica entre *Investment* e *Firm_Age*. Conforme descritores qualitativos empregados por Rosenthal, e Rosenthal (2011), no geral, as variáveis apresentam uma correlação de tamanho pequeno e médio e uma força entre fraca e moderada. A variável *Leverage* com *Investment* e com *Firm_Age* pode estar perfeitamente relacionada, mas não de forma linear, pois o valor do coeficiente é próximo de zero.

4 Resultados

A Tabela 5 apresenta os resultados estimados da regressão logística com dados em painel. Para identificar os determinantes de atividades de desinvestimento para empresas e setores da amostra foi utilizado o programa estatístico Stata em sua 12^a versão. Os coeficientes e respectivos OR (*odds ratio*) foram estimados com método de máxima verossimilhança e usando valores críticos de significância ao nível de 5%. Foram empregados efeitos fixos para controlar a heterogeneidade das empresas não observadas durante o período de tempo do estudo. Controlou-se por empresa, setor e ano. O modelo foi performado utilizando técnica de reamostragem *bootstrap*, onde subamostras são repetidamente extraídas dos dados, com substituição e comparadas com a estimativa completa da amostra original.

Os coeficientes são dados em unidades de chances de *log* e indicam a quantidade de mudança esperada nas probabilidades *log* quando há uma mudança de uma unidade na variável preditora, com todas as outras variáveis mantidas constantes. A razão de chances ou razão de possibilidades, representa o relativo acréscimo de chances em favor de uma empresa realizar uma transação de desinvestimento relativamente à sua não realização, para cada acréscimo de unidade na variável independente analisada, mantendo as demais variáveis do modelo constantes. O erro padrão é apresentando entre parêntesis.

O Modelo 1 consolida os três setores e representa o total da amostra com 161 empresas. Os Modelos 2, 3 e 4 representam respectivamente o setor de Construção e Transporte com 63 empresas, o setor de Consumo Cíclico com 63 empresas e o setor de Materiais Básicos com 35 empresas. Os resultados que demonstram a significância do modelo estão informados na parte inferior da tabela.

A variável *Size* apresentou coeficientes positivos em todos os modelos. Para o Modelo 1 que reúne o total de empresas da amostra o coeficiente OR é de 1.21, ou seja, um aumento de uma unidade em *Size* aumenta as chances em favor de um desinvestimento e diminuem as chances em favor de não o fazer em 21%, mantidas as demais variáveis constantes. Para as empresas do setor de Consumo Cíclico, o coeficiente de 1.34 indica que um aumento de uma unidade em *Size* multiplica as probabilidades de desinvestimento em 1.34, 1.16 para o setor de Construção e Transportes e 1.14 para o setor de Materiais Básicos. Assim, confirma-se a hipótese 1 de que empresas maiores são mais propensas a desinvestimentos.

Os resultados corroboram estudos prévios que consideram o tamanho da empresa como relevante determinante para desinvestimentos (Ahn & Walker, 2007; Berchtold et al., 2015; Nguyen et al., 2013). Resultados obtidos por Haynes et al. (2003) mostram como determinantes significativos da atividade de desinvestimento, tanto a diversificação quanto o tamanho da empresa. Os autores concluem afirmando que, empresas que enfrentam problemas de controle associados ao tamanho e diversidade são aquelas que apresentam ganhos maiores com desinvestimentos. Análise de Warusawitharana (2008), mostra que tamanho da empresa tem um forte impacto sobre a escolha de uma empresa para vender ativos e que, grandes empresas vendem ativos com mais frequência.

Em estudo com dados de 190 empresas americanas para período superior a 20 anos, Berry (2010) corrobora estudos anteriores, que grandes empresas são suscetíveis de desinvestimento, reportando coeficiente estimado para tamanho da empresa altamente significativo. Resultados obtidos por Kolev (2016) confirmam o tamanho da empresa como fator estrutural impulsionador na decisão de desinvestir.

A variável ROA não se mostrou estatisticamente significativa como um preditor de desinvestimento. Um OR igual a 1 deixa as probabilidades inalteradas, ou seja, as chances de ocorrência de um desinvestimento não estão associadas a um aumento ou diminuição do percentual de retorno operacional verificado para empresas da amostra, empresas dos setores de Construção e Transporte e de Consumo Cíclico. Empresas do setor de Materiais Básicos apresentaram coeficiente -0.0362. O *odds ratio* para a variável é 0.9645, ou seja, há uma redução de 3,4% nas chances de uma empresa desse setor se envolver em uma transação de desinvestimento para cada unidade de incremento em ROA, mantidas as demais variáveis inalteradas. Os resultados não corroboram estudos anteriores de que empresas com baixa performance operacional são mais predispostas a atividades de desinvestimento. Portanto, não se validou a hipótese 2.

Para Warusawitharama (2008), um aumento do desvio padrão da unidade em *ROA*, aumenta as probabilidades a favor de compra de um ativo e diminui as probabilidades em favor de uma venda em 26%. Evidências de que a venda de ativos é precedida de mau desempenho operacional são apresentadas em Hiller et al. (2009). Em seu modelo, *ROA* se mostra como um coeficiente significativo e negativo, indicando que baixa rentabilidade induz as empresas a vender ativos. Em estudo sobre empresas do mercado australiano, Nguyem et al. (2013) ratificam entendimento de que performance operacional tem um significativo efeito negativo sobre as decisões de desinvestimentos.

A variável *Leverage* também não se mostrou estatisticamente significativa como desencadeadora de desinvestimentos. Com *odds ratios* em torno de 1 as chances de uma empresa realizar ou não desinvestimentos, a partir de um incremento ou redução de uma unidade em *Leverage* são iguais, mantidas as demais variáveis constantes. Verifica-se discreto comportamento dessa variável para empresas do setor de Materiais Básicos, que apresentaram *odds ratio* de 1.02. Para cada incremento de uma unidade em *Leverage*, as chances de uma empresa desse setor realizar uma operação de desinvestimento, em relação a não o fazer é de 2%, mantidas as demais variáveis constantes.

Os achados não confirmam a terceira hipótese de que empresas com elevada alavancagem são mais inclinadas a se envolverem em desinvestimentos. Estudos prévios fornecem maior evidência em apoio à premissa de que dificuldades financeiras levam empresas a vender ativos (Berry, 2010; Brown et al., 1994; Chen & Guo, 2005; Lang et al., 1995; Schlingemann et al., 2002). Conforme apresentado em Ofek (1993), a probabilidade de venda de ativos, para se obter recursos e cumprir com pagamentos de dívidas em uma empresa de baixo desempenho aumenta com a alavancagem da empresa. Para Hillier et al. (2009), a alta alavancagem está entre uma das principais razões para a venda de ativos, a partir de explicações pelas empresas vendedoras quando do anúncio da venda.

No modelo logístico do estudo a variável contínua *Firm_Age* reportou coeficientes negativos e positivos, todos muito próximos de 1 indicando que a idade da empresa não é um preditor de desinvestimento, ou seja, *Firm_Age* tem o mesmo impacto para a decisão de uma empresa conduzir ou não um desinvestimento. Assim, a razão de chances para um desinvestimento, a partir de um incremento de 10 anos na idade de empresas do setor de Construção e Transportes é de 7% e de 4% para empresas do setor de Materiais Básicos, mantidas as demais variáveis constantes. Em contrapartida, haveria uma redução de 3% para as empresas do setor de Consumo Cíclico e nenhuma alteração para empresa do total da

Tabela 5

Determinantes de atividades de desinvestimento. Total de empresas e setores

<i>Divest</i>	Modelo 1 Total		Modelo 2 Construção e Transporte		Modelo 3 Consumo Cíclico		Modelo 4 Materiais Básicos	
	Coefic.	OR	Coefic.	OR	Coefic.	OR	Coefic.	OR
<i>Size</i>	0.1902*	1.2095	0.1530	1.1652	0.2958	1.3443	0.1324	1.1416
	(0.1031)		(0.1505)		(0.1813)		(0.1688)	
<i>ROA</i>	-0.0024	0.9976	-0.0044	0.9956	0.0026	1.0026	-0.0362	0.9645
	(0.0078)		(0.1347)		(0.1690)		(0.0363)	
<i>Leverage</i>	0.0019	1.0019	0.0020	1.0021	0.0008	1.0008	0.0120	1.0202
	(0.0038)		(0.0089)		(0.0058)		(0.0155)	
<i>Investment</i>	0.0031	1.0031	0.0031	1.0031	0.0027	1.0027	0.0124	1.0124
	(0.0039)		(0.0035)		(0.0060)		(0.0109)	
<i>Firm Age</i>	-0.0003	0.9997	0.0068	1.0068	-0.0035	0.9965	0.0040	1.0040
	(0.0071)		(0.1467)		(0.0071)		(0.0130)	
<i>Prior_Divest</i>	21.0565***	1.4000	20.9942***	1.3100	20.431***	7.4700	22.0196***	3.6600
	(0.8044)		(1.0875)		(1.1463)		(2.0580)	
<i>Obs.</i>	1416		507		526		354	
<i>Log likelihood</i>	-244.37268		-75.99522		-81.26316		-49.95523	
<i>LR chi2(6)</i>	640.57		255.79		152.31		200.35	
<i>Wald chi2(6)</i>	1442.19		566.86		615.41		287.56	
<i>Prob > chi2</i>	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	

Nota: A tabela apresenta os resultados da regressão logística binária com dados em painel. Os coeficientes e respectivos OR (*odds ratios*) foram estimados com método de máxima verossimilhança, com abordagem de efeitos fixos e técnica de reamostragem bootstrap. *Size*, *ROA*, *Leverage*, e *Investment* são números calculados com dados anuais e foram *winsorized* para seu primeiro e nonagésimo nono percentil, por meio do comando *winsor2* do software Stata. O Modelo 1 corresponde ao total de empresas da amostra. O segundo modelo representa empresas do setor de Construção e Transporte. O Modelo 3 mostra os resultados para empresas do setor de Consumo Cíclico. O quarto modelo consolida as empresas do setor de Materiais Básicos. As definições das variáveis constam na Tabela 1. *Coef.* representa os coeficientes da regressão logística. São dados em unidades de chances de *log* e indicam a quantidade de mudança esperada nas probabilidades *log* quando há uma mudança de uma unidade na variável preditora, com todas as outras variáveis mantidas constantes. Um coeficiente próximo de zero sugere que não há mudança devido à variável preditora. *Std. Err.* é o erro padrão e está representado entre parêntesis, abaixo do respectivo coeficiente. OR (*odds ratio*) é a razão de prevalência ou razão de chances que é dada de uma empresa realizar uma atividade de desinvestimento em relação a não realizar. Se o $OR > 1$, então as probabilidades de desinvestimento ($Y=1$) aumentam. Se o $OR < 1$ então as probabilidades de desinvestimento ($Y=1$) diminuem, com todas as outras variáveis mantidas constantes. *Obs.* é o número de registros que foram válidos na seleção de cada modelo. *Log likelihood* é o valor do logaritmo da função de verossimilhança para o modelo, incluindo todos os preditores que foram computados usando o modelo logit estimado por máxima verossimilhança. *Wald chi2 (6)* é a estatística *Wald Chi-Square* utilizada para testar a hipótese de que pelo menos um dos coeficientes de regressão dos determinantes de desinvestimento não é igual a zero. O número entre parêntesis indica os graus de liberdade da distribuição Qui-Quadrado utilizados para testar a estatística *Wald Chi-Square* e é definido pelo número de preditores no modelo (6). *Prob > chi2* é o *p-value* associado com *chi-square* com 6 graus de liberdade, indicando que o modelo é estatisticamente significativo. Com o resultado do teste *chi-square* podemos rejeitar a hipótese nula de que todos os parâmetros do modelo sejam estatisticamente iguais a zero ao nível de significância de 5%. A amostra é composta por 161 empresas que realizaram ou não transações de desinvestimentos no período de 2004 a 2015 sendo 63 do setor de Construção e Transporte, 63 do setor de Consumo Cíclico e 35 do setor de Materiais Básicos. As informações foram extraídas da base de dados Economatica, BM&FBOVESA e CVM. Os asteriscos indicam a significância estatística ao nível de 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

amostra. Assim, não se confirma a hipótese 4 de que a idade da empresa é um determinante de operações de desinvestimento.

Em sua análise, Berchtold et al. (2015) argumentam que à medida em que as empresas amadurecem, tanto a probabilidade de desinvestimento quanto o valor relativo dos ativos desinvestidos aumentam significativamente, consequência da crescente incapacidade comparativa das empresas maduras para gerir ativos *non core*. Ao associar o tamanho da empresa, verificam que para empresas pequenas, a idade está associada a um aumento de 12% nas chances de ocorrência de um desinvestimento e, para grandes empresas, a mesma chance é de 20%.

A variável *Investment* não se mostrou estatisticamente significativa como preditora de desinvestimentos. O *odds ratio* resultando em 1 mostram que as chances para que uma empresa realize ou não uma operação de desinvestimento, não se alteram em razão de incrementos ou reduções na variável *Investment*, com todas as demais variáveis constantes. Os achados vão de encontro aos resultados prévios verificados em Schlingemann et al. (2002), Chen e Guo (2005) e Berchtold et al. (2015), de que empresas que realizam desinvestimentos são financeiramente mais restritas, com menores oportunidades de investimento e investem pouco quando comparadas às demais empresas. Portanto, não se confirma a hipótese de número 5 de que empresas com baixo nível histórico de investimento têm maior tendência a atividades de desinvestimento.

A hipótese de número 6 argumenta que empresas com experiência anterior de desinvestimento são mais propensas a novo desinvestimento. Para testar essa hipótese foi considerada a variável categórica *Prior_Divest*, que apresentou coeficientes positivos e se mostrou como o mais decisivo determinante de atividades de desinvestimentos para todos os modelos, ao nível de significância de 1%. A razão de chances para empresas do setor de Consumo Cíclico é de 7.5. Isso significa que as chances de uma empresa com desinvestimento prévio realizar um novo desinvestimento são 7.5 vezes maiores, em relação a uma empresa que não tenha experiência anterior de desinvestimento, mantidas as demais variáveis constantes. O *odds ratio* para setor de Materiais Básicos é de 3.7, 1.3 para empresas do setor de Construção e Transporte e 1.4 para o conjunto de empresas da amostra. Portanto, confirma-se a hipótese de número 6.

A constatação de que desinvestimento prévio é um significativo preditor de desinvestimentos também foi verificada por Kolev (2016). O autor argumenta que gestores retêm o aprendizado obtido com desinvestimentos anteriores e o utilizam de forma satisfatória em novas transações. Contudo, alerta para o que chama de contingências potenciais na relação

entre a experiência de desinvestimento prévio e futuro, ou seja, neste aprendizado deveria existir um espaçamento não muito próximo e não muito longo entre os eventos. Outro ponto, refere-se ao resultado da experiência acumulada. Desinvestimentos bem-sucedidos no passado trariam mais confiança para envolvimento em futuros desinvestimentos.

Na amostra foram identificadas 16 empresas em processo de recuperação judicial. O modelo principal foi efetuado e simulado com a exclusão dessas empresas (resultados não reportados). Não foi constatada melhora na significância estatística geral do modelo. A venda de ativos, com a conseqüente redução do patrimônio, representa um dos meios pelos quais empresas em recuperação judicial consigam recursos financeiros. Empresas em recuperação judicial são menores, com valor médio de ativos de R\$ 213 milhões, apresentam baixa performance operacional, são mais endividadas e têm nível de investimento pouco superior em relação às demais empresas. A média de idade para esse grupo de empresas é de 58 anos.

5 Conclusão

A extensa literatura internacional sobre desinvestimento corporativo documenta que empresas que apresentam declínio em seu desempenho operacional, em seu nível de investimentos e registram índices maiores de endividamento são mais susceptíveis de se envolverem em atividades de desinvestimento. Empresas maiores e empresas maduras são mais propensas a realizar desinvestimentos, em relação às empresas menores e mais jovens. Fundamentado nessas premissas, o objetivo principal desse estudo foi identificar e corroborar, os determinantes de atividades de desinvestimento corporativo para uma amostra de 161 empresas brasileiras para o período de 2004 a 2015.

Os achados dão força aos resultados prévios da literatura de que o tamanho da empresa (*Size*) e existência de desinvestimento prévio (*Prior_Divest*) são fortes motivadores de desinvestimentos, com resultados verificados em todos os três setores analisados e para o total de empresas da amostra. Um incremento de uma unidade em *Size* aumenta a razão de chances em favor de um desinvestimento em 34% para empresa do setor de Consumo Cíclico e de 21% para empresas do total da amostra. Empresas do setor de Consumo Cíclico com experiência de desinvestimento prévio têm 7.5 vezes mais chances de realizar uma nova transação de desinvestimento. Para empresas do setor de Materiais básicos essa razão de chances é de 3.7 vezes.

Como surpresa e em oposição a resultados anteriores, as descobertas não comprovaram performance operacional (*ROA*), performance financeira (*Leverage*), nível de investimento (*Investment*) e idade da empresa (*Firm_Age*) como determinantes de

desinvestimentos. Performance operacional, nível de endividamento, nível de investimento e idade da empresa têm o mesmo impacto para uma decisão da empresa em realizar ou não um desinvestimento. Empresas do setor de Materiais Básicos registraram uma discreta razão de chances de apenas 2% para se envolverem em uma atividade de desinvestimento, como decorrência de um aumento em seu nível de endividamento.

Como limitações e diretrizes para investigações futuras, recomenda-se: (i) o escopo da pesquisa foi limitado a apenas três setores. Portanto, as conclusões não são generalizáveis para outros setores ou grupos de empresas. A ampliação de setores ou um número maior de empresas, bem como de diferentes períodos, pode atestar resultados de estudos internacionais não confirmados nessa pesquisa; (ii) variáveis poderiam ser adicionadas ao modelo, visando ampliar e identificar outros prováveis determinantes de desinvestimento, por exemplo: receitas, crescimento de receitas, investimento em pesquisa e desenvolvimento, Q de Tobin e *Book-to-market*; (iii) desempenho das ações e influência da estrutura de propriedade também são estudos recomendados no contexto de determinantes de desinvestimentos corporativos; (iv) e não menos importante, estudar de forma concomitante aquisições e desinvestimentos.

Referências

- Ahn, S., & Walker, M. D. (2007). Corporate governance and the spinoff decision. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 76-93.
- Alexander, G. J., Benson, P. G., & Kampmeyer, J. M. (1984). Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate selloffs. *The Journal of Finance*, 39(2), 503-517.
- Allen, J. W., & McConnell, J. J. (1998). Equity Carve-outs and Managerial Discretion. *The Journal of Finance*, 53(1), 163-186.
- Berchtold, D. S., Loderer, C. F., & Waelchli, U. (2015). Core abilities and divestitures. *Available at SSRN* 2516843.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of financial economics*, 37(1), 39-65.
- Bergh, D. D., Johnson, R. A., & Dewitt, R. L. (2008). Restructuring through spin-off or sell-off: Transforming information asymmetries into financial gain. *Strategic Management Journal*, 29(2), 133-148.
- Bergh, D. D., & Sharp, B. M. (2015). How far do owners reach into the divestiture process? Blockholders and the choice between spin-off and sell-off. *Journal of Management*, 41(4), 1155-1183.

- Berry, H. (2010). Why do firms divest? *Organization Science*, 21(2), 380-396.
- Brauer, M. (2006). What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda. *Journal of Management*, 32(6), 751-785.
- Brauer, M. (2009). Corporate and divisional manager involvement in divestitures—a contingent analysis. *British Journal of Management*, 20(3), 341-362.
- Brauer, M., & Schimmer, M. (2010). Performance effects of corporate divestiture programs. *Journal of Strategy and Management*, 3(2), 84-109.
- Brauer, M. F., & Wiersema, M. F. (2012). Industry divestiture waves: How a firm's position influences investor returns. *Academy of Management Journal*, 55(6), 1472-1492.
- Brown, D. T., James, C. M., & Mooradian, R. M. (1994). Asset sales by financially distressed firms. *Journal of Corporate Finance*, 1(2), 233-257.
- Chen, A. H., & Merville, L. J. (1986). An analysis of divestiture effects resulting from deregulation. *The Journal of Finance*, 41(5), 997-1010.
- Chen, H. L., & Guo, R. J. (2005). On corporate divestiture. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(4), 399-421.
- Cho, M. H., & Cohen, M. A. (1997). The economic causes and consequences of corporate divestiture. *Managerial and decision economics*, 18(5), 367-374.
- Duhaime, I. M., & Grant, J. H. (1984). Factors influencing divestment decision-making: Evidence from a field study. *Strategic Management Journal*, 5(4), 301-318.
- Fávero, P., & Fávero, L. P. (2016). *Análise de dados: Modelos de regressão com Excel®, Stata® e SPSS®*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Feldman, E. R., & McGrath, P. J. (2016). Divestitures. *Journal of Organization Design*, 5(1), 1-16.
- Frank, K. E., & Harden, J. W. (2001). Corporate Restructurings: A Comparison of Equity Carve-outs and Spin-offs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(3-4), 503-529.
- Gaughan, P. A. (2007). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Haynes, M., Thompson, S., & Wright, M. (2003). The determinants of corporate divestment: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 52(1), 147-166.
- Hillier, D., McColgan, P., & Werema, S. (2009). Asset sales and firm strategy: An analysis of divestitures by UK companies. *The European Journal of Finance*, 15(1), 71-87.
- Hite, G. L., & Owers, J. E. (1983). Security price reactions around corporate spin-off announcements. *Journal of Financial Economics*, 12(4), 409-436.

- Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., & Moesel, D. D. (1996). The market for corporate control and firm innovation. *Academy of management journal*, 39(5), 1084-1119.
- Hoskisson, R. E., & Hitt, M. A. (1990). Antecedents and performance outcomes of diversification: A review and critique of theoretical perspectives. *Journal of management*, 16(2), 461-509.
- Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., & Moesel, D. D. (1994). Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance. *Academy of Management journal*, 37(5), 1207-1251.
- Hulburt, H. M., Miles, J. A., & Woolridge, J. R. (2002). Value creation from equity carve-outs. *Financial Management*, 31, 83-100.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- John, K., Lang, L. H., & Netter, J. (1992). The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline. *The Journal of Finance*, 47(3), 891-917.
- John, K., & Ofek, E. (1995). Asset sales and increase in focus. *Journal of Financial Economics* 37(1), 105-126.
- Johnson, R. A. (1996). Antecedents and outcomes of corporate refocusing. *Journal of management*, 22(3), 439-483.
- Kaplan, S. N., & Weisbach, M. S. (1992). The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *The Journal of Finance*, 47(1), 107-138.
- Khan, A. Q., & Mehta, D. R. (1996). Voluntary divestitures and the choice between sell-offs and spin-offs. *The Financial Review*, 31(4), 885-912.
- Kolev, K. D. (2016). To Divest or not to divest: A meta-analysis of the antecedents of corporate divestitures. *British Journal of Management*, 27(1), 179-196.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels D. (2010). *Valuation measuring and managing the value of companies* (5th ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Krishnaswami, S., & Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial economics*, 53(1), 73-112.
- Kruse, T. A. (2002). Asset liquidity and the determinants of asset sales by poorly performing firms. *Financial Management*, 31(4), 107-129.
- Lang, L., Poulsen, A., & Stulz, R. (1995). Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. *Journal of financial economics*, 37(1), 3-37.
- Lee, D., & Madhavan, R. (2010). Divestiture and firm performance: A meta-analysis. *Journal of Management*, 36(6), 1345-1371.

- McKinsey (2015). *How M&A practitioners enable their success*. Recuperado de <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/how-m-and-a-practitioners-enable-their-success>
- Michaely, R., & Shaw, W. H. (1995). The choice of going public: Spin-offs vs. carve-outs. *Financial Management*, 24(3), 5-21.
- Montgomery, C. A., & Thomas, A. R. (1988). Divestment: Motives and gains. *Strategic Management Journal*, 9(1), 93-97.
- Mulherin, J. H., & Boone, A. L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of corporate finance*, 6(2), 117-139.
- Nguyen, P., Rahman, N., & Zhao, R. (2013). Ownership structure and divestiture decisions: Evidence from Australian firms. *International Review of Financial Analysis*, 30, 170-181.
- Ofek, E. (1993). Capital structure and firm response to poor performance: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 34(1), 3-30.
- Porter, M. E. (1976). Please note location of nearest exit: Exit barriers and planning. *California Management Review*, 19(2), 21-33.
- Porter, M. (1987). From Competitive Advantage to Corporate Strategy. *Harvard Business Review*, 43-59.
- Prezas, A. P., & Simonyan, K. (2015). Corporate divestitures: Spin-offs vs. sell-offs. *Journal of Corporate Finance*, 34, 83-107.
- PWC (2012). *Strategies for managing a successful divestiture Corporate development roundtable insights*. Recuperado de https://www.pwc.com/us/en/deals/assets/corporate_development_roundtable_insights.pdf
- PWC (2015). Divestiture Management Office (DMO), Achieving effective divestiture across the enterprise. Recuperado de <https://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/divestiture-management-office.pdf>
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1986). Mergers and managerial performance. [Working Paper n. 137]. *Bureau of Economics Federal Trade Commission, Washington, DC*. Recuperado de <https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/reports/mergers-and-managerial-performance/wp137.pdf>
- Rosenfeld, J. D. (1984). Additional evidence on the relation between divestiture announcements and shareholder wealth. *The Journal of Finance*, 39(5), 1437-1448.
- Rosenthal, G., & Rosenthal, J. A. (2011). *Statistics and data interpretation for social work*. New York: Springer Publishing Company.
- Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., & Walkling, R. A. (2002). Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets. *Journal of financial Economics*, 64(1), 117-144.
- Servaes, H. (1996). The value of diversification during the conglomerate merger wave. *The Journal of Finance*, 51(4), 1201-1225.

- Shimizu, K., & Hitt, M. A. (2005). What constrains or facilitates divestitures of formerly acquired firms? The effects of organizational inertia. *Journal of Management*, 31(1), 50-72.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. *Strategic management journal*, 12(S2), 51-59.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *The Journal of Finance*, 47(4), 1343-1366.
- Villalonga, B., & McGahan, A. M. (2005). The choice among acquisitions, alliances, and divestitures. *Strategic management journal*, 26(13), 1183-1208.
- Warusawitharana, M. (2008). Corporate asset purchases and sales: Theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 471-497.

Anexo A – Comunicado de Desinvestimento para Empresa do Setor de Materiais Básicos



Companhia
Vale do Rio Doce

Fato Relevante

CVRD Conclui Acordo para Venda de Participação na CST

A Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), a maior produtora de minério de ferro do mundo, informa que celebrou contrato de compra e venda com a Arcelor, a maior produtora de aço do mundo, para o desinvestimento de sua participação na Companhia Siderúrgica de Tubarão (CST).

De acordo com o referido contrato, a CVRD venderá à Arcelor 869.045.672 ações ordinárias e 9.381.163.397 ações preferenciais da CST, representativas, respectivamente, de 4,42% do capital votante e de 29,98% do capital sem direito a voto dessa empresa. A CVRD receberá US\$ 415,1 milhões pelas ações e pelos direitos a serem transferidos à Arcelor de acordo com o contrato de compra e venda.

Adicionalmente, a CVRD venderá à Arcelor 4.034.524.170 ações ordinárias da CST, representativas de 20,51% do capital votante e vinculadas ao atual acordo de acionistas dessa empresa. Esta última transação será efetivada quando o primeiro de um dos três eventos listados a seguir ocorrer: (i) término em 25 de maio de 2005 da vigência do acordo de acionistas mencionado; (ii) "waiver" concedido pelos demais componentes do acordo de acionistas da CST; (iii) aquisição pela Arcelor das ações da CST de propriedade dos outros acionistas participantes do referido acordo.

O valor a ser recebido pela CVRD é de US\$ 163,4 milhões, corrigido pela Libor mais 1,5% ao ano até a data da efetiva realização dessa operação, deduzidos os dividendos que tiverem sido distribuídos no período compreendido entre a celebração do contrato de compra e venda e a concretização desse evento.

O projeto de construção do terceiro alto-forno da CST continua em execução, devendo ser concluído em 2006. A CVRD possui relacionamento de longo prazo com a Arcelor, o qual é respaldado por contratos comerciais e parceria em investimento na produção de pelotas

A operação anunciada tem o valor total de US\$ 578,5 milhões e implica o desinvestimento total da participação da CVRD de 28,02% no capital total da CST. Esse movimento é coerente com a estratégia da CVRD de concentrar esforços no aproveitamento de oportunidades de crescimento rentável no mercado global de mineração e metais.

Rio de Janeiro, 28 de junho de 2004

Fabio de Oliveira Barbosa

Diretor Executivo de Relações com Investidores

Anexo B – Comunicado de Desinvestimento para Empresa do Setor de Construção e Transporte



TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S.A.

N.I.R.E. 35.300.340.931
CNPJ/MF nº 02.351.144/0001-18

Companhia Aberta

FATO RELEVANTE

A **TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S.A.** ("Tegma" ou "Companhia"), em atenção ao artigo 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976 e ao artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002, comunica ao público, à Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), à BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros ("BM&FBOVESPA"), aos seus acionistas e ao mercado em geral o quanto segue.

- Em 14 de junho de 2014, a Companhia e sua controlada **Niyati Empreendimentos e Participações LTDA.** ("Niyati") celebraram um Contrato de Compra e Venda e Outras Avenças com a **8M PARTICIPAÇÕES LTDA.** ("8M"), sociedade controlada pela **B2W – COMPANHIA DIGITAL** ("B2W Digital"), visando a alienação de 100% (cem por cento) do capital social de sua sociedade controlada **DIRECT EXPRESS LOGÍSTICA INTEGRADA S.A.** ("Direct") ("Operação").
- Nos termos do Contrato de Compra e Venda, o preço total a ser pago pela 8M para a aquisição das ações da Direct será de R\$ 127.000.000,00 (cento e vinte e sete milhões de reais).
- A implementação da Operação está sujeita ao cumprimento de determinadas condições precedentes, habituais em transações de natureza similar, incluindo a aprovação das autoridades concorrenciais brasileiras. A Companhia manterá os seus acionistas e o mercado em geral informados sobre a evolução da Operação, nos termos da regulamentação aplicável.
- A Companhia é uma das principais empresas de gestão logística do Brasil e, além de líder no segmento de logística de veículos zero km, hoje atua na logística *inbound* para diversos setores, no transporte rodoviário, na armazenagem, na gestão de estoques e na entrega de encomendas expressas.
- A Direct foi fundada em 2003 e presta serviços logísticos voltados para cargas e encomendas expressas, desde a armazenagem até a execução e informação das entregas, possuindo uma estrutura de 21.000 m2 de triagem em São Paulo, cerca de 2.000 colaboradores, frota dedicada com 1.500 veículos, uma rede de 64 unidades de entrega em todo Brasil, homologadas e geridas via WEB.
- A B2W Digital é líder em comércio eletrônico na América Latina. A B2W Digital opera por meio de uma plataforma digital, com negócios que apresentam forte sinergia e um modelo único, multicanal, multimarca e multinegócios. A B2W Digital possui um portfólio com as marcas Americanas.com, Submarino, Shoptime, B2W Viagens, Ingresso.com, Submarino Finance, e SouBarato, que oferecem mais de 38 categorias de produtos e serviços, por meio dos canais de distribuição internet, televidas, catálogos, TV e quiosques.

São Bernardo do Campo, 16 de junho de 2014.

Fábio Murilo Costa d'Ávila Carvalho
Diretor Presidente e de Relações com Investidores

Anexo C – Comunicado de Desinvestimento para Empresa do Setor de Consumo Cíclico**SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES**

Companhia Aberta
CNPJ/MF nº 60.500.139/0001-26
NIRE 35.3.000.2530-0

FATO RELEVANTE

São Paulo, 18 de junho de 2015. SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES (BM&FBOVESPA: SLED4; "Grupo Saraiva" ou "Companhia"), em atendimento ao disposto no artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76 e na Instrução CVM nº 358/02, comunica aos seus acionistas e ao público em geral que, nesta data, sua controlada Saraiva e Siciliano S.A. ("Vendedora") celebrou contrato tendo por objeto a venda de quotas representativas de 100% do capital da Saraiva Educação Ltda. (atual denominação da Editora Érica Ltda., a "Sociedade") para a Editora Ática S.A. ("Compradora"), sociedade controlada pela Abril Educação S.A. ("AE").

A Sociedade, após a implementação da reorganização societária aprovada pelo Conselho de Administração da Companhia em 3 de junho de 2015, passou a deter e operar a unidade de negócios editoriais, de educação e conteúdo do Grupo Saraiva.

O valor da transação (*enterprise value*) é de R\$ 725.000.000,00 (setecentos e vinte e cinco milhões de reais), ajustados pelo CDI a partir desta data até o fechamento. O contrato de compra e venda contém determinados mecanismos de ajuste de preço, obrigações de não competição e demais termos e condições usuais em operações dessa natureza.

Com a conclusão da transação, a Compradora passará a controlar os selos Saraiva, Atual, Formato, Benvirá e Caramelo, bem como os sistemas de ensino Ético e Agora.

A transação permitirá uma significativa melhoria na estrutura de capital da Companhia e maior foco nas operações de varejo.

O efetivo fechamento da transação está sujeito à verificação de determinadas condições precedentes, incluindo, entre outras, a sua aprovação pelas autoridades de defesa da concorrência.

A Companhia manterá o mercado informado acerca de qualquer novo fato relevante a respeito da transação.

São Paulo, 18 de junho de 2015.

JORGE SARAIVA NETO
Diretor Presidente e de Relações com Investidores