

Operações Descontinuadas em Resposta a Diversificação: Uma Análise das Companhias Brasileiras Listadas Na B3

NATALIA GARCIA DE OLIVEIRA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

NIARA GONÇALVES DA CRUZ

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

LAURA EDITH TABOADA PINHEIRO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

JOSÉ ROBERTO DE SOUZA FRANCISCO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

OPERAÇÕES DESCONTINUADAS EM RESPOSTA A DIVERSIFICAÇÃO: UMA ANÁLISE DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

1 INTRODUÇÃO

A partir da Segunda Guerra Mundial, principalmente nas décadas de 1960 e 1970, muitas empresas começaram a criar ou adquirir diversos negócios, até mesmo, em áreas completamente diferentes. Essa estratégia pode ser classificada de duas formas: (i) diversificação sinérgica; e (ii) formação de conglomerados. A primeira refere-se a aquisição de novos negócios que possam trazer a empresa ganhos sinérgicos (aumento de valor corporativo), já a segunda, trata-se de firmas que atuam em numerosos e distintos mercados.

Seja de uma maneira ou outra, houve no referido período grandes fluxos de compra e venda de negócios (Ansoff, 1990; Spruill, 1982; Nakao, 2000). Diversos foram os motivos para que as empresas adotassem tais estratégias, dentre eles, ganho de escala, crença na possibilidade de aplicação de habilidades profissionais de administração em qualquer tipo de empresa e redução do risco total com a formação de conglomerados.

A partir da década de 1980, verificou-se que a estratégia de diversificação e formação de conglomerados, não se mostrou em muitos casos, eficaz (Nakao, 2000). Com isso, muitas empresas ou conglomerados começaram a desfazer suas composições formadas pelas diversas aquisições ou criações internas. Para Porter (1987) as aquisições corporativas são frequentemente seguidas por desinvestimentos. Entre as explicações para este acontecimento está o fato de as empresas realizarem investimentos equivocados, sem obtenção de sinergias (Capron & Mitchell, & Swaminathan, 2001; Kruse, 2002), ou porque os executivos não possuíam talentos para administrar a enorme diversidade em áreas distintas de atuação, as pessoas e as diferenças culturais (Nakao, 2000).

A decisão de “enxugar” uma empresa ou um conglomerado traz uma série de implicações e estão relacionadas a problemas voltados para questões estratégicas, econômicas, operacionais, financeiras, sociais, éticas, políticas, e etc. A literatura contábil trata esse evento como a descontinuidade de uma operação (Nakao, 2000). No Brasil tais operações foram abordadas em 2009 pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC 31 (Ativo não circulante mantido para venda e operações descontinuadas). O desinvestimento merece atenção, pois conforme Berghe e Lawless (1998) resulta na redução significativa dos ativos detidos pela empresa em subsidiárias, unidades de negócio ou divisões.

A descontinuidade de operações pode estar relacionada com uma estratégia de desinvestimento visto que envolve a alienações de ativos específicos ou operações, que podem variar de gradual ajustamento, a rupturas completas das atividades (Collins & Henning, 2004). Lord e Saito (2017) afirmam que as informações contidas em operações descontinuadas capturam mudanças importantes na estratégia corporativa, como maior foco nas operações principais e a aquisição ou abandono de tecnologias específicas.

Moschieri e Mair (2011) afirmam que as empresas tendem a se desfazer de unidades indesejadas e não lucrativas para reverter erros estratégicos anteriores, como a diversificação excessiva, assim, podem descontinuar operações de acordo com sua capacidade de gerar valor através da alienação e sua própria capacidade de se apropriar desse valor.

Diante desse contexto, essa pesquisa apresenta o seguinte problema: *Qual a relação entre diversificação corporativa e a descontinuidade de operações em empresas brasileiras listadas na B3?* Inserido nessa discussão, o objetivo desse trabalho é identificar a relação entre a diversificação corporativa e a descontinuidade de operações envolvendo empresas brasileiras, listadas na B3 no período de 2011 a 2018.

Brauer (2006) observa que os desinvestimentos estão entre as decisões de negócios mais importantes, no entanto, recebem menos atenção na literatura quando comparado às

operações de aquisições. No Brasil foram encontrados poucos estudos sobre o tema, sendo assim percebe-se que o campo de pesquisa nesta área ainda é fértil. Trata-se de um tema relevante para o crescimento e desenvolvimento de um país, na medida em que sinaliza a busca pela eficiência de novos arranjos produtivos e a dinâmica de mercado.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEORICA

2.1 Operações descontinuadas

O desinvestimento pode ser interpretado como uma operação descontinuada que causa modificações na estrutura financeira e operacional de uma empresa, sendo assim, devem ser evidenciadas nas demonstrações financeiras. As operações descontinuadas são alienações de ativos específicos ou operações que representam uma importante realocação de recursos dentro de uma empresa (Collins & Henning, 2004).

Conforme o CPC 31 (2009), uma operação descontinuada é um componente da entidade que foi baixado ou está classificado como mantido para venda. Quando uma empresa decide descontinuar um componente, mas a operação ainda não foi vendida, é necessário que seja estimado o valor do mesmo e, em seguida, contabilizar como mantido para venda. Em casos em que o valor contábil seja maior que o valor de mercado, uma perda por *impairment* deve ser registrada (Henry & Holzmann, 2010).

Uma operação descontinuada deve ser uma linha principal ou segmento geográfico separado que possa ser claramente distinguida operacionalmente. Pode ser parte integrante de um único plano coordenado para venda de uma importante linha separada de negócios ou área geográfica de operações, ou ser uma controlada adquirida exclusivamente com o objetivo da revenda (CPC 31, 2009).

Lord e Saito (2017) afirmam que a empresa ao realizar uma operação descontinuada, deve evidenciar o ganho ou a perda em sua demonstração de resultado, abaixo de receita de operações continuadas, indicando que essas atividades diferem das operações em andamento. Este valor relatado consiste em três componentes básicos: (i) os lucros ou perdas geradas pela unidade no ano operacional, (ii) o ganho ou perda de capital na venda ou alienação da unidade e (iii) os efeitos fiscais.

A opção pelo desinvestimento provoca uma grande redução nos ativos detidos pela empresa, através de sua venda, dissolução ou reestruturação (Duhaime & Grant, 1984; Burgelman & Grove (1996); Mitchell, 1994; Chang & Singh, 1999). Estes processos possuem particularidades, tendencialmente envoltos numa aura de confidencialidade (Hamilton & Chow, 1993), que em muito dificulta o seu estudo e o conhecimento profundo.

Os vários anos de estudo sobre o desinvestimento, e a tentativa de teorizar esses movimentos deram lugar a diferentes perspectivas. A literatura foi produzida em três grandes abordagens: (i) Teoria da organização industrial; (ii) Teoria financeira; e (iii) Estratégia corporativa (Vernon, 1966; Montgomery & Thomas, 1988; Hamilton & Chow, 1993; Siegfried & Evans, 1994; Markides, 1995), sendo que, cada uma delas apresenta relevantes explicações para a ocorrência de tais estratégias.

A teoria da organização industrial concentra-se nas dificuldades à saída das empresas, analisando os fatores que poderão interferir na tomada de decisão de desinvestimento (Siegfried & Evans, 1994). A teoria financeira aborda o impacto ao nível do valor da empresa que uma decisão deste tipo poderá implicar (Montgomery & Thomas, 1988; Hoskisson & Turk, 1990; Markides, 1995). A perspectiva da estratégia corporativa tende a utilizar as teorias do ciclo de vida (Vernon, 1966) sendo o desinvestimento uma opção para empresas em declínio. Já a Teoria do Portfólio, trata a empresa como um portfólio de ativos e atividades que, em permanência, deverão ser revisados de acordo com as estratégias financeiras e

corporativas (Hamilton & Chow, 1993). As pesquisas sobre operações descontinuadas no Brasil concentram-se em analisar como os investidores percebem os anúncios ou se os gerentes manipulam os ganhos através de relatórios (Silva; Silva; Sancovschi & Borba, 2018).

2.2 Evidências Empíricas

No quadro 1 é apresentado uma síntese das produções científicas nacionais e internacionais sobre operações descontinuadas.

Quadro 1: Evidências empíricas na literatura nacional e internacional

Pesquisas	Objetivo	Metodologia	Síntese das conclusões
Silva <i>et al.</i> (2018)	Analisar a magnitude e frequência das operações descontinuadas, bem como as justificativas apresentadas pelos administradores brasileiros nos relatórios anuais e fatos relevantes para classificar tais operações.	Análise qualitativa (análise de conteúdo) e quantitativa (tabela de contingência e testes estatísticos não paramétricos)	Os resultados demonstram que não há evidências de que as empresas brasileiras tomaram decisões oportunistas para aumentar o resultado das operações continuadas.
Lord e Saito (2017)	Estudaram como as aquisições anteriores e a extensão da diversificação corporativa afetam as decisões de descontinuar as operações.	Regressão logística multinomial	Os resultados apontam que as empresas são menos propensas a relatar desinvestimentos com valor negativo no ano de uma aquisição, e são mais propensas a descontinuar as operações, especialmente com valores negativos, dois e três anos depois. Além disso, foi encontrada evidência de as empresas altamente diversificadas são mais propensas a alienar ativos.
Kretzer ^a (2015)	Examinar a extensão da diversificação das operações produtivas no Brasil, de 2006 a 2010.	Levantamento de dados estatísticos (IBGE)	A maioria das empresas do país apresenta um baixo nível de diversificação; a maioria das empresas brasileiras é “especializada” em suas atividades econômicas básicas (unidade local única).
Curtis, McVay e Wolfe (2014)	Investigar se as mudanças na contabilização de operações descontinuadas afetam a utilidade de componentes de renda desagregados na previsão do lucro contínuo futuro de uma entidade	Regressão Múltipla	Não foram encontradas evidências de que as operações descontinuadas eram usadas como uma forma de gerenciamento de resultados. Não obstante, foi encontrado que as mudanças na definição regulatória das operações descontinuadas afetaram a persistência dos lucros.
Barua, Lin e Sbaraglia (2010)	Investigar se os gerentes usam a mudança de classificação para gerenciar resultados ao reportar operações descontinuadas.	Regressão Múltipla	As empresas deslocam as despesas operacionais para operações descontinuadas, o que implica em diminuição da renda, para aumentar os lucros do núcleo. Além disso, os resultados também indicam que os gerentes usam a mudança de classificação para atender ou superar as previsões dos analistas.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme sintetizado no quadro 2, a maioria dos estudos sobre operações descontinuadas estão concentrados na literatura internacional. No Brasil, o estudo de Silva et al concentrou-se em analisar aspectos relacionados a justificativa dos gestores para a realização de operações descontinuadas. O presente estudo concentra-se analisar a relação diversificação corporativa e a descontinuidade de operações, para isso, foi desenvolvida a hipótese de pesquisa descrita no item 2.3.

2.3 Diversificação Corporativa

As empresas que têm se engajado em estratégias de diversificação podem desinvestir para corrigir más decisões de investimento e resgatar uma parte de seu investimento vendendo para outras empresas que exploram os ativos com maior eficiência (Berger & Ofek, 1999). Neste sentido, Moschieri e Mair (2011) afirmam que as empresas tendem a se desfazer de unidades indesejadas e não lucrativas para reverter erros estratégicos anteriores, como a diversificação excessiva.

Para Bergh (1997) as empresas podem fazer aquisições geralmente desejando apenas alguns dos ativos. Neste sentido, é natural que exista a venda de determinadas unidades que não se encaixam na estrutura corporativa planejada. Lord e Saito (2017) apoiam a hipótese do foco corporativo, e afirmam que as empresas altamente diversificadas têm maior probabilidade de alienar ativos. Em complemento, afirmam que quando uma empresa anuncia sua primeira operação descontinuada, isso normalmente segue um período de crescente diversificação corporativa, e a maioria das alienações subsequentes ocorre como etapas intermediárias em um processo de redução de tamanho.

Lord e Saito (2017) acrescentam também que os executivos de empresas que vem aumentando a sua diversificação podem perceber que essa não é uma boa estratégia e, conseqüentemente, optam por desfazer destas operações. Este achado está de acordo com o estudo de Basu (2010) na qual fornece evidências que logo após uma explosão de diversificação existe uma reversão destas decisões. Desta forma, testa-se a seguinte hipótese:

H₁: Empresas com operações diversificadas são mais propensas a descontinuar operações.

3 METODOLOGIA

3.1 Característica da pesquisa

Esta pesquisa é do tipo descritiva, tendo em vista seu enfoque em observar fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los, sem que haja a interferência dos pesquisadores (Marconi e Lakatos, 2006). Quanto aos procedimentos, é classificada como documental, pois foram utilizados documentos como fonte de dados, informações e evidências. No que se refere à abordagem do problema, trata-se de uma pesquisa quantitativa, baseada em dados secundários, cujo objetivo é identificar a relação entre as mudanças na diversificação corporativa e descontinuidade de operações envolvendo empresas brasileiras, listadas na B3 no período de 2011 a 2018.

A escolha do período (2011 a 2018) ocorreu em virtude da aprovação do CPC 31 em 17 de julho de 2009, o período de 2010 foi excluído, considerando que há um processo de adaptação contábil a norma contábil, e, adicionalmente, o CPC 31(2009) aborda que a entidade deve classificar um ativo não circulante como mantido para venda, somente quando a venda se qualifique como concluída em até um ano a partir da data da classificação.

Dados e amostra

Os dados e informações utilizados nesta pesquisa foram extraídos a partir da base de dados Economática®. As variáveis foram calculadas e/ou identificadas, considerando as demonstrações contábeis consolidadas de cada empresa.

A amostra é não probabilística, resultando na escolha deliberada das empresas, considerando, acessibilidade e disponibilidade dos dados. Foram analisados dados de empresas brasileiras, listadas da B3 que descontinuaram operações no período em análise. Os critérios para a seleção da amostra foram:

- 1) Ser uma empresa brasileira, não financeira, listada na B3 no período de 2011 a 2018;
- 2) Ter contabilizado no Balanço Patrimonial, ativos não circulantes mantidos para venda e/ou na Demonstração do Resultado do Exercício, resultado positivo ou negativo decorrente de operação descontinuada.

Atendido aos critérios definidos nos itens 1 e 2, a amostra final foi composta por 95 empresas brasileiras que divulgaram pelo menos uma operação descontinuada no período analisado.

3.2 Variáveis da Pesquisa

3.2.1 Variável dependente

A variável dependente é binária, ou seja, assume valor igual a 1 (um), nos anos em que foram identificadas a descontinuidade de operações e 0 (zero) caso contrário.

3.2.2 Variável independente

Para medir o efeito da diversificação corporativa na decisão de descontinuar uma operação, foi utilizado como *proxy* a média do Índice Herfindahl (IH) para os três anos anteriores ao anúncio de uma operação descontinuada. Este índice corresponde à razão entre o quadrado do ativo total da empresa e a soma dos quadrados do ativo total das empresas do mesmo setor.

$$\sum_{i=1}^n \left(\frac{\text{Ativo Total}}{\text{Ativo Total do Setor}} \right)^2$$

Dessa maneira, se na firma houver apenas um segmento, o índice será igual a um e, quanto maior a diversificação, mais próximo de zero será o índice. Essa metodologia é similar à utilizada por Lang e Stulz (1995), Comment e Jarrell (1995), Berger e Ofek (1999), estudos semanais sobre diversificação corporativa.

No quadro 2 apresenta-se a síntese das variáveis utilizadas, assim como a sua operacionalização.

Quadro 2: variáveis da pesquisa

Variáveis		Sinal Esperado	Fonte Operacional
Diversificação	Índice de Herfindal	+	Lang & Stulz (1995), Comment & Jarrell (1995),

			Berger & Ofek (1999), Lord e Saito (2017).
Aumento da Diversificação	1 = Diversificação da empresa aumentando 0 = Caso contrário	+	Lord e Saito (2017)
Alavancagem Financeira	$ALAV = \frac{\text{Dívida Bruta Total}}{\text{Ativo Total}}$	+	Lang, Ofek & Stulz (1996); Allen & McConnell (1998); Junqueira <i>et al.</i> (2005).
Desempenho	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	+ ou -	Warusawitharana (2008); Basu (2010); Lord & Saito (2017).
Nível de Governança Corporativa	1 = Níveis diferenciados de governança 0 = Caso contrário	+	(Bethel & Liebeskind, 1993; Wright & Ferris, 1997); Hoskisson & Turk (1990); Torres (2009).
Recessão Econômica	Variação PIB Per Capita	+	Bergh e Lawless (1998); Ilmakunnas & Topi (1999)
Tamanho	TAM = Ln do Ativo	+	Lord e Saito (2017); (Kretzer ^a , 2015).

Fonte: Elaborado pelos autores.

As variáveis de controle utilizadas na pesquisa referem-se à *Dummy_AumDIV*, Alavancagem Financeira, Desempenho Empresarial, Nível de Governança Corporativa, Recessão Econômica e Tamanho da empresa.

Aumento da diversificação: para Lord e Saito (2017) empresas onde a diversificação aumentou recentemente são mais propensas a descontinuarem uma operação. Sendo assim, foi criada uma *dummy* no intuito de capturar mudanças na diversificação empresarial. Para isso, utilizou-se a análise do comportamento do Índice Herfindhal nos três anos anteriores, ou seja, $(t - 3)$, sendo assim, a *dummy AumDIV* assumiu valor igual um quando a diversificação aumentou nos últimos três anos e zero, caso contrário. (Lord & Saito, 2017).

Alavancagem: conforme Allen e McConnell (1998), as empresas que enfrentam restrições financeiras são mais propensas à alienação de ativos para levantar o dinheiro necessário. Para Junqueira *et al.* (2005), o volume de endividamento e o nível de investimentos de uma empresa apresentam uma relação inversa, ou seja, quanto maior a alavancagem, menor a probabilidade de uma empresa investir.

Lang, Ofek e Stulz (1996), afirmam que isto decorre do fato de que companhias com boas oportunidades de investimentos optam, geralmente por utilizar menor volume de capital de terceiros, visto que, um alto índice de endividamento tende a reduzir seu nível de investimento. Espera-se assim um sinal positivo entre a alavancagem e a descontinuidade de operações.

Desempenho: a diversificação pode eventualmente drenar recursos de outras operações lucrativas, diante disso, os gerentes de uma empresa que vem se diversificando podem perceber que tal estratégia é negativa e, então, começar a se desfazer das unidades (Lord & Saito, 2017). Basu (2010) afirma que logo após uma grande diversificação, muitas empresas reverteram suas decisões, alienando suas unidades de negócio com baixo desempenho. Duhaime e Grant (1984) argumentam que a suposição mais frequente para a descontinuidade de operações concentra-se na ausência de rentabilidade da unidade de negócio.

Para Warusawitharana (2008) uma das razões para o mau desempenho operacional é a diversificação malsucedida. Diante disso, a empresa pode não cobrir o custo de oportunidade do tempo e dos esforços de gerenciamento e uma decisão sensata seria desinvestir a atividade em troca do valor de mercado dos ativos, em vez de reter os ativos por seus fluxos de caixa

futuros esperados. Portanto, o sinal esperado entre a relação da variável desempenho e a descontinuidade de operação é negativo.

Nível de governança corporativa: a Teoria da Agência avalia a possibilidade de existir uma clara correlação entre o bloco acionista e a gestão. Das suas principais conclusões, pode-se destacar a corroborada maior propensão para reestruturação e desinvestimento quando o de acionistas é mais concentrado e a gestão menos sênior – logo, menos propensa a ser influenciada por questões políticas e sociais (Bethel & Liebeskind, 1993; Wright & Ferris, 1997).

Em complemento, a teoria dos custos de transação, advoga a necessária e constante revisão dos custos de produção internos versus custos de aquisição em mercado, sendo assim, é evidente, que empresas com débil monitorização corporate, padrões de propriedade atomísticos, quadro de diretores inadequados, ênfase em incentivos de compensação e *free cash-flow* são mais propensas à diversificação e, logo, ao desinvestimento (Hoskisson e Turk, 1990; Torres, 2009). Diante disso, espera-se que essa variável possua uma relação empresas com fraca estrutura de governança corporativa possuam maior propensão em descontinuar operações.

Condições macroeconômicas: a recessão econômica é medida pela variação do PIB per capita anual, quando esta variável é negativa, período evidenciado entre 2015 e 2016, indica que houve uma recessão na economia (Cordeiro; Bressan; Lamounier & Barros, 2018). Entre o segundo trimestre de 2014 e o terceiro trimestre de 2016, o PIB brasileiro apresentou uma queda de 8,33% (Ipeadata). Para Oreiro (2017) a grande recessão da economia brasileira foi resultado de um colapso dos gastos de investimento, decorrência do “esmagamento de lucros”, e de fatores que amplificaram os efeitos desse choque inicial sobre o nível de atividade econômica. Segundo Cacciamali & Tatei (2016) os primeiros indícios de recessão econômica, no Brasil, surgiram em 2014, mas é apenas no ano seguinte que os impactos negativos sobre o mercado de trabalho se aprofundaram, destruindo empregos assalariados, formais e informais. Da mesma forma, apesar da recessão ter terminado no início de 2015, apenas no final de 2016 foi possível perceber fatores positivos.

Espera-se que esta variável possua uma relação positiva com a descontinuidade de operações. Existem estudos sobre a influência da incerteza ambiental sobre a propensão para realizar desinvestimento (Bergh & Lawless, 1998), nesse caso um aumento na incerteza ambiental/contextual vai diminuir a capacidade de a empresa gerir eficientemente as suas operações. O estudo de Ilmakunnas & Topi (1999) sugere que os desinvestimentos são mais frequentes durante as recessões.

Tamanho: Lord e Saito (2017) afirmam que o tamanho da empresa pode ser um determinante importante nas decisões de desinvestimentos. Para medir o tamanho da firma pretende-se utilizar o logaritmo natural do ativo total. No que tange às “empresas diversificadas”, observa-se que, quanto maior o tamanho, maior tem sido a diversificação, mas verifica-se, de modo geral, que as empresas de todos os tamanhos têm se preocupado em expandir mais por meio da “diversificação por atividade e mista” e menos por intermédio da diversificação espacial. (Kretzer^a, 2015). O sinal esperado entre o tamanho e a descontinuidade de operação é positivo.

3.3 Modelo Econométrico

Para a análise de dados será utilizado o modelo Logit em dados em painel, pelo fato da variável dependente ser binária. Segundo Gujarati (2011) este modelo permite estimar a probabilidade de ocorrência de um evento e identificar as variáveis independentes que contribuem para a sua predição, não exigindo a suposição da normalidade das variáveis independentes. A equação básica do modelo Logit pode ser evidenciada por:

$$P(Y_{it} = 1) = \frac{e^{(\alpha + X\beta)}}{1 + e^{(\alpha + X\beta)}} \quad (1)$$

Na qual: Y_{it} assume 1 se a empresa i no tempo t realizou um desinvestimento e 0 caso contrário. O parâmetro α é um termo constante que é o mesmo para todas as empresas. A equação final do modelo para se testar as hipóteses de pesquisa levantadas foi:

$$X\beta = \beta_0 + \beta_1 IH_{it} + \beta_2 AumIH_{it} + \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 GC_{it} + \beta_6 REC_{it} + \beta_7 TAM_{it}$$

O tratamento de *Logit* em dados em painel é composto por diferentes abordagens, dentre essas são verificadas: *Pooled*, Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios. A adequabilidade de tais abordagens é verificada por meio de testes estatísticos. O teste de likelihood-ratio é um teste utilizado para verificar a adequabilidade do *Pooled versus* Efeitos Aleatórios. A hipótese nula do teste pressupõe a adequabilidade do *Pooled*. O teste Hausman é utilizado para verificar a adequabilidade entre as abordagens de Efeitos Fixos *versus* Efeitos Aleatórios, em sua hipótese nula, assume a adequabilidade dos Efeitos Aleatórios (Greene, 2002).

Como o modelo Logit é não linear nos parâmetros (β), estes não possuem uma análise direta como no modelo de regressão linear. Portanto deve-se utilizar para a análise o efeito marginal. Segundo Gujarati (2011) o efeito marginal é o cálculo da variação da probabilidade, ou seja, o efeito de uma variação unitária em uma dada variável explicativa sobre a probabilidade de ocorrência do evento.

Para a análise de significância estatística dos parâmetros associados às variáveis explicativas também foi utilizado à curva Roc (*Receiver Operating Characteristic*). Essa curva relaciona a sensibilidade versus a especificidade do modelo estimado. Quanto maior o poder preditivo do modelo, maior a concavidade da curva, e a área sob a curva é utilizada como uma medida de capacidade preditiva do modelo (Fávero, 2009).

O *software* utilizado nas análises foi o Stata (versão 14).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

Na Tabela 1 é evidenciada a composição setorial da amostra relativa a todas as empresas para o mesmo período de amostragem (2011 a 2018).

Tabela 1: Composição setorial da amostra

Setor Econômico B3	Número	Porcentagem
Consumo cíclico	26	27,4%
Bens industriais	20	21,1%
Materiais básicos	16	16,8%
Utilidade pública	11	11,6%
Petróleo, gás e biocombustíveis	8	8,4%
Consumo não cíclico	5	5,3%
Saúde	4	4,2%
Tecnologia da informação	4	4,2%
Telecomunicações	1	1,1%
TOTAL	95	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

A amostra é composta por todos os setores econômicos da B3, exceto financeiro. Os setores de consumo cíclico (27,4%) e bens industriais (21,1%) apresentam maior proporção

de empresas. No entanto, os setores com menor proporção de empresas são o de tecnologia de informação (4,2%) e telecomunicação (1,1%). É possível perceber que a amostra é heterogênea, incluindo empresas com características distintas entre si.

Ao total, foram descontinuadas 271 operações entre 2011 e 2018. O Gráfico 1 evidencia a tendência em termos percentuais da descontinuidade de operações durante o período analisado.

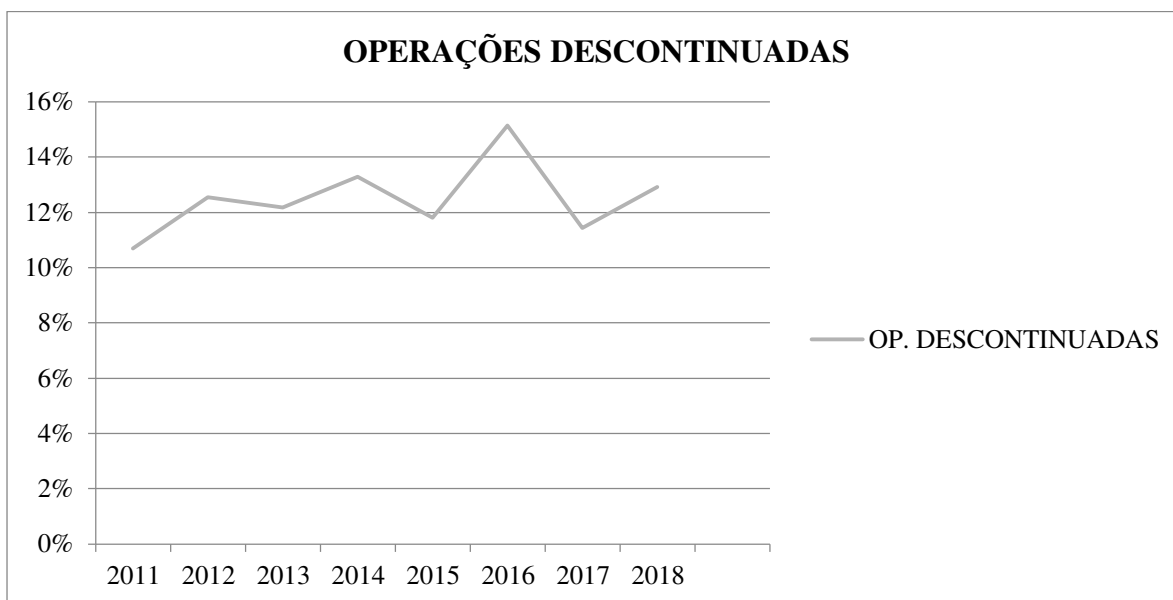


Gráfico 1 - Número de Operações Descontinuadas

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da análise do Gráfico 1 é possível inferir que até o ano de 2015 o número de operações descontinuadas não sofreu grandes variações. Em contrapartida, no ano de 2016 é possível perceber um aumento dessas operações. Ressalta-se que o período de recessão no Brasil ocorreu entre 2015 e 2016, sendo que neste período, as empresas analisadas realizaram um maior número de desinvestimento, o que está consistente com o estudo de Ilmakunnas e Topi (1999), os autores afirmam que desinvestimentos são mais frequentes durante as recessões. Na Tabela 2 apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis quantitativas que compõem o estudo.

Tabela 2 - Análise Descritiva da Amostra

Variáveis Independentes	Coefficiente de Variação	Desvio-padrão	Média	Mediana
Herfindhal	417%	0,03	0,01	0,00
Alavancagem	106%	0,89	0,83	0,67
Desempenho (ROE)	626%	4,48	0,71	0,13
Tamanho	14%	2,00	14,63	14,52

Nota¹: Dados da pesquisa.

A partir da análise da Tabela 3 verifica-se que as variáveis que integram o conjunto de dados dessa pesquisa, evidenciam valores discrepantes no que tange aos seus valores médios, a exceção do logaritmo do total de ativos.

A variável independente Herfindhal exibiu valores de média e mediana semelhantes, além de alta variabilidade em torno do seu valor médio, visto que, o valor do coeficiente de variação (CV) foi de 417%. Este achado permite inferir que os valores de diversificação ocorrem de forma discrepante entre as empresas analisadas.

A variável independente alavancagem expõe valores de média e mediana divergente e o valor do coeficiente de variação de 106%, o que demonstra uma alta dispersão dos valores médios. Diante disso, este resultado evidencia que as empresas da amostra apresentam níveis de endividamento variável, ou seja, a estrutura de capital das empresas analisadas difere de forma significativa.

A variável independente desempenho (ROE) não está centrada em torno de sua média, o que pode ser percebido pelo alto valor do coeficiente de variação de 626%. Esta acentuada dispersão permite inferir que as instituições analisadas são heterogêneas e isso pode ser explicado devido pelo fato de as empresas serem de diversos setores.

A variável independente tamanho foi calculada a partir do logaritmo natural do total do ativo. A logaritimização foi realizada para que os valores destoantes intrínsecos a essa variável não afetassem a estimação dos parâmetros do modelo econométrico sugerido. No entanto, percebe-se, na Tabela 2, que o coeficiente de variação tem valor de 14% e que o valor da média e mediana estão próximos, evidenciando, assim, o resultado da logaritimização sobre o ativo total.

4.2 Análise Quantitativa

Na Tabela 3 evidencia-se o resultado da Regressão logística para os dados do estudo.

Tabela 3 - Resultado Regressão Logística

Variáveis	Logit Pooled	
	Efeito Marginal	P-valor
Diversificação (Herfindhal)	1,892845	0,003***
Aumento da Diversificação	0,07325	0,457
Diminuição da Diversificação	0,080242	0,399
Alavancagem	-0,01886	0,385
Desempenho_(ROE)	0,018328	0,082*
Nível de Governança	0,040468	0,314
Recessão Econômica	-0,00459	0,512
Tamanho	-0,0356	0,001***
Constante	-	0,101
Pseudo R2	0,0246	
Teste LR	$\chi^2=23,80$ ***	
Curva Roc	0,5872	
Likelihood-ratio	75,53	
Nº de observações	733	

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

O modelo demonstra-se adequado para a abordagem *Logit Pooled*, visto que o teste likelihood-ratio rejeitou a hipótese de adequação a utilização do Efeito Aleatório em detrimento do *Pooled*. Verifica-se que o teste F rejeitou a hipótese de que os coeficientes são estatisticamente iguais a zero, demonstrando assim, adequabilidade para o Modelo *Pooled*. O modelo estimado apresentou uma boa capacidade preditiva, com uma Curva ROC de 58,74%.

As variáveis significativas foram o índice de Herfindhal (1% de significância), o desempenho da empresa (ROE) (10% de significância) e o Tamanho (1% de significância).

Herfindhal: existem evidências estatísticas para inferir que a diversificação influencia a probabilidade das empresas em descontinuar operações, diante disso, a Hipótese 1 foi aceita. O resultado está em conformidade com o estudo de Bergh (1997), Berger e Ofek, (1999), Moschieri e Mair (2011) e Lord & Saito (2017), os quais evidenciaram que empresas diversificadas têm maior probabilidade de alienar ativos, seja para reverter erros estratégicos

anteriores, ou para desfazer de unidades que não se encaixam na estrutura corporativa planejada.

O efeito marginal de 1,89 informa que a variação de 0,1 unidade no índice de Herfindhal causa variação, no mesmo sentido, de 1,89 pontos percentuais na probabilidade de as empresas descontinuarem uma operação.

Desempenho (ROE): percebe-se que empresas com maior desempenho estão mais propensas a descontinuarem operações. Este achado está em desacordo com a literatura internacional (Duhaimé & Grant, 1984; Warusawitharana, 2008; Basu, 2010; Lord & Saito, 2017). A diversificação pode eventualmente drenar recursos de outras operações lucrativas, diante disso, os gerentes de uma empresa que vem se diversificando podem perceber que tal estratégia é negativa e, então, começar a se desfazer das unidades (Lord e Saito, 2017).

Rogers, Mendes-da-Silva e Paula (2008) afirmam que a literatura sobre estratégias empresariais é fortemente baseada na experiência de companhias com sede em países desenvolvidos, especialmente nos Estados Unidos. Nos países da América Latina, ainda não existe um consenso sobre a associação entre diversificação produtiva e o desempenho, em especial no Brasil. Para os autores é comum evidenciar os sinais dos coeficientes esperados conforme a teoria, evidências empíricas mostram-se inconclusivas sobre essa relação.

O efeito marginal de 0,018 informa que a variação de 0,1 unidade no desempenho causa variação, no mesmo sentido, de 0,018 pontos percentuais na probabilidade de as empresas descontinuarem uma operação.

Tamanho: percebe-se que empresas maiores estão menos propensas a descontinuarem operações. Lord e Saito (2017) afirmam que o tamanho da empresa pode ser um determinante importante nas decisões de desinvestimentos. No que tange às empresas diversificadas, observa-se que, quanto maior o tamanho, maior tem sido a diversificação (Kretzera, 2015). Sendo assim, esperava-se que empresas maiores, estariam mais propensas a descontinuarem operações. Destaca-se que o coeficiente de variação dessa variável foi o mais baixo (14%), o que pode indicar que as empresas possuem tamanhos similares.

O efeito marginal de -0,0356 informa que a variação de 0,1 unidade no tamanho causa variação, no mesmo sentido, de -0,0356 pontos percentuais na probabilidade de as empresas descontinuarem uma operação.

Na tabela 4 é evidenciada a matriz de expectativa de predição do modelo

Tabela 4 - Classificação do Modelo Logit para as empresas que descontinuaram operações, considerando o Ponto de Corte de 0,35.

Descontinuidade de Operações	Classificação do modelo		Percentual parcial de classificação correta do modelo
	Realiza	Não realiza	
Realiza	173	98	63,84%
Não Realiza	247	215	46,54%
Percentual Total de Classificação Correta do Modelo			52,93%

Fonte: Dados da pesquisa.

Em termos globais, o modelo classificou corretamente 52,93% das observações, ou seja, um $count R^2 = 52,93\%$. Para valores de $y = 1$ (empresas que descontinuaram operações no período), o modelo acerta 63,84% das previsões. Já para valores de $y = 0$ (empresas que não descontinuaram operações), o modelo acerta 46,54%. De modo geral, o modelo apresentou ajuste razoável, em termos de tabela de expectativa de predição.

5 CONCLUSÃO

Considerando que a descontinuidade de operações são estratégias adotadas com certa regularidade pelas empresas brasileiras e que a partir de 2009, existe a obrigatoriedade de divulgar tais operações nas demonstrações financeiras, ademais, considerando os possíveis impactos aos acionistas, usuários e sobre a economia do país, o objetivo desta pesquisa foi em identificar a relação entre a diversificação corporativa e a descontinuidade de operações envolvendo empresas brasileiras, listadas na B3 no período de 2011 a 2018. Para isso, foram analisados dados econômicos e contábeis de 271 operações descontinuadas.

A partir desse objetivo foi delineada uma hipótese teórica e definidas suas variáveis *proxies* com base na literatura sobre o tema, fundamentado na ideia de que existe associação positiva entre a diversificação corporativa e as decisões de descontinuar operações. O modelo que se demonstrou adequado para a abordagem foi o *Logit Pooled*, cuja capacidade preditiva foi de 58,74% aceitável para a explicação do fenômeno em estudo.

A partir deste modelo, verificou-se que a hipótese proposta foi aceita. Ressalta-se que a variável de controle *ROE*, *proxy* para o Desempenho, foi significativa, porém, com sinal negativo. Para Rogers, Mendes-da-Silva & Paula (2008), nos países da América Latina, ainda não existe um consenso sobre a associação entre diversificação produtiva e o desempenho, em especial no Brasil. Para os autores é comum evidenciar os sinais dos coeficientes esperados conforme a teoria, porém, evidências empíricas mostram-se inconclusivas sobre essa relação. A variável de controle *TAM*, *proxy* para o Tamanho, também foi significativa, com sinal contrário ao esperado. Lord & Saito (2017) afirmam que o tamanho da empresa pode ser um determinante importante nas decisões de desinvestimentos. Na amostra pesquisa, o coeficiente de variável dessa variável foi de 14%, o que pode significar empresas de tamanhos similares.

Em síntese, os resultados obtidos nesta pesquisa permitem concluir que a adoção de estratégias envolvendo diversificação corporativa possui relação positiva e significativa com a descontinuidade de operações em empresas brasileiras. Este trabalho se baseou na estratégia de diversificação, comprovando a associação com a descontinuidade de operações. Ressalta-se que conforme Lord e Saito (2017) as informações contidas em operações descontinuadas são capazes de capturar mudanças importantes na estratégia corporativa, como maior foco nas operações principais e a aquisição ou abandono de tecnologias específicas.

Para pesquisas futuras recomenda-se: 1) a ampliação da amostra e o período estudado; 2) a reprodução deste estudo considerando as características individuais de cada setor; 3) a inclusão de variáveis referente à realização de F&As nos períodos que antecedem a descontinuidade de operações; e 4) estudar a relação entre descontinuidade de operações e desempenho empresarial. Como limitação de pesquisa, destaca-se a utilização da amostra apenas para as empresas brasileiras listadas na B3, não sendo possível generalizar os resultados.

Destaca-se por fim, que este estudo atingiu o objetivo proposto ao verificar a existência de relação entre diversificação corporativa e a descontinuidade de operações em empresas brasileiras, contribuindo assim, com uma nova abordagem no intuito de compreender essa complexa estratégia empresarial, que não está relacionada somente com a adoção das normas internacionais de contabilidade, mas também com grandes abordagens, como, a teoria da organização industrial, a teoria financeira e estratégias corporativas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Allen, JW e McConnell, JJ (1998). Equity Carimbo e Discrção Gerencial. *The Journal of Finance*, 53 (1), 163-186.
- Ansoff, H. I. (1990). *A nova estratégia empresarial*. São Paulo: Atlas, 1990.
- Barua, A., Lin, S., & Sbaraglia, A. M. (2010). Earnings management using discontinued operations. *The Accounting Review*, 85(5), 1485-1509.
- Basu, N. (2010). Trends in corporate diversification. *Financial Markets and Portfolio Management*, 24(1), 87-102.
- Bergh, D. D. (1997). Predicting divestiture of unrelated acquisitions: an integrative model of ex ante conditions. *Strategic Management Journal*, 18(9), 715-731.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1999). Causes and effects of corporate refocusing programs. *The Review of Financial Studies*, 12(2), 311-345.
- Bergh, D. D. e Lawless M. W (1998). Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: the effects of environmental uncertainty and diversification strategy. *Organization Science*, Vol. 9, No. 1 (Jan. - Feb.), 87-102.
- Bethel, J. E. e Liebeskind, J. (1993). The effects of ownership structure on corporate restructuring. *Strategic Management Journal*, Vol. 14, Special Issue: Corporate Restructuring (Summer, 1993), 15-31.
- 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.
- Burgelman, R. A., & Grove, A. S. (1996). Strategic dissonance. *California Management Review*, 38(2), 8-28.
- Cacciamali, M. C.; Tatei, F. (2016). Mercado de trabalho: da euforia do ciclo expansivo e de inclusão social à frustração da recessão econômica. *Estudos Avançados*, 30(87), 103-121.
- Capron, L., Mitchell, W., & Swaminathan, A. (2001). Asset divestiture following horizontal acquisitions: A dynamic view. *Strategic management journal*, 22(9), 817-844.
- Chang, S. J. & Singh, H. (1999). The impact of modes of entry and resource fit on modes of exit by multibusiness firms. *Strategic Management Journal*, (20), 1019-1035.
- Collins, D., & Henning, S. (2004). Write-down timeliness, line-of-business disclosures and investors' interpretations of segment divestiture announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(9-10), 1261-1299.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC. (2009). CPC 31 - *Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada*.

Comment, R., & Jarrell, G. A. (1995). Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 37, 67–87.

Cordeiro, F. A., Bressan, V. G. F., Lamounier, W. M., & Barros, L. A. B. de C. (2018). Desempenho financeiro das cooperativas de crédito brasileiras e recessão econômica de 2015 no Brasil. In *Moving accounting forward*. São Paulo.

Curtis, A., McVay, S., & Wolfe, M. (2014). An analysis of the implications of discontinued operations for continuing income. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(2), 190-201.

Duhaime, J. H.; Grant, J. H. (1984). Factors influencing divestment decision-making: evidence from a field study. *Strategic Management Journal*, 5 (4), 301-318.

Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis*. (7. ed.) USA: Prentice Hall.

Gujarati, D. (2011). *Econometria básica*. (5. ed.) Rio de Janeiro: Elsevier

Hamilton, R. T. e Chow, Y. K. (1993). Why managers divest – evidence from New Zealand’s largest companies. *Strategic Management Journal*, 14 (Summer Special Issue): 479-484.

Henry, E.; Holzmann, O. J. (2010). Financial statement presentation of discontinued operations. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 21 (2), 97-101.

Hoskisson, R. E. e Turk, T. A. (1990). Corporate restructuring: Governance and control limits of the internal capital market. *Academy of Management Review*, (15), 459-477.

Ilmakunnas, P., Topi, J. (1999). Microeconomic and Macroeconomic Influences on Entry and Exit of Firms. *Review of Industrial Organization*, 15(3), 283-301.

Junqueira, L. R., Bertucci, J. L., Bressan, A. (2005). Alavancagem Financeira como Estratégia de Financiamento do Processo de Crescimento de Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 1995-2002. IN: *Anais do Encontro da ANPAD*, Brasília, DF, Brasil, 29.

Kretzer^a J. (2015). A diversificação da estrutura produtiva no Brasil: observações preliminares. *Revista de Economia e Gestão*, 19(2), 280-306.

Kruse, T. A. (2002). Asset liquidity and the determinants of asset sales by poorly performing firms. *Financial Management*, 107-129.

Lang, L., Ofek, E., Stulz, R. (1996). Leverage, investimemrnt and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3-29.

Lang, L., Poulsen, A., & Stulz, R. M. (1995). Asset selloffs, firm performance, and the agency cost of managerial discretion. *Journal of Financial Economics*, 37, 3–37.

Lord, R. A., & Saito, Y. (2017). Refocusing through discontinued operations in response to acquisitions and diversification. *Advances in Accounting*, (37), 71-84.

Marconi, M. A. & Lakatos, E. M. (2006). *Metodologia científica*. São Paulo. Atlas.

Markides, C. C. (1995). Diversification, restructuring and economic performance. *Strategic Management Journal*, (16), 101-118.

Mitchell, W. (1994). The dynamics of evolving markets: The effects of business sales and age on dissolutions and divestitures. *Administrative Science Quarterly*, 39, 575-602.

Montgomery, C. A. e Thomas, A. R. (1988). Divestment: motives and gains. *Strategic Management Journal*, (9), 93-97.

Moschieri, C., & Mair, J. (2011). Adapting for innovation: Including divestitures in the debate. *Long Range Planning*, 44(1), 4-25.

Nakao, S. H. (2000). *Teoria e normas contábeis de operações de descontinuidade: um estudo de caso*. Dissertação de mestrado. Universidade Federal de São Paulo.

Oreiro, J. L. (2017) A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. *Estudos Avançados*, (31) 89, p. 76-88.

Rogers, P.; Mendes-da-Silva, W.; Paula, G. M. (2008). Diversificação e desempenho em empresas industriais brasileiras: um estudo empírico no período de 1997 a 2001. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(2), 313-338.

Siegfried, J.J. & Evans, L.B. (1994). Empirical studies of entry and exit: A survey of the evidence. *Review of Industrial Organization*, 9(2), 121-155.

Silva, A. H. C.; Silva, C. E. V.; Sancovski, M.; Borba, J. (2018). Análise das operações descontinuadas no Brasil após a adoção do IFRS 5. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 16(3).

Spruill, C. R. (1982). *Conglomerates and the evolution of capitalismo*. USA: Library of Congress.

Porter, M. E. (1987) From competitive advantage to corporate strategy. In *Readings in strategic management* (pp. 234-255). Palgrave, London.

Torres, F. A (2009). *Desinvestimento Internacional: uma perspectiva teórica e um estudo de caso*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Porto, Portugal.

Vernon, R. (1966). International investment and international trade in the product cycle. *Quarterly Journal of Economics*, 80: 190-207.

Warusawitharana, M. (2008). Corporate asset purchases and sales: theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 471-497.

Wright, P. e Ferris, S. P. (1997). Agency conflict and corporate strategy: the effect of divestment on corporate value. *Strategic Management Journal*, Vol. 18(1), 77-83.